

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 12(46) 17 grudnia 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,**

*Na łamach bieżącego, jakby nie patrzeć, świąteczno-noworocznego wydania Biuletynu Inwestycyjnego Xelion z satysfakcją witamy nowego Partnera DI Xelion sp. z o.o., Altus TFI S.A., którego eksperci od tej pory będą dzielić się swoimi poglądami z Czytelnikami Biuletynu. A teraz, przy początku współpracy, prezentują nam jeden ze swoich flagowych funduszy. Ponadto, jak w każdym numerze, tak i w tym poruszamy tematy najistotniejsze dotyczące perspektyw inwestycyjnych dla różnych sektorów gospodarki i dla różnych klas aktywów...*

*A Piotr Kuczyński, tym razem spogląda w przyszłość nieco dalej i przedstawia swoje spojrzenie na nadchodzący czas na rynkach finansowych.*

**Zachęcamy do lektury!**

## W numerze:



czym jest fundusz typu global makro wyjaśnia Krzysztof Madej z Altus TFI S.A.,



na spółki dywidendowe patrzy TFI Allianz Polska S.A.,



perspektyw inwestycyjnych w 2015 r. poszukuje Dariusz Nawrot z MetLife TFI S.A.,



o przyszłości GPW opowiada Tomasz Smolarek z Noble Funds TFI S.A.,



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Rekord za rekordem (w USA).

**Niech radość i pokój Świąt Bożego Narodzenia  
przepełnią cały nadchodzący Rok.**

**Niech nowe dni przyniosą nadzieję oraz spełnienie marzeń i ambicji,  
a dokonywane wybory staną się przyczyną wielu sukcesów.**

**Wyłącznie wyjątkowych chwil i niekończącej się satysfakcji w Nowym Roku.**

**Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.**



*Szanowni Państwo,*

*Cieszę się, że Zarząd Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. zdecydował się zaufać zespołowi zarządzających funduszami Altus TFI S.A. Współpraca z tak renomowanym Partnerem to dla nas wielkie zobowiązanie. Naszym celem jest pomnażanie majątku Inwestorów, którym chcemy pomóc w uzyskaniu atrakcyjnych stóp zwrotu. Na początek zaproponowaliśmy klientom DI Xelion jednostki uczestnictwa dziewięciu subfunduszy Altus FIO Parasolowego, o różnych strategiach inwestycyjnych. W grudniu po raz pierwszy mają oni okazję złożyć zapisy w emisjach certyfikatów inwestycyjnych naszych funduszy zamkniętych, które wprowadziliśmy do oferty w tym roku, uniezależniając naszych Inwestorów od kapryśnej koniunktury na warszawskiej giełdzie i niskich stóp procentowych.*

*Zamierzamy konsekwentnie kontynuować realizację wybranych strategii i poszukiwać nowych okazji inwestycyjnych, gdyż naszym zdaniem rok 2015 nie będzie mniej wymagający niż obecny. Wojna domowa na wschodniej Ukrainie, która - poprzez obecność w tamtym regionie rosyjskich wojsk - może przekształcić się w konflikt regionalny na skalę totalną, odciska negatywne piętno na notowaniach na warszawskiej giełdzie. Wzajemne sankcje nałożone na siebie przez UE i Rosję odsuwają w czasie oczekiwane ożywienie w Unii Europejskiej. Powoduje to, iż nadal będziemy mieli do czynienia z dużą zmiennością na rynkach finansowych. W konsekwencji atrakcyjne stopy zwrotu będzie można naszym zdaniem osiągnąć wyłącznie poprzez właściwą selekcję instrumentów do portfela albo inwestując w inne klasy aktywów, na co stwarzają szanse nasze fundusze.*

Z poważaniem,

**Piotr Osiecki**

Prezes Zarządu Altus TFI S.A.



