

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 07(41) 10 lipca 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,**

*Okres letniego wypoczynku w pełni, ale, jak wiadomo, gospodarka żyje swoim życiem i zdaje się, że - przynajmniej póki co - rynki zagraniczne nie myślą o wakacjach, z kolei w Polsce zrobiło się nieco spokojniej. Na krajowym podwórku eksperci bacznie przyglądają się sytuacji w związku ze zmianami na linii OFE-ZUS. W Stanach Zjednoczonych trwa sezon raportów kwartalnych, których zawartość zazwyczaj znajduje swe odzwierciedlenie w zachowaniu inwestorów. I o tych oraz innych istotnych kwestiach związanych z rynkami finansowymi w lipcowym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.*

*A podsumowania całości, swoim bystrym okiem, jak zwykle dokona Piotr Kuczyński.*

*Zachęcamy do lektury!*

## W numerze:



o europejskim i amerykańskim systemie finansowym opowiada Grzegorz Zatręb ze Skarbiec TFI S.A.,



atrakcyjność polskiej giełdy ocenia Artur Jusiński z TFI Allianz Polska S.A.,



wpływ zmian w OFE na rynek kapitałowy przedstawia Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: GPW czeka na koniec lipca.

**Przełom w opłatach  
na FW20**

Stała opłata miesięczna

Sprawdź na [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl)

## Dobrze obiecasz – nie musisz dawać

Stany Zjednoczone wyprzedzały Europę o kilka kroków podczas wybuchu i trwania ostatniego kryzysu. Oczywiście zaczęło się od tego, że kryzys wybuchł właśnie za oceanem i w Europę uderzyły najpierw odpryski tego kryzysu. **Mówiło się o imporcie kryzysu i rzeczywiście spadek wartości instrumentów finansowych konstruowanych przez inżynierów finansowych dał się we znaki europejskim instytucjom finansowym.** Różnego rodzaju ABS-y (Asset Backed Securities, papiery wartościowe oparte na portfelach należności) powiązane były z amerykańskimi aktywami bądź były emitowane i gwarantowane przez amerykańskie instytucje finansowe. **W pewnym momencie, mniej więcej w 2010 roku, mówienie o imporcie kryzysu przestało mieć jakikolwiek sens, ponieważ Europa zaczęła kryzys eksportować.** Stało się tak, gdyż kilka europejskich krajów przeceniło swoje siły ratując rodzime banki, inne zaś po prostu uszły od rynku finansowego „sprawdzam”, po czym okazało się, że ostro blefowały. Dlaczego Stany Zjednoczone poradziły sobie z porządkowaniem chaosu w systemie finansowym, zaś Europa wpadła w tarapaty? Jedną z przyczyn jest oczywiście suwerenność monetarna Stanów Zjednoczonych i jej brak w przypadku krajów strefy euro. Jednak w kontekście tematu niniejszego artykułu znacznie ważniejsza jest druga kwestia: struktura systemu finansowego. **Europejskie banki są relatywnie znacznie większe niż amerykańskie.** Relatywnie to znaczy w odniesieniu do wielkości PKB kraju, z którego pochodzi dany bank. Za oceanem relacja ta w przypadku największych podmiotów to kilka procent, zaś w Europie są banki, których suma bilansowa kilkakrotnie przewyższa PKB kraju, w którym znajduje się siedziba banku. Jednocześnie konsekwencją i przyczyną takiego stanu rzeczy jest przeważające znaczenie kredytu bankowego w Europie w stosunku do innych źródeł finansowania obcego w

przedsiębiorstwach. Dokładnie odwrotnie jest w Stanach Zjednoczonych. Proporcje w obu przypadkach wynoszą 20/80, tyle że na odwrót. Według obliczeń banku Societe Generale na koniec ubiegłego roku sektor niefinansowy w USA w 22,5% finansował się kredytem, a w 77,5% obligacjami. Natomiast w Europie liczby te wynosiły odpowiednio 80,2% i 19,8%.

