





## Szanowni Czytelnicy,

*Dywersyfikacja. Termin ten, popularny w języku inwestorów, stanowi również motyw przewodni bieżącego wydania Biuletynu Inwestycyjnego Xelion. Znajduje on zastosowanie, czy to mówimy o przeważaniu lub niedoważaniu danego typu instrumentów finansowych w portfelu inwestycyjnym, o metodach ograniczania ryzyka, czy też o aktywnym zarządzaniu alokacją środków. Dlatego z tym postanowiliśmy bliżej zaznajomić naszych Czytelników i poprosiliśmy ekspertów o odpowiedzi na odwieczne pytanie: jak zarabiać?*

*Ponadto, w numerze jak zwykle baczным okiem na wydarzenia rynkowe spogląda Piotr Kuczyński.*

*Zachęcamy do lektury!*

### W numerze:

-  w jaki sposób budować portfel inwestycyjny sugeruje Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,
-  kilku rad dla inwestorów o niskiej tolerancji na ryzyko udziela Piotr Szulec z Pioneer Pekao Investment Management S.A.,
-  o aktywnym zarządzaniu opowiada Stefan Scheurer z Allianz Global Investors,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: GPW w uśpieniu, Wall Street w natarciu.



## Platforma Xelion

na bieżąco sprawdzaj  
swoje inwestycje...

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

## Jakich aktywów się wystrzegać, a jakie przeważać w portfelu inwestycyjnym?

**Odpowiedź na tytułowe pytanie zależy w dużym stopniu od tego, w jakim punkcie cyklu koniunkturalnego jest aktualnie polska gospodarka.** Cykl to nieustannie powtarzające się wznoszenia i upadki, które zmierzyć można za pomocą takich wskaźników, jak roczna dynamika PKB lub roczna dynamika produkcji przemysłowej (Wykres nr 1).

Pytanie w jaki sposób taki cykl gospodarczy przekłada się na atrakcyjność poszczególnych klas aktywów, takich jak akcje, obligacje, lokaty bankowe? Histo-

ria podpowiada schemat przedstawiony na Wykresie nr 2.

Oczywiście, przedstawione schematy są daleko idącym uproszczeniem rzeczywistości, ale pokazują pewien kierunek rozumowania, który najwyraźniej dobrze sprawdza się w ostatnich latach (Wykres nr 3).

Częstkowe dane na temat koniunktury, sugerują, że polska gospodarka ustanowiła dołek cyklu w I kwartale br., po czym zaczęła z niego stopniowo wychodzić. Jeśli sprawdzi się założenie mówiące, że ożywienie powinno być kontynuowane w

kolejnych kwartałach, to zgodnie z zaprezentowanymi wcześniej schematami można dojść do kilku ważnych konkluzji.

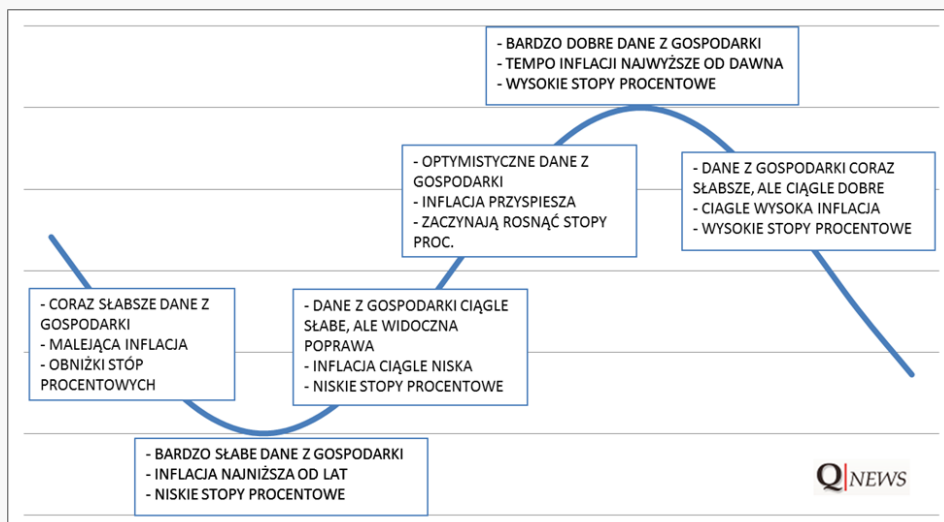
**Po pierwsze prawdopodobne jest, że obniżki stóp procentowych dobiegły końca.** W lipcu Rada Polityki Pieniężnej po raz ósmy od listopada ub.r. obniżyła stopę referencyjną – do poziomu 2,5%, najniższego od początku lat 90.