**Altus**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Strategia global makro w praktyce

Planując działania na 2014 r. zakładaliśmy, że sytuacja na rynku kapitałowym będzie trudna. Demontaż funduszy emerytalnych, zapowiadane ograniczenia skupu aktywów przez Fed - bank centralny USA, były złym prognozą dla rynku akcji. W trakcie rozmów z inwestorami i dystrybutorami upewniliśmy się, że w tych trudnych i niespokojnych czasach idealną dla nich lokatą byłby fundusz oferujący wyższą stopę zwrotu niż dostępne instrumenty dłużne i zapewniający przy tym dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Dlatego postanowiliśmy stworzyć unikatowy produkt, w którym moglibyśmy wykorzystywać wyjątkowe kompetencje Altus TFI w zakresie funduszy typu total return, włączając do tego projektu zespół zarządzających o kom-

plementarnych umiejętnościach i specjalizacjach. Są to zarówno specjaliści od rynku długu, forex, surowców, jak i zarządzający na co dzień portfelami akcji, w tym notowanymi na zagranicznych giełdach, o długim stażu na rynku kapitałowym jak: Witold Chuśc, Remigiusz Zalewski i Karol Chrystowski.

Mając to wszystko na uwadze, stworzyliśmy fundusz typu global makro, który inwestuje wykorzystując strategię absolutne return w różne klasy aktywów na całym świecie. **Jako zarządzający postawiliśmy sobie cel: dążymy do osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu w skali roku, niezależnie od bieżącej koniunktury na rynkach finansowych.** Zakładamy wypracowanie co najmniej 7-proc. stopy zwrotu w skali roku, przy szczegó-

nym nacisku na ochronę kapitału. Duży nacisk kładziemy na bardzo dużą płynność lokat, co powoduje, że zmiana strategii jest bardzo łatwa i nie powoduje negatywnych konsekwencji dla inwestorów. Decyzje o alokacji podejmujemy z uwzględnieniem bieżącej i przewidywanej sytuacji ekonomicznej na danym rynku finansowym. Przeprowadzamy przy tym dogłębną analizę top-down trendów ekonomicznych, polityki monetarnej, fiskalnej, przepływów kapitałowych, bilansu handlowego, sytuacji geopolitycznej. Wykorzystujemy, poza klasyczną analizą techniczną modele cykli i modele wyczerpania trendu (indykatory DeMark). Decyzje kontrolowane są przez ścisłe i aktywne zarządzanie ryzykiem – zarządzający mają wyznaczone mandaty

inwestycyjne, stosują limity stop-loss i drawdown i limity koncentracji. Na bieżąco badana jest wzajemna korelacja, przeprowadzana analiza scenariuszy, czy testy warunków skrajnych.

Zgodnie z założeniami polityki inwestycyjnej większość portfela naszego funduszu stanowią dłużne papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez rządy państw lub banki centralne albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Polska lub co najmniej jedno z państw należących do OECD oraz instrumenty rynku pieniężnego. W modelowym portfelu stanowią one 70% (plus/minus 10 pkt. proc.). Inwestujemy również w akcje, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, prawa poboru akcji oraz udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością (stanowią 20% aktywów +/- 10 pp). 10% (+/- 5 pp) stanowią inwestycje na rynku surowców i forex, przy czym wykorzystywanie instrumen-

tów pochodnych, w tym niewystandaryzowanych (kontrakty terminowe notowane na rynkach regulowanych, typu forward, transakcje wymiany płatności, opcje) służy zabezpieczeniu wartości portfela.

**Przyjęta przez nas strategia sprawdza się w warunkach ciągle dużej niepewności na rynkach finansowych.** Jak na razie wypracowane wyniki są satysfakcjonujące – stopa zwrotu, zgodnie z założeniami, znacznie przewyższa oferowaną przez dostępne na rynku instrumenty dłużne. Fundusz od początku działalności, czyli od 10 lutego br., do końca listopada br. wypracował 6,45% zysku, co inwestorzy doceniają, o czym świadczą sukcesy kolejnych emisji certyfikatów. Dzięki napływom środków nowych środków i wypracowanym stopom zwrotu aktywa funduszu wynoszą już 111 mln zł. Według analityków spółki Analizy Online nasz fundusz jest szóstym pod względem aktywów spośród

produktów, które wprowadzono na polski rynek w 2014 roku. Inwestujemy wyłącznie w instrumenty o najwyższej płynności, dlatego produkt nie jest wrażliwy na wielkość aktywów i liczymy, że jego aktywa, a jest on funduszem skierowanym do szerokiego grona inwestorów, będą nadal systematycznie rosły i w 2015 roku stanie się on jednym z największych niededykowanych funduszy zamkniętych zarządzanych przez Altus TFI.