Powyższe proporcje mają istotne znaczenie dla efektywności działań banków centralnych. QE, które właśnie jest wygaszane w USA, działało na system finansowy poprzez rynek papierów wartościowych, który ma kluczowe znaczenie dla amerykańskich przedsiębiorstw. Skup obligacji skarbowych i MBS-ów, czyli obligacji zabezpieczonych hipoteką, umożliwia amerykańskim inwestorom nabywanie nowych emisji i w ten sposób wspomaga gospodarkę. Tego rodzaju działania w Europie nie przekładają się niestety na wzrost aktywności gospodarczej, gdyż firmy niefinansowe tylko w niewielkim stopniu finansują się na rynku obligacji. Z tego względu na przełomie 2011/12 EBC zdecydował się na LTRO, a nie na skup aktywów na rynku. Liczył, że wzrost płynności skłoni banki do zwiększenia akcji kredytowej. Tak się jednak nie stało. Banki, aby udzielać kredytów, muszą je w pewnej części finansować środkami własnymi. Wynika to z istnienia wymogów kapitałowych. Każde aktywne obciąża w pewien sposób kapitał banku i według wymagań EBC oraz Komisji Europejskiej, tzw. współczynnik wypłacalności nie może być niższy niż 12% już teraz, a do 2019 roku może on nawet wzrosnąć do 16%, gdyż wymogi kapitałowe cały czas są podnoszone. Tymczasem europejskie banki nadal starają się usunąć pozostałości po kryzysie. Deutsche Bank, który ostatnio wyemitował akcje o wartości 10 mld EUR, w połowie 2008 roku miał sumę bilansową stanowiącą 94% PKB Niemiec. Na koniec I kwartału tego roku relacja ta spadła do 59%. Tak właśnie w

praktyce wygląda delewarowanie, które w Europie jest właśnie w toku. W takich warunkach udostępnianie dalszych, dodatkowych środków niczego nie może zmienić. **Nie brak płynności stanowi tu problem, ale brak kapitału.** Pozyskanie kapitału jest zaś bardzo trudne, gdy trzeba jednocześnie „związać biznes” - mniejsza dźwignia finansowa oznacza bowiem mniejszy zwrot z kapitału, a tego akcjonariusze nie lubią. **Z całą pewnością obecne działania EBC bardziej przysłużą się rynkom finansowym niż realnej gospodarce. Tak samo było w Stanach, ale tam transmisja z rynków na gospodarkę jest dużo bardziej efektywna.**

EBC oczywiście zdaje sobie sprawę z tych uwarunkowań. Po co więc działania, które nie przyniosą pożądanych rezultatów? Wpływ na gospodarkę poprzez kanał kredytowy będzie rzeczywiście bardzo ograniczony. Pozostają jednak jeszcze dwa kanały. Pierwszy to kurs walutowy. Już sama groźba „dodrunku” euro może przyczynić się do osłabienia wspólnej waluty, a to wesprze eksport i przyhamuje import, przy okazji dodając tempa wzrostowi cen, na co liczy EBC. W sytuacji, gdy Stany i Japonia starają się nie dopuścić do wzmocnienia swoich walut, EBC nie może stać z bronią u nogi i ignorować eskalacji wojen walutowych. Drugi kanał wydawać się może mniej ważny, ale nadal pozostaje istotny. To psychika inwestorów i przedsiębiorców. W 2012 „Super Mario” jednym zdaniem zakończył kryzys na rynku obligacji krajów PIIGS. Teraz także zapewne liczy na poprawę nastrojów w gospodarce po tym, jak bank centralny wspólnego obszaru walutowego zadeklaruje determinację w jej wspieraniu.