Koniec obniżek stóp oznacza, że nie do powtórzenia jest ubiegłoroczna hossa na rynku obligacji skarbowych, kiedy można było na nich zarobić nawet kilkanaście procent (ceny obligacji rosły wówczas, gdy spadały stopy procentowe). W tym roku ceny tych papierów już nie rosną, a w ostatnich miesiącach są nawet pod presją spadkową. Na dodatek spadek stóp procentowych oznacza, że w dół poszło też oprocentowanie nowo emitowanych obligacji. Efekt jest taki, że o ile w minionym roku indeks obligacji TBSP urosł o 13% (podobne były też stopy zwrotu z funduszy inwestujących w tę klasę aktywów), to w tym roku jak na razie zysk jest symboliczny.

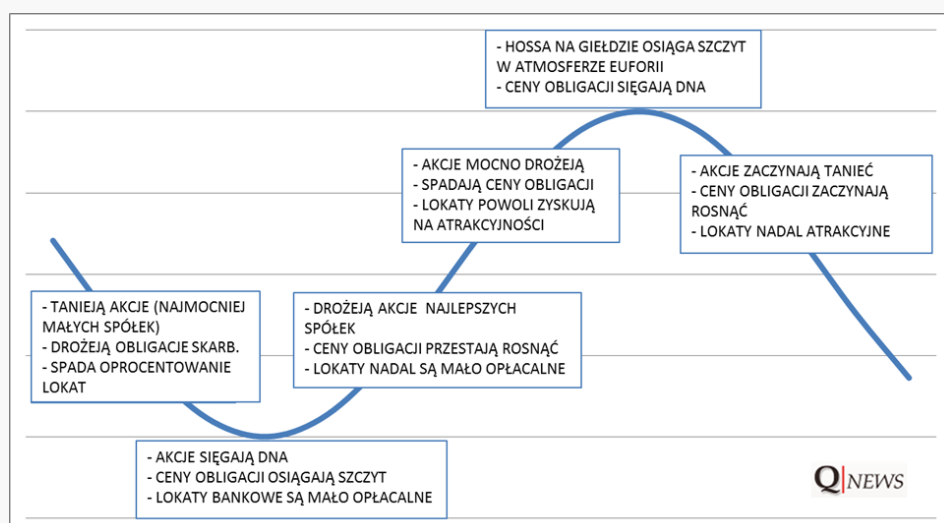
Umiejscowienie obecnej sytuacji na mapie cyklu koniunkturalnego sugeruje jednocześnie, że na szybką zmianę tego stanu rzeczy się nie zanoszą. Kiedy pod wpływem przyspieszającego wzrostu gospodarczego z czasem zacznie przyspieszać również inflacja, reakcją RPP będą prawdopodobnie podwyżki stóp procentowych, a te z kolei mogą wywołać spadek cen obligacji (szczególnie tych o długim terminie do wykupu).

**Wiele wskazuje też na to, że nie ma co liczyć na szybką poprawę atrakcyjności lokat bankowych.** Co prawda, obecnie na skutek spadku tempa inflacji do rekordowo niskiego poziomu (0,2% w skali roku) lokaty przynoszą wyraźnie dodatnie realne (po odjęciu inflacji) zyski, ale kiedy w przyszłości inflacja zacznie nieuchronnie rosnąć, ten wymiar atrakcyjności szybko może zniknąć.

Wykres nr 1: Modelowy cykl gospodarczy.

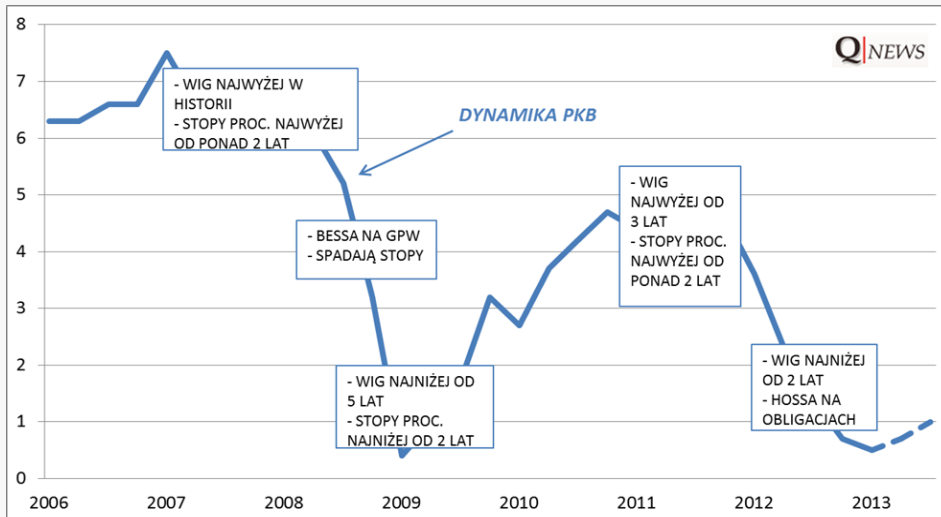


Wykres nr 2: Cykl gospodarczy a klasy aktywów.