**Krzysztof Madej**

Dyrektor Departamentu Zarządzania Długiem, Zarządzający Altus ASZ FIZ Global

Altus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

**Przelotny romans czy długotrwała relacja? Spółki dywidendowe: bezpieczna przystań dla inwestorów?**

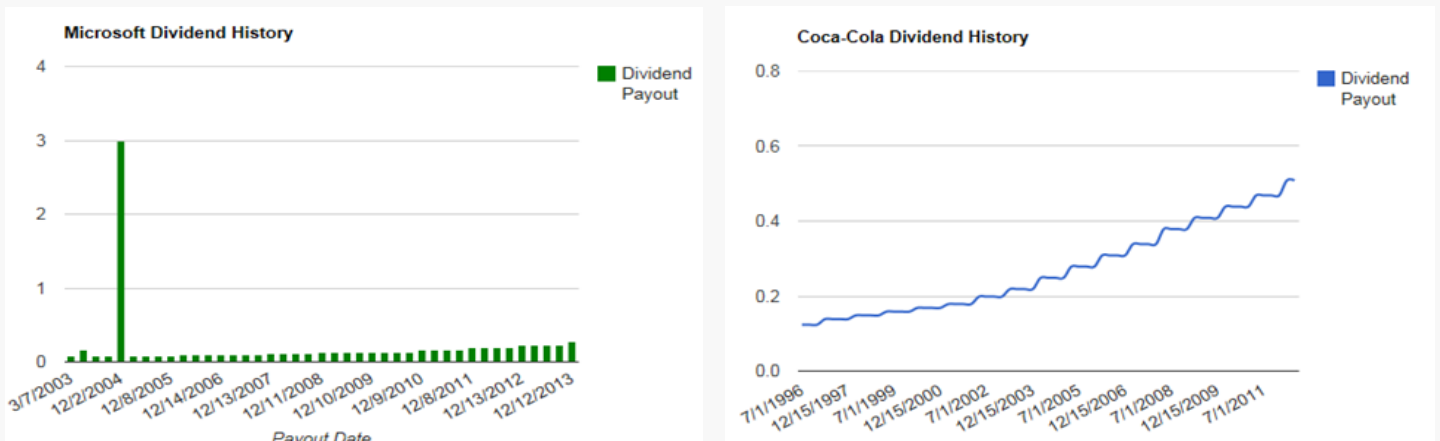
**Dywidenda i jej zalety**

Wszyscy znamy definicję dywidendy. Wg Wikipedii „dywidenda jest wypłatą dokonaną przez spółkę na rzecz akcjonariuszy, zwykle jako podział zysku. Gdy

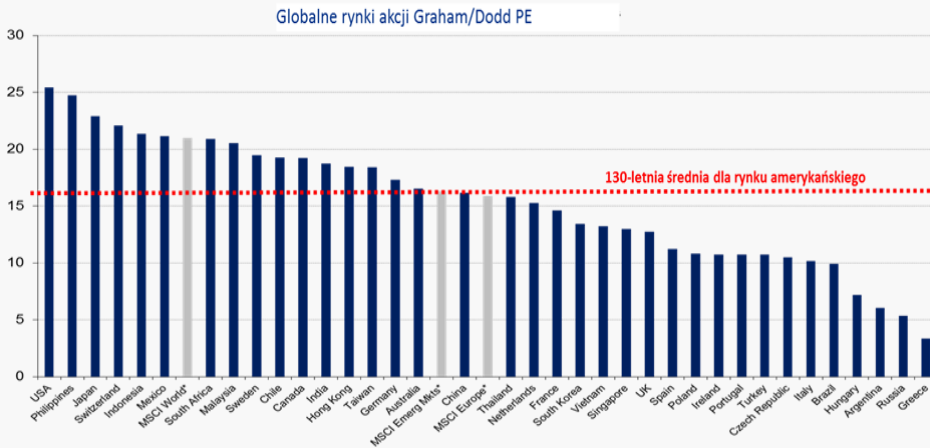
spółka wypracowuje zysk lub nadwyżki, może albo ponownie je reinwestować w dalszy rozwój (tzw. zysk zatrzymany) lub dystrybuować go akcjonariuszom w formie dywidendy”.

**Wiele elementów sprawia, że spółki wypłacające regularne dywidendy są bardziej cenione przez inwestorów.** W ostatnich latach, cechujących się dość dynamicznymi zmianami na rynkach finansowych oraz trudnością w przewidy-

Wykres nr 1. Historia wypłaty dywidendy spółek Coca-Cola i Microsoft.