**Grzegorz Zatrzyb**

Główny Strateg

SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Bieżąca atrakcyjność polskiej giełdy na tle globalnej konkurencji

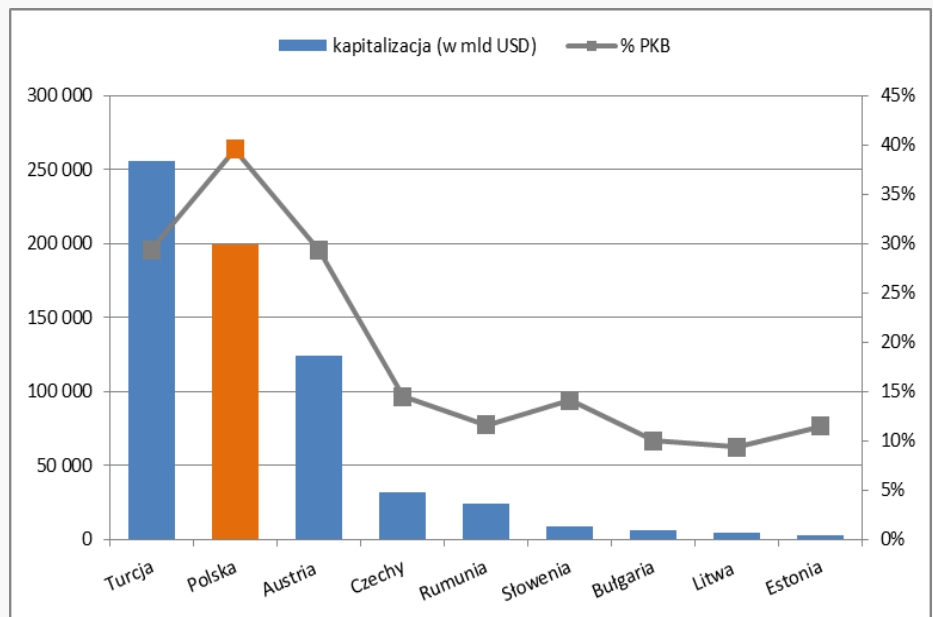
Punktem wyjścia do analizy atrakcyjności polskiej giełdy na tle konkurencji globalnej powinna być niewątpliwie ocena atrakcyjności inwestycyjnej polskiej gospodarki.

**Odnosząc się zatem do atrakcyjności polskiej gospodarki w rankingu światowym (Światowe Forum Ekonomiczne), Polska plasuje się w czwartej dziesiątce gospodarek świata (wyprzedzając m.in. Włochy, Turcję i Brazylię).** Jako największe przeszkody dla wzrostu konkurencyjności polskiej gospodarki wskazywane są: skomplikowany system podatkowy, restrykcyjne przepisy prawa pracy, nadmierna biurokracja i wysokie podatki. Znamienne jest jednak to, iż wspomniane obszary od wielu lat niezmiennie psują ocenę rankingową krajowej gospodarki.

Powyższy ranking wydaje się być uniwersalnym kryterium pozwalającym na porównanie gospodarek. W przypadku samej giełdy trudniej już przeprowadzać tak uniwersalne zestawienie, patrząc chociażby na fakt, kiedy powstały niektóre giełdy na świecie. Giełda w Nowym Jorku ma już prawie 200 lat, a GPW w Warszawie nieco ponad 20. Kolejnym czynnikiem specyficznym mogą być strukturalne zmiany rynku kapitałowego (np. zmiana funkcjonowania OFE), które, pomimo pozytywnej oceny danego kraju, mają jednoznacznie negatywne przełożenie na giełdę.

**Odnosząc się zatem do regionu, giełdy na nim funkcjonujące (wiedeńska, węgierska, czeska, słoweńska, kraje nadbałtyckie) stoją przed problemem marginalizacji i ograniczenia dynamiki rozwoju.** Ilość debiutów nowych spółek w regionie maleje, natomiast rośnie liczba spółek wycofywanych z rynku. W Polsce można z kolej przyjąć tezę, że rynek New Connect nie przyniósł efektów, jakich spodziewali się zapewne twórcy jego koncepcji (m.in. z uwagi na

Wykres nr 1.



Źródło: GPW, Wiener Borse, obliczenia własne.

ograniczenie na nim inwestycji OFE). W kolejnych latach wyczerpuje się również potencjał prywatyzacyjny Skarbu Państwa, który przez długi czas zasiliał kapitalizację GPW w Warszawie.

Dotychczasowa historia GPW, obfitująca w oferty Skarbu Państwa, pozwoliła jej na wypracowanie pozycji lidera w regionie pod względem kapitalizacji oraz relacji kapitalizacja vs. PKB (Wykres nr 1).