Źródło: Opracowanie własne.

Wykres nr 3: Dynamika polskiego PKB w latach 2006-2013.



Źródło: Opracowanie własne.

Zaprezentowane wcześniej schematy zachęcają za to do cieplejszego spojrzenia na akcje. **Co prawda, akcje z natury są dużo bardziej ryzykowne niż np. obligacje, ale w obecnej fazie cyklu jest duża szansa, że podjęcie owego ryzyka zostanie nagrodzone równie ponadprzeciętnymi zyskami.** Przynajmniej, że akcje pierwszą część zwyżki mają już za sobą, ale modelowo powinny

nadejść kolejne jej etapy, zanim hossą na dobre dobiegnie końca. Warunkiem jest kontynuacja ożywienia gospodarczego.

**Historycznie sprawdzoną klasą aktywów w obecnej fazie cyklu były zwłaszcza akcje małych i średnich spółek, które zwykle najbardziej korzystają na poprawie koniunktury gospodarczej.** Jednostki funduszy inwe-

stujących w tę grupę spółek wydają się obecnie dobrym wyborem dla osób gotowych podjąć ponadprzeciętne ryzyko w oczekiwaniu na duże zyski w perspektywie kilkunastu miesięcy.

Dla osób o mniejszej gotowości do podjęcia ryzyka, które szukają alternatyw dla obligacji i lokat, polecicie można produkty, które z jednej strony pozwalają skorzystać z obiecującej sytuacji w gospodarce, a z drugiej ograniczają ryzyko, skupiając się na wyszukiwaniu najlepszych okazji inwestycyjnych.

**Reasumując, obligacjom już dziękujemy. Uwadze polecamy za to akcje. Oczywiście, wypada pamiętać, że każdy inwestor ma inną tolerancję ryzyka związanego z inwestowaniem w akcje.**

**Tomasz Hońdo**

Starszy Analityk

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

### Stabilne inwestowanie w niestabilnych czasach.

**Czyli jak zarabiać w czasach dużej zmienności nie decydując się na zwiększone ryzyko...**

Odpowiedź na takie pytanie nie jest łatwa i nie jest też jednoznaczna. **Głównym motywem przewodnim inwestora, jeżeli chodzi o strategię inwestowania w czasach dużej zmienności, powinno być na pierwszym miejscu zachowanie zgromadzonego kapitału.** Dopiero na drugim miejscu postawiłbym osiągnięcie zysku. Warto też pamiętać o jednej podstawowej kwestii – niestabilność rynków, czyli większa niż normalnie zmienność zachowania się funduszy akcji czy obligacji, stanowi z jednej strony ryzyko ewentualnej utraty kapitału, ale patrząc z innej perspektywy – niesie też za sobą możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Wiele więc zależy od profilu ryzyka inwestora i od

tego, czy jest on skłonny w czasach dużej zmienności podjąć stosowne ryzyko i spróbować osiągnąć relatywnie wysoką stopę zwrotu, czy też woli jednak zadbać o bezpieczeństwo i nienaruszalność swojego kapitału.

Bardzo wiele zależy też od horyzontu inwestycyjnego inwestora. **Pomimo zwiększonej zmienności, której obrazem są dynamiczne wzrosty i spadki cen np. akcji poszczególnych spółek giełdowych czy też całych indeksów w krótkim terminie, warto pamiętać, że w dłuższej perspektywie kursy takich akcji czy indeksów rosną.** Jeżeli spojrzemy na to właśnie z perspektywy odpowiednio długiego horyzontu inwestycyjnego, ewentualne spadki czy wzro-

sty będące efektem krótkoterminowej niestabilności na rynkach, nie wyglądają już tak strasznie jak w ujęciu krótkoterminowym i często po czasie okazują się dobrym momentem do zwiększenia swojej ekspozycji czy to na rynku akcji czy obligacji.