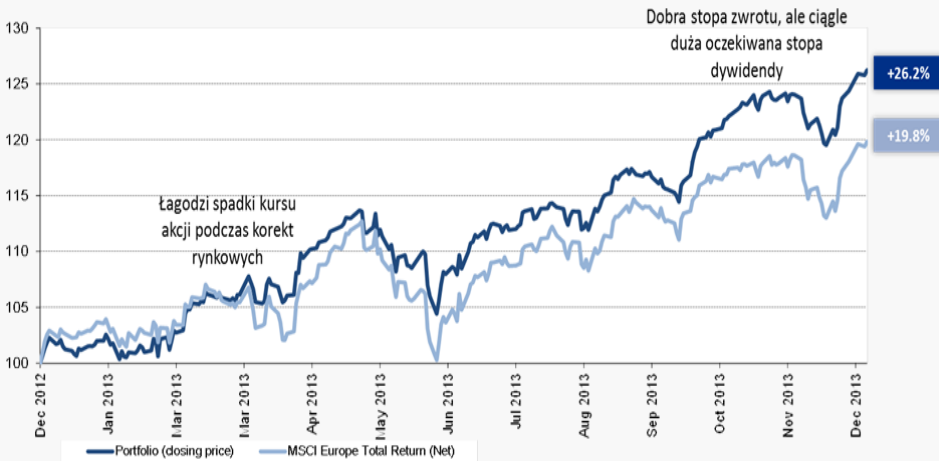


Wykres nr 2. Europa nadal atrakcyjna.



Źródło: Allianz GI, Datastream.

Wykres nr 3. Stopa zwrotu Allianz European Dividend za rok kalendarzowy 2013.



Źródło: IDS GmbH; Allianz European Equity Dividend AT EUR, wyceny z zamknięcia powiększone o opłaty.

waniu zachowań giełdowych parkietów, spółki wypłacające regularne wysokie dywidendy są bardziej cenione przez inwestorów. Wykres nr 1 pokazuje historię wypłaty dywidendy dwóch potentatów: Coca-Coli oraz Microsoftu.

Fundusz dywidendowy buduje portfel ze spółek, które systematycznie wypłacają atrakcyjne dywidendy. Jednorazowe nawet wysokie wypłaty nie stanowią dla funduszu dywidendowego wartości w długim okresie.

**Poza stabilną roczną stopą zwrotu z inwestycji początkowej, dywidendy oferują dobrą ochronę przed inflacją.**

Spółki wypłacające regularne, wysokie dywidendy posiadają szczególne cechy. Przede wszystkim są to dojrzałe gracze, o ugruntowanej pozycji na rynku, charakteryzujący się stabilnymi przepływami finansowymi. Wypłata dywidendy w ogromnym stopniu wpływa na same podmioty. Utrzymanie zdolności do wypłaty bieżących dywidend wymusza zdyscyplinowany charakter zarządzania spółką. Każde ograniczenie dywidend jest postrzegane przez rynek jako bardzo negatywny sygnał, cięcia dywidendy przeprowadzane są w sytuacjach rzeczywiście kryzysowych.

Rynek akcji: strefa euro jest atrakcyjna

**W obecnej sytuacji (akcje amerykańskie ciągle relatywnie drogie; dyskonto akcji rynków wschodzących rośnie w stosunku do akcji globalnych) rynki europejskie pozostają najbardziej niedowartościowane.**

Fundusz Allianz European Dividend inwestuje w starannie wyselekcjonowane akcje spółek notowanych na giełdach europejskich, które charakteryzują się odpowiednim poziomem wypłacanych dywidend. Portfel funduszu w ubiegłym roku zachował się nie tylko znacznie lepiej niż indeks MSCI Europe, ale także wykazał swoje „walory obronne” podczas korekt rynkowych w marcu i w czerwcu.

Tytułem podsumowania...  
Dywidenda oznacza wyższą jakość

**Europa to dobre miejsce do inwestowania** – powrót na ścieżkę wzrostu gospodarczego po kryzysie, ciągle najbardziej atrakcyjne wyceny wśród najważniejszych regionów, najwyższe stopy dywidendy.

**Antycykliczne podejście inwestycyjne** – używanie wskaźnika stopy dywidendy do identyfikowania spółek niedocenionych przez rynek.