Istotnym elementem konkurencyjności giełdy jest płynność rynku rozumiana jako liczba spółek pozwalających inwestorom na swobodne wejście i wyjście z inwestycji. Jest to obecnie jeden z dominujących aspektów dla inwestorów instytucjonalnych w przypadku dużych i średnich spółek. Zmiana reguł funkcjonowania funduszy emerytalnych niewątpliwie ograniczyła ten aspekt konkurencyjności warszawskiego parkietu. Może i fundusze nie były tak aktywnymi graczami, jak oceniał je rynek, ale niewątpliwie w „sytuacjach podaży” fundusze akumulowały podaż na relatywnie atrakcyjnych poziomach. **Porównując GPW do giełd**

**regionu, utrzymuje ona stosunkowo wysoki poziom relacji obrotów do kapitalizacji.** W ostatnich dwóch latach relacja ta kształtowała się na poziomie ponad 0,4 (Wiedeń - blisko 0,5, Praga - nieco poniżej 0,3, w przypadku innych parkietów wygląda to jeszcze gorzej). **W tym uproszczonym aspekcie nasz rynek może również nosić miano regionalnie konkurencyjnego.**

**Artur Jusiński**

Zarządzający Allianz Stabilnego Wzrostu Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

## Kuracja odchudzająca OFE to niedobra wiadomość dla rynku kapitałowego

Niebawem okaże się, jaki odsetek Polaków zadeklarował chęć dalszego oszczędzania w Otwartych Funduszach Emerytalnych. Od tego będzie zależał saldo przepływów do i z OFE w najbliższych latach.

**Polski system emerytalny przechodzi głębokie zmiany, przez jednych zwane „reformą”, przez innych – „demontażem OFE”.** Pierwszym etapem przeobrażeń było przeniesienie wartego ponad 150 mld zł portfela obligacji skarbowych z Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) do ZUS. Kolejny etap to przekierowanie do ZUS składek, które płynęły dotąd do OFE w przypadku osób, które do końca lipca nie zadeklarują chęci pozostania w OFE. Czasu na dokonanie takiego wyboru jest coraz mniej. Na podstawie dotychczasowego tempa zgłaszania deklaracji jest bardzo realne, że do funduszy będą płynęły składki niewielkiego odsetka ubezpieczonych. Dużo niższego niż analitycy spodziewali się choćby pół roku temu. W sferze domysłów pozostaje tylko odpowiedź na pytanie, jaki byłby ten odsetek, gdyby procedura wyboru była odwrotna, czyli gdyby należało zadeklarować chęć

przejścia do ZUS, a nie pozostania w OFE.

Do tego dochodzi jeszcze mechanizm „suwaka”, według którego w ciągu 10 lat przed emeryturą aktywa OFE mają być stopniowo przenoszone do ZUS. Jest też jeszcze jedna zmiana, niezależna od tych opisanych: zwiększenie limitów inwestycji zagranicznych funduszy (10% w tym roku, 20% w 2015 i 30% od 2016).

**Wszystkie te dokonane, jak i mające się dokonać zmiany w funkcjonowaniu OFE mają i będą mieć duże znaczenie dla polskiego rynku kapitałowego.** Przez lata fundusze dzięki regularnym napływom składek były stroną popytową na warszawskim parkiecie, w wyniku czego zgromadziły portfele akcji krajowych spółek warte ponad 123 mld zł (dane na koniec maja). Do tego doszło ponad 7 mld zł akcji z rynków zagranicznych.

Teraz ta tradycyjna rola OFE na polskim rynku kapitałowym jest już kwestią przeszłości. Po pierwsze, oczekiwany bardzo niski odsetek osób, które zadeklarują chęć pozostawienia części składek w OFE sprawi, że wpływy ze składek ulegną radykalnemu ograniczeniu. Jak szacowali niedawno analitycy UniCredit, przy założeniu, że w OFE pozostanie 5% ubezpieczonych, napływy w 2015 r. spadną do 0,6 mld zł z prognozowanych 7,5 mld zł w tym roku.