**Bardzo dobrą metodą na czasy zwiększonej zmienności jest jedna z najbardziej podstawowych metod inwestowania tzn. uśrednianie ceny zakupu.** Taka strategia sprowadza się - krótko mówiąc do tego - że inwestor wpłaca konkretną, często stałą kwotę pieniędzy w regularnych odstępach czasu, np. miesięcznych, niezależnie od tego czy w krótkim terminie rynek akcji lub rynek obligacji rośnie czy spada. Dzięki syste-

matyczności w dokonywaniu wpłat inwestor uzyskuje możliwość przynajmniej „biernego” reagowania na np. niekorzystną sytuację panującą na rynku akcji czy obligacji. Tak samo, poprzez uśrednienie w ten sposób ceny zakupu jednostek uczestnictwa, inwestor unika sytuacji polegającej na zakupie jednostek uczestnictwa w szczycie panującego trendu wzrostowego, daje sobie jednocześnie szansę na szybsze zredukowanie ewentualnych strat i osiągnięcie lepszych stóp zwrotu w przyszłości. Pozwala to, szczególnie początkującemu inwestorowi, uniknąć stresu związanego np. z nieodpowiednim momentem wejścia na rynek i chroni również jego kapitał przed znacznymi wahaniami w czasie. Widać to wyraźnie przy analizie trendów panujących na rynkach akcji i obligacji, gdzie inwestując w krótkich okresach inwestorzy mogli ponieść straty, nawet na obligacjach, ale systematyczność dokonywania inwestycji pozwoliła im jednocześnie na dodatkowe zakupy jednostek, czy tytułów uczestnictwa, w „dołkach” cenowych. Dzięki temu uczestnik był w stanie „wygładzić” swoją krzywą ilustrującą osiągniętą stopę zwrotu w dłuższym okresie i szybciej rekompensował sobie potencjalne straty, które miał na począt-

ku inwestycji. **Systematyczne inwestowanie środków w dłuższej perspektywie czasu jest też bardzo dobrym sposobem na akumulację kapitału. Jest to szczególnie istotne w przypadku inwestorów dopiero budujących swój kapitał inwestycyjny.**

Drugą ważną metodą ograniczania negatywnych efektów podwyższonej zmienności rynku jest odpowiednio wysoka dywersyfikacja własnego portfela inwestycyjnego, zarówno regionalna jak i w ujęciu konkretnych klas aktywów (akcje, obligacje itp.) równoważąca ryzyko wspomnianej zmienności, jak i w miarę szybkie reagowanie na zmiany w zachowaniu się poszczególnych rynków i funduszy. Warto sobie uświadomić, że w swoim wyborze inwestor nie powinien ograniczać się wyłącznie do jednego rodzaju funduszu. **Znacznie lepszym sposobem jest zbudowanie własnej strategii inwestycyjnej w oparciu o wybór przynajmniej dwóch rodzajów funduszy np. akcji i obligacji, czy też funduszy pieniężnych, co pozwala w prosty sposób wykorzystać różnice pomiędzy trendami panującymi na tych odmiennych klasach aktywów.** Dzięki takiej strategii w przynajmniej średnim horyzoncie, inwestor ma możli-

wość reagowania na zmianę cykli panujących na tych rynkach i zabezpieczenie osiągniętych już zysków. Taki podział umożliwi dodatkowo w miarę, w prosty sposób na zamianę jednego funduszu akcyjnego na inne fundusze akcyjne, bez utraty dobrze prosperującej części opartej na rynku długu, czy rynku pieniężnym, w przypadku np. zmiany zarządzającego czy też znacznego pogorszenia się wyników osiąganych przez dany fundusz. Inwestycje w fundusze pieniężne, czy fundusze obligacji, jako część portfela w czasach wyższej zmienności, to również możliwość osiągnięcia w miarę pewnego, ale niewielkiego zysku, który przynajmniej częściowo może rekompensować nam ewentualne straty poniesione na rynku akcji. Z kolei inwestowanie w fundusze akcji to możliwość osiągnięcia nieporównywalnie większych zysków niż na rynku długu.

#### Piotr Szulec

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej  
Pioneer Pekao Investment Management S.A.

Niniejszy materiał został sporządzony w celu informacyjnym oraz reklamowym. Nie należy go traktować jako oferty funduszy inwestycyjnych lub towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pioneer Pekao Investment Management S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają jedynie opinię autorów. Przed podjęciem decyzji dot. inwestycji w fundusze inwestycyjne zalecane jest zapoznanie się z prospektami informacyjnymi funduszy oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą inwestorzy.

### Aktywne zarządzanie.

#### Ludzie działają racjonalnie... czasami, więc jak rynki finansowe mogą być efektywne?

Debata na temat zalet i wad aktywnego i pasywnego zarządzania jest od lat jedną z najbardziej żywych w branży inwestycyjnej. Jakie rozwiązanie jest najlepsze dla inwestycji - zarządzanie "aktywne" czy "pasywne"? Ponieważ świat/ryniki kapitałowe stają się ze sobą coraz bardziej powiązane - ryzyko pojawia się częściej. Poniższe aspekty mają wykazać dlaczego, w szybko zmieniającym

się świecie, aktywne zarządzanie funduszami powinno być istotnym elementem codziennego inwestowania.