**Koncentracja na portfelu** – kupowanie spółek wypłacających wysokie dywidendy.

**Doskonały profil zysk/ryzyko** – stopy zwrotu lepsze od rynku, przy niższym ryzyku straty i niższej zmienności.

**Na podstawie prezentacji J. de Vries-Hippena - Zarządzającego Allianz European Dividend o tym samym tytule.**



## Perspektywy inwestycyjne w 2015 roku

### W 2015 r. koniunkturę na rynkach finansowych w głównej mierze będą determinować dwa czynniki: polityka monetarna banków centralnych i rozwój sytuacji w gospodarce światowej.

Mimo zakończenia programu skupu aktywów przez FED w październiku 2014 r., Bank Japonii i ECB deklarują dalsze dostarczanie płynności na rynki finansowe. W rezultacie tych działań bilanse czterech największych banków centralnych (FED, ECB, Bank Japonii, Bank Anglii) powinny w 2015 r. nadal się zwiększać, w konsekwencji czego ceny wielu aktywów finansowych powinny rosnąć.

Sytuacja gospodarza poszczególnych regionów świata jest dość zróżnicowana. Wciąż bardzo dobra koniunktura utrzymuje się w USA, którym służy luźna polityka monetarna oraz zwiększająca się samowystarczalność energetyczna. W Europie, Chinach i Japonii wskaźniki wyprzedzające makro w ostatnich miesiącach notują niższe poziomy, ale wskazują raczej na krótkoterminowe obniżenie dynamik aktywności gospodarczej niż istotne hamowanie gospodarek.

W średnim terminie wciąż jednym z najistotniejszych czynników wpływających na sytuację gospodarczą są bardzo niskie stopy procentowe w krajach rozwiniętych gospodarczo. W Europie od niemal pół roku ECB utrzymuje ujemną stopę depozytową, starając się w ten sposób zachęcić instytucje finansowe do lokowania środków poza bankiem centralnym. Działania te powoli przynoszą rezultaty w postaci rozluźniania kryteriów kredytowych przez banki komercyjne oraz przekładają się na powolną poprawę dynamiki akcji kredytowej dla sektora prywatnego. Co istotne, procesy zwiększania akcji kredytowej rozpoczynają się w sytuacji, kiedy wydatki inwestycyjne firm europejskich w relacji do realizowanej przez nie sprzedaży są najmniejsze

od ponad 25 lat. W takim otoczeniu wzrost dynamiki akcji kredytowej i popytu konsumenckiego może przyczynić się do wzrostu inwestycji firm, a w konsekwencji do spadku bezrobocia i wyższych wydatków konsumentów w przyszłości.

Łagodna polityka monetarna w Europie przekłada się na wzrosty cen obligacji skarbowych i spadki ich rentowności. Co ciekawe, największe zwwyżki cen w ostatnich kwartałach dotyczą obligacji z krajów europejskich o podwyższonym ryzyku – Włochy, Hiszpania, Portugalia. Z drugiej strony, na wielu rynkach wschodzących stopy procentowe w bieżącym roku były podwyższane a obligacje rządowe traciły na wartości. Taka sytuacja częściowo wynikała z wycofywania środków z tych rynków przez inwestorów globalnych, osłabienia walut lokalnych i wzrostu inflacji.

W konsekwencji luźniejszej polityki monetarnej w krajach rozwiniętych i bardziej restrykcyjnej w krajach rozwijających się, różnica w stopach procentowych i rentownościach obligacji skarbowych między tymi dwoma grupami krajów zwiększyła się do poziomów kilkuletnich maksimów. **Taka sytuacja w połączeniu z faktem, że rentowności obligacji w Europie znajdują się obecnie na poziomach wieloletnich minimów, może skłaniać do wniosku, że w 2015 r. na rynku długu więcej okazji inwestycyjnych będzie na rynkach wschodzących niż rozwiniętych.**

**Mimo atrakcyjnych wycen niektórych obligacji, w 2015 r. najlepsze perspektywy wydają się być dla rynku akcji.** Z jednej strony szansą jest ożywienie w gospodarce europejskiej i utrzymanie obecnego tempa wzrostu w USA, z drugiej, relatywnie niskie wyceny akcji względem obligacji – przykładowo obecna stopa dywidendy w spółkach europejskich wyraźnie przewyższa rentowności

obligacji rządowych i jest zbliżona do rentowności obligacji korporacyjnych firm o relatywnie wysokim ryzyku inwestycyjnym.