Na tym nie koniec. Wspomniany „suwak” może w najbliższych latach „wysysać” kilkumiliardowe kwoty (tutaj trudno pójść o precyzyjne wyliczenia). Na szczęście, według wstępnych prognoz, w najbliższych latach OFE będą miały wystarczająco duże

wpływy z dywidend, by pokryć wypłaty związane z „suwakiem”.

Dobra wiadomość jest zatem taka, że saldo wpływów i wypływów z OFE ma szansę pozostać dodatnie. A jaka jest gorsza wiadomość? Że saldo to będzie dużo niższe niż do tej pory i na dodatek będzie z roku na rok maleć: +5,8 mld zł w tym roku, +1 mld zł w 2015, +0,8 mld zł w 2016 r. i +0,6 mld zł w 2017 r. (ostatnie szacunki UniCredit przy założeniu, że w OFE pozostanie 5% ubezpieczonych).

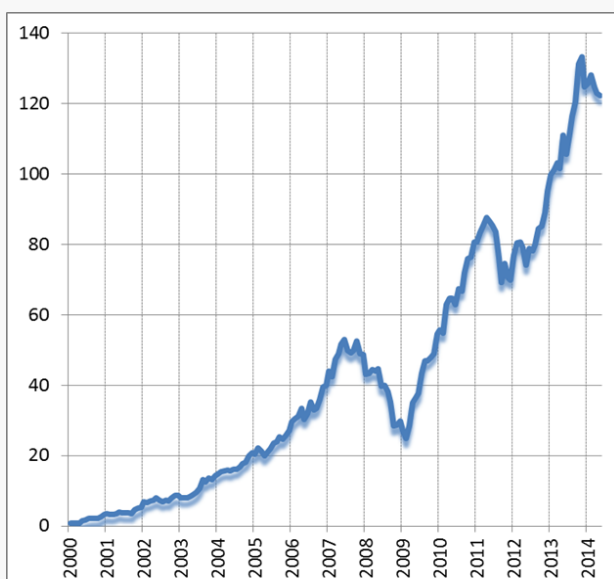
Innymi słowy, jeśli te prognozy się sprawdzą, to przynajmniej w najbliższych latach OFE nie będą zmuszone sprzedawać akcji, ale będą miały mniej pieniędzy na ich zakupy. Co ciekawe, jednak fundusze już w ostatnich miesiącach przestały kupować polskie akcje. Zaważyło na tym podniesienie limitu inwestycji na rynkach zagranicznych, gdzie fundusze przekierowały swe zakupy. Ten limit ma być jeszcze bardziej podwyższony, więc tu pojawia się kolejne pytanie: jaką politykę inwestycyjną będą prowadziły OFE?

**Reasumując, na skutek całego szeregu zmian OFE przestały już od lutego kupować polskie akcje i pojawia się ryzyko, że ten stan rzeczy utrzyma się przez jakiś czas. Na szczęście o koniunkturze na rynku kapitałowym decyduje również popyt ze strony innych grup inwestorów, zarówno krajowych (indywidualnych i instytucjonalnych, np. fundusze inwestycyjne), jak i zagranicznych.**

**Tomasz Hońdo**  
CFA, Starszy Analityk

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wykres nr 1: Wartość akcji w portfelach OFE (mld zł).



Źródło: KNF.



## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Wartość akcji w portfelach OFE (mld zł)



Czerwiec na rynkach akcji w USA i w Europie był nadal bardzo korzystny dla obozu byków. Szczególnie widać to było na przełomie czerwca i lipca. Wpierw fundusze dbały o dobre zakończenie pierwszego półrocza, a potem napełniały portfele akcjami posługując się, zawsze z początkiem miesiąca napływającymi, świeżymi pieniędzmi.

Już na początku miesiąca (5 czerwca) nie zawiódł posiadacz akcji ECB i Mario Draghi, jego szef. Rynki liczyły na jakąś formę zwalczania małej inflacji i nie zawiódły się. Bank obniżył stopę podstawową z 0,25 na 0,15 proc. (ruch symboliczny). Stopa kredytu ECB zmniejszona została z 0,75 na 0,40 proc. Stopa depozytowa po raz pierwszy w historii spadła poniżej zera – minus 0,1 proc.