#### Zarządzanie pasywne odzwierciedla świat, który należy już do przeszłości

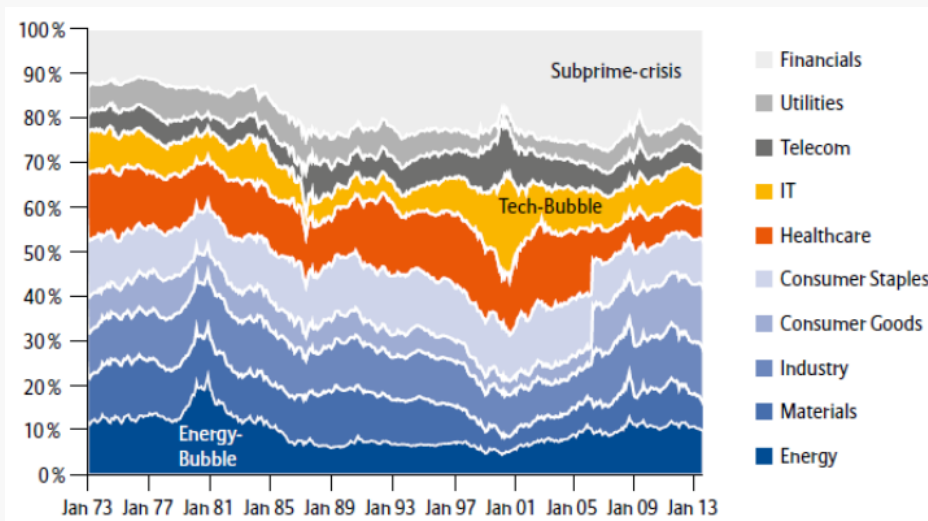
Podchodząc do inwestowania pasywnie patrzmy wstecz, tzn. śledzimy świat z wczoraj. Oznacza to, że wraz ze wzrostem cen wzrasta waga sektora w portfe-

lu. Zarządzanie pasywne to zarządzanie procyklicznie. Ilustruje to niżej opisany przykład.

Udział sektora finansowego w globalnym rynku akcji (Datastream Index) systematycznie wzrastał od roku 2000 do początku 2007, z ok. 1% do 26%. Po rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego udział sektora spadł z 26% w lutym 2007 do zaledwie 16% w marcu 2009 roku.



Wykres nr 1:



Źródło: Datastream (Sector Indices), Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, as of May 2013.

Jeżeli, w tym przypadku, inwestor wykazywał pasywne podejście do zarządzania - posiadał w portfelu największy udział sektora finansowego w momencie wybuchu kryzysu. To może być dużą niedogodnością, zwłaszcza w okresie bessy. Inwestor działał w podobny, procykliczny sposób z akcjami spółek działających w sektorze energetycznym w czasie kryzysu naftowego na początku 1980 lub akcjami spółek technologicznych podczas "bańki internetowej" na początku nowego tysiąclecia. (Wykres nr 1).

Kwestia aktywnego lub pasywnego zarządzania ostatecznie skupia się wokół następującego pytania: czy rynki są efektywne? O braku efektywności rynków świadczą opisane w dalszej części artykułu czynniki.

### Informacja

Niektórzy uczestnicy rynku posiadają pewną przewagę w zakresie informacji. Taki wniosek pojawia się, ponieważ dane są przez jednych inwestorów analizowane szybciej i lepiej niż przez innych. W rezultacie mogą oni działać szybciej, zanim pozostali inwestorzy staną się aktywni. Przykładem może być wskaźnik zysków amerykańskiego rynku akcji (Standard & Poors S &P500) od 1871 roku. Większość firm z S&P500 do-

świadczyło dramatycznego załamania zysków w 2008, ale nie każda firma została tym dotknięta. Choć instytucje finansowe odnotowały spadek zysków prawie o 90% w 2008 roku, firmy energetyczne zwiększyły swoje zyski o prawie 20%, a spółki technologii informacyjnych (IT) o 12% (mierzone przez S & P 500 r/r). Tak więc nawet w okresie spowolnienia gospodarczego lub recesji spółki zachowują się różnie. Aktywne zarządzanie zapewnia możliwość zidentyfikowania przedsiębiorstw, które mogą utrzymać wysoki poziom dochodów lub wyjść silniejsze z recesji. Dalekowzroczna analiza fundamentalna pozostaje kluczem do identyfikacji zwycięzcy w kryzysie.

### Zarządzanie aktywne a pasywne

Aktywne zarządzanie opiera się na poszukiwaniu nieefektywności na rynkach kapitałowych przede wszystkim w celu osiągnięcia wyników lepszych niż odpowiedni benchmark:

- dokonując wyboru akcji na bazie analizy fundamentalnej zarządzający funduszami aktywnie wyszukują „jutrzejszych zwycięzców”, których potencjał wzrostu nie jest jeszcze odpowiednio odzwierciedlony w wycenach;

- zazwyczaj posiadają elastyczność niezbędną do poruszania się pomiędzy atrakcyjnymi klasami aktywów, regionami, sektorami, spółkami.