Czynnikiem, który powinien wspierać notowania akcji i koniunkturę gospodarczą w Europie jest wyraźny spadek cen surowców, w szczególności ropy naftowej. Obniżka kosztów paliw, energii i materiałów powinna poprawić rentowność działania wielu firm, przełożyć się pozytywnie na wyniki finansowe i notowania akcji. Lekko pozytywny wpływ powinno mieć też osłabienie euro względem dolara, które przyczynia się do wzrostu konkurencyjności gospodarki europejskiej względem amerykańskiej.

W grupie instrumentów udziałowych potencjalne okazje inwestycyjne widać także po stronie rynków wschodzących - wskaźniki P/BV i P/E dla akcji z tych rynków wykazują obecnie około 20% dyskonto w relacji do akcji z rynków rozwiniętych, poziomy tego dyskonta przekraczają jednocześnie średnie wartości z ostatnich 20 lat.

Podsumowując, w scenariuszu bazowym kontynuacja luźnej polityki monetarnej oraz spadki cen surowców powinny pozytywnie przełożyć się na największe gospodarki światowe. W połączeniu z relatywnie niskimi wycenami akcji względem obligacji stwarza to dobre warunki do wzrostu cen akcji w 2015 r.

### Dariusz Nawrot

Analitik

MetLife Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Przeźren fiskalna a kryzys zadłużenia

Sowy nie są tym, czym się wydają – to powiedzenie ze znanego serialu Twin Peaks idealnie pasuje do zobrazowania sytuacji w światowych gospodarkach. Prasy drukarskie banków centralnych miały być przyczyną hiperinflacji, a nie były. Złoto mianowano idealnym środkiem tezauryzacji, co również się nie potwierdziło. Podobnie jak nie sprawdziło się zaciskanie pasa w walce z kryzysem zadłużenia.

Jeszcze do niedawna powszechnie krytykowano Japonię za sposób walki z kryzysem zadłużeniowym. Wskazywano ją jako sztandarowy przykład tego, czego nie udało się zrobić. Mówiono o straconej dekadzie. Dzisiaj gratulujemy sobie, że Europa świetnie sobie radzi z kryzysem, bo Grecja i inne kraje jej peryferium wychodzą z dołka. Niestety, do wskaźników makroekonomicznych podchodzi się wybiórczo - nikt np. nie mówi o wysokim bezrobociu wśród młodych osób, które już uzyskało miano „straconego pokolenia”.

Porównując rzeczywiste zachowanie Japonii w czasie kryzysu i zestawiając ją z europejską gospodarką, kraj Kwitnącej Wiśni wcale nie wypada tak źle. **Lawrence Summers podczas ostatniego szczytu IMF podkreślił to dobitnie: „bez istotnej zmiany polityki gospodarczej przyszłość gospodarcza czekająca strefę euro będzie wyglądała**

**znacznie gorzej niż to, co stało się w Japonii”.**

**Nikt nie ma wątpliwości, że to z czym mamy obecnie do czynienia w Europie to kryzys zadłużenia.** Co gorsza, nie widać recepty na wyjście z niego, bo frakcja monetarystów będąca u sterów w strefie euro przedstawiając rozwiązania skupia się na liczniku zapominając jednocześnie o mianowniku. Nie wspominają o tym, że poziom zadłużenia liczymy do dochodu. Co więcej, dla jednego kraju zadłużenie w wysokości 100 mld dol. może być niezauważalne, dla innego natomiast stanowić olbrzymi problem.

$$X = \text{zadłużenie} / \text{dochód}$$

Dotychczasowe pomysły na wyjście z kryzysu zadłużenia w strefie euro koncentrowały się na atakowaniu licznika czyli na zaciskaniu pasa. To klasyczny przykład „paradoksu zapobiegliwości” kiedy wnioski z poziomu mikro próbuje się przenieść na poziom makro. To nie mogło działać - bo o ile w przypadku gospodarstwa domowego dobrym sposobem na ograniczenie zadłużenia jest zmniejszenie wydatków i oszczędzanie, tak w przypadku gospodarki to nie działa. Jeśli wszystkie państwa na raz zaczęły ograniczać swoje wydatki, konsekwencją tego będzie szybki spadek konsumpcji, poziomu inwestycji czy wydatków rządowych.

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

(fiscle space) do wdrożenia programu inwestycji