To jednak nie wszystko. Podczas konferencji prasowej Mario Draghi zapowiedział koniec sterylizacji obligacji zakupionych w ramach procedury SMP (koniec zmniejszania dopływu pieniądza), przeprowadzenie kolejnego LTRO (ECB będzie pożyczał bankom bez ograniczeń prawie za darmo pieniądze) oraz oświadczył, że bank przygotowuje się do skupu aktywów (pospolicie nazwanych drukami waluty). Na początku lipca, po kolejnym posiedzeniu ECB, Draghi poin-

formował też, że dwie pierwsze transze LTRO zostaną udostępnione 18 września i 11 grudnia 2014 roku, a pomiędzy marcem 2015 i czerwcem 2016 będzie 6 transz LTRO.

Jak widać ECB postanowił zalać rynki nowymi pieniędzmi. Bankierzy najwyraźniej przerażeni są tym, że strefie euro grozi deflacja. **Z czasem zapłacimy za to wszystko dużą inflacją, ale na razie rynki się cieszą, co widać było szczególnie na rynku długów takich państw jak Hiszpania czy Włochy.** Rentowności obligacji dziesięcioletnich tych państw - uważanych niedawno za prawie bankrutów (a zadłużenie im zdecydowanie wzrosło) - spadły do poziomu rentowności obligacji amerykańskich. Tak jakby fundamentalne zagrożenia zniknęły...

**Na rynkach panuje znowu pełna beztrostwa i to należy uznać za zagrożenie. Pełna beztrostwa często kończy się kryzysami.**

**Na razie jednak nic takiego kryzysu nie zapowiada.** Komentarz pisał wtedy, kiedy w USA rozpoczął się sezon publikacji raportów kwartalnych przez spółki. Zazwyczaj taki sezon jest korzystny dla obozu byków. Tym razem wyniki spółek w drugim kwartale powinny szczególnie pozytywnie odbijać od tego, co widzieliśmy po pierwszym kwartale, kiedy to gospodarka USA była zmrózona srogą zimą. **Owszem, rynkowi należy się jakaś korekta, ale nie oczekuję przeceny.**

W Polsce nie było sezonu ogórkowego. Nagrania publikowane przez „Wprost” nie okazały się być szkodzące rynkom finansowym. Ani spadek indeksów, ani umocnienie złotego nie miało nic wspólnego z polityką, w tym z poddaniem się rządowi głosowaniu w Sejmie w sprawie

wotum zaufania. Wszyscy zresztą wiedzieli, że rząd to głosowanie wygra. Wystarczy spojrzeć na spadające rentowności polskich obligacji, żeby stwierdzić, że zagranica ma o Polsce bardzo dobre mniemanie. Rynek dał wyraźny sygnał – na tym etapie „afery nagraniowa” w najmniejszym stopniu nie wpłynie na gospodarkę i na rynek akcji. Oczywiście, o ile nie pojawią się nowe nagrania mocniej dewastujące obraz rządu.

Na GPW sytuacja była jednak bardzo niedobra. Indeksy od początku lipca spadały. Można wyciągnąć wniosek, że skoro koniec półrocza nie wyzwolił popytu (nie było „window dressing”), to znaczy, że zaczęło się to, czego można było oczekiwać – ostatni Mohikanie przestraszeni widmem marginalizacji OFE uciekali z rynku.

**Skoro tak się to układa, to nadal będę podtrzymywał tezę, zgodnie z którą popyt powinien zaatakować na przełomie lipca i sierpnia.** To jest najbardziej logiczny moment. Oczywiście mówimy o prawdopodobieństwie, a nie o pewności. Skoro jednak wszyscy bojący się ujemnego wpływu decyzji (a raczej braku decyzji) Polaków o pozostawaniu w OFE sprzedadzą akcje przed 31 lipca, to tylko naprawdę poważne zawirowania globalne mogą wyzwolić nową falę wyprzedazy.

**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](http://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](http://www.xelion.pl)