Wreszcie, sprawne zarządzanie ryzykiem staje się również coraz bardziej istotne w aktywnym zarządzaniu, ponieważ w najbliższej przyszłości świat może doświadczyć większej liczby poważnych zagrożeń, z uwagi na ciągłe zacieśnianie się globalnych powiązań.

Podstawową ideą pasywnego zarządzania jest założenie "efektywnych rynków". Na efektywnych rynkach nie jest możliwe uzyskanie ponadprzeciętnych zysków w sposób ciągły, ponieważ, w teorii, wszystkie informacje są powszechnie dostępne i są odzwierciedlone w cenach. W rezultacie, celem większości pasywnie zarządzanych funduszy jest wyłącznie naśladowanie wyników indeksu.

### Finanse behawioralne – pożegnanie homo oeconomicus

Aktorzy rynku ekonomicznego, w szczególności inwestorzy, działają racjonalnie – to dominujący paradygmat homo oeconomicus. Jedno jest pewne, racjonalność jest podstawą ludzkiego działania, ale nie jedynym jego elementem. Poza innymi aspektami, kryzys na rynku finansowym uwidacznia szeroką gamę wzorców zachowań inwestorów, tak zwane anomalie, które naruszają podstawowe założenia zachowań racjonalnych. Mentalność stada jest jednym z przykładów. Jeśli inwestorzy nie działają na zasadzie czysto racjonalnej, w jaki sposób rynki mogą być efektywne?

### Definicja efektywności rynków kapitałowych

Zdolność rynków finansowych do szybkiego przetwarzania informacji od dawna jest przedmiotem dyskusji. Zgodnie z literaturą efektywność informacji dzieli się na trzy kategorie:

1. słaba efektywność zakłada, że wszystkie informacje historyczne (takie jak informacje o wolumenach

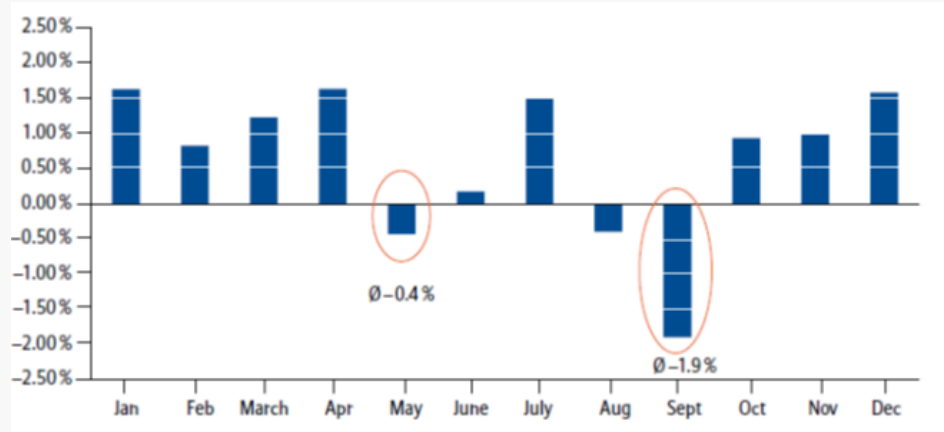
transakcji czy płynności) zostały już odzwierciedlone w wycenie papierów wartościowych. Oznacza to, że przyszłych zmian cen nie można w żaden sposób przewidzieć na podstawie przeszłych cen i innych wskaźników, a założenia analizy technicznej należy uznać za bezwartościowe;

- w średniej efektywności zakłada się, że nie tylko dane historyczne, lecz również wszystkie publicznie dostępne informacje (dane makroekonomiczne, raporty biznesowych, itp.) są zawarte w cenach bieżących. Zgodnie z założeniami tej hipotezy, zastosowanie zarówno analizy technicznej jak i analizy fundamentalnej do podejmowania decyzji inwestycyjnych nie mogłoby przynieść ponadprzeciętnych zysków;
- najmocniejsza forma hipotezy efektywności, silna, oparta jest na założeniu, że również informacje niepubliczne są odzwierciedlone w wycenie. W takim przypadku analiza techniczna, ani fundamentalna, ani nawet insider trading nie mógłby przynieść inwestorom ponadprzeciętnych zysków.

**Rotacja sektorowa**

Innym istotnym aspektem jest rotacja sektorowa. Poza wpływem rzeczywistych wyników ekonomicznych, konieczne jest również spojrzenie na poziomie poszczególnych branż, aby zobaczyć, jak każda z nich, zachowuje się w stosunku do całego rynku. Podczas faz wzrostu gospodarczego, sektory cykliczne (dóbr konsumpcyjnych, przemysłu, podstawowe surowce, IT) co do zasady należy przeważać, ponieważ mogą one być zwycięzcami w okresie poprawy koniunktury. Z drugiej strony, sektory niecykliczne (usługi komunalne, opieka zdrowotna) mogą być dobrym uzupełnieniem portfela podczas fazy spowolnienia gospodarczego lub recesji. To pokazuje podejście do aktywnego zarządzania: generowanie ponadprzeciętnych zysków przez przeważenie lub niedoważenie w

Wykres nr 2: Średni miesięczny zwrot na indeksie DAX od 1965 r.



Źródło: Datastream (Sector Indices), Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, as of May 2013.

poszczególne sektory w trakcie cyklu koniunkturalnego.

**Giełdowe zasady jako oznaka nieefektywnych rynków**

Stara zasada "sell in May and go away" opiera się na stwierdzeniu, że indeksy akcji dotychczas zwykle zachowują się gorzej w miesiącach letnich w porównaniu z zimowymi. Rzeczywiście, DAX wypracowuje w maju ujemną stopę zwrotu średnio od 1965 roku. Jednakże, wydaje się, że sierpień i wrzesień również są słabymi miesiącami na rynkach akcji – średnia stopa zwrotu września od 1965 r. to prawie - 2% (Wykres nr 2 8). W tym przypadku również istnieją wyjątki od

reguły i te mogą być wykorzystywane przez aktywne zarządzanie.

**Połączenie aktywnego zarządzania z dywersyfikacją**

W celu maksymalnego zwiększenia premii za ryzyko, inwestorzy powinni zdwersyfikować (rozdzielać) swoje środki pomiędzy różne klasy aktywów – zgodnie z powszechnie znaną zasadą. Najlepszym przykładem jest 2008 r., kiedy kryzys na rynkach finansowych był w fazie szczytowej. W tym roku ceny obligacji rządowych krajów uprzemysłowionych wzrosły o średnio 18%, złota o 8%, podczas gdy akcje spadły o 40% - był to

Wykres nr 3: Dywersyfikacja może zmniejszyć ryzyko (w %).

Platz	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	61.45	10.34	12.27	37.10	16.88	55.04	22.36	26.07	17.79	73.44	38.33	14.78	30.07
2	22.16	6.93	5.92	30.02	9.12	44.88	18.60	22.60	8.45	24.19	27.48	12.09	16.81
3	10.04	6.87	1.29	7.42	8.26	34.81	10.74	19.76	1.62	23.18	23.47	10.80	16.71
4	9.28	4.60	0.14	4.54	3.69	27.59	3.16	18.96	-3.55	23.16	19.82	7.96	14.34
5	1.80	2.94	-2.52	1.13	2.74	27.36	1.07	1.85	-6.31	22.61	16.91	5.40	9.36
6	0.15	1.93	-4.02	0.43	2.18	21.83	-1.71	-0.06	-33.88	15.46	15.76	3.45	3.95
7	-6.62	-7.25	-20.24	-1.90	1.49	11.74	-4.15	-3.20	42.67	9.52	13.82	1.87	3.06
8	-9.53	-17.75	-34.42	-4.74	-0.97	7.71	-5.23	-4.15	-44.78	0.97	13.37	-14.69	-0.26
9	-25.92	-28.93	-43.06	-4.79	-2.56	0.40	-24.69	-4.37	-50.76	-1.27	1.49	-15.44	-1.68
Ø	6.98	-2.26	-9.48	7.73	4.54	25.71	2.24	8.60	-17.12	21.25	18.94	2.91	10.26

Not a forecast of the performance of an investment in the Fund; Source: Datastream, Allianz Global Investors Capital Market Analysis, Benchmarks used: Germany: MSCI Germany TR, USA: MSCI USA TR, Emerging Markets Equities: MSCI EM TR, Bonds of Industrialised Countries: JP Morgan Global Govt. Bond Index TR, Emerging Market Bonds: JP Morgan EMBI Global Composite TR, Corporate Bonds: BofA ML Broad Corp. Index TR, Real Estate: Real Estate Price Index Germany Bulwien, Commodities (ex Precious Metals): S&P GSCI Non Precious Metals TR, Gold: EUR/Troy Ounce, Hedge Funds: Credit Swiss/Tremont Hedge Fund Index NAV, Hedge Fund – Market Neutral: CS/Tremont Market Neutral Hedge Index NAV; all indices adjusted for currency differences in EUR (TR = Total Return Index, NAV = Net Asset Value).

ich najłagodniejszy rok od światowego kryzysu gospodarczego z 1931 (Wykres nr 3).

Ożywienie na rynku w 2009 roku sprzyjało również niektórym kategoriom aktywów, zwłaszcza akcjom krajów emerging markets, których ceny wzrosły 73%, wyprzedzając inne rynki i klasy aktywów. Jednakże dywersyfikacja nie musi być pasywna. Aktywne zarządzanie może elastycznie łączyć dywersyfikację ze

strategicznymi i taktycznymi realokacjami. Dywersyfikacja jest więc pierwszą i najprostszą formą zarządzania ryzykiem.

**Mimo że nasz świat nie obraca się szybciej, to zmienia się radykalnie. Ponieważ wyrażenie "changing world" stało się nieodłączne w stosunku do ryzyka (rynków kapitałowych), aktywne zarządzanie powinno**

**zaferować inwestorom wartość dodaną w długim okresie.**

Tekst na podstawie materiału Allianz Global Investors „Active Management” (autor: Stefan Scheurer)

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: GPW w uśpieniu, Wall Street w natarciu



Rozpoczęta 22 maja korekta na rykach rozwiniętych w lipcu się skończyła, indeks S&P 500 ustanawiał rekordy wszechczasów. Wszystko odbywa się na tym rynku zgodnie z oczekiwaniami. Po korekcie i niepokoju o szybkim zakończeniu programu skupu aktywów (QE3) przyszedł sezon raportów kwartalnych spółek, a to od bardzo wielu kwartałów pomagało bykom.

**Widać zresztą też było, że gracze przyzwyczaili się do myśli, że być może już we wrześniu, a najpóźniej w grudniu dojdzie do zredukowania QE.** Podczas swojego półrocznego zeznania na temat polityki monetarnej w Senacie i Izbie Reprezentantów USA Ben Bernanke, szef Fed, potwierdził to, co gracze już w zasadzie wiedzieli. Ograniczenie skupu aktywów rozpocznie się później w tym roku, a plan ograniczenia nie jest przygotowany. Zakończenie skupu będzie miało miejsce około połowy 2014

roku, ale to może się zmienić, jeśli zmienią się dane makro.

**Jeśli chodzi o rynki rozwijające się, to być może siłą tradycji (nie zawsze tak jest) gorszy będzie dla byków wrzesień, ale nie bardzo widać, co mogłoby zaszkodzić bykom w sierpniu.** Nie widać nawet kawałka dzioba czarnego łabędzia. Pozostaje zakładać, że indeksy nadal będą rosły.

W lipcu interesujące było zachowanie rynku surowcowego. Klasą dla siebie była ropa i (w końcówce miesiąca) złoto. Najwyraźniej nastawienie do złota zaczęło się zmieniać na bycze. Jeśli widzi się drożącą ropę z sygnałami kupna (nie można nawet wykluczyć ruchu ku rekordowi), to zachowanie złota nie dziwi – rosną oczekiwania inflacyjne.

Nasz rynek akcji usiłował w lipcu wypracować wreszcie odbicie. Jednak obrót był znikomy, a rynek bardzo nudny. Tak jak już pisałem, trwały powrót do wzrostów wymagałby albo pojawienia się nowych, bardziej obiektywnych opinii agencji ratingowych albo zmiany propozycji rządowych odnośnie do OFE. Jeśli chodzi o agencje, to Moody's zrewidowała swoje oczekiwania w stosunku do długu Polski (po zapowiedzi nowelizacji budżetu), ale powiedziała, że nie grozi to ratingowi.

**Radzę nie przejmować się czarną propagandą na temat nowelizacji budżetu.**

**tu.** Nie ma to dla rynków najmniejszego znaczenia. Po informacji o skali nowelizacji przez kilka dni złoty nadal się umacniał (już nie grozi mu przecena), a rentowność obligacji spadała. Rynek dał wyraźny sygnał, a to, że politycy robią z tego aferę, nie ma najmniejszego znaczenia. Końcówka miesiąca była jednak gorsza, co rodzi podejrzenia, że krzyki polityków ogłaszających „katastrofę” do niektórych inwestorów dotarły.

Jeśli chodzi o reformę OFE, to w ostatniej dekadzie lipca „Dziennik Gazeta Prawna” poinformował, że rząd postanowił, iż w ciągu 10 dni powstanie kolejny materiał zmieniający warianty przedstawione przez raport rządowy na temat OFE. Niestety, moje (poważne) źródła te informacje zdementowały. Wariant zostanie wybrany pod koniec sierpnia.

Skoro tak, to pozostaje reagowanie na kolejne pogłoski, plotki (radzę bardzo uważać), albo trzeba do połowy sierpnia pozostać poza rynkiem. Zakładam, że odważniejsi inwestorzy rozpoczną kupowanie akcji przed wyborem wariantu przez rząd – zapewne w ostatniej dekadzie sierpnia.

**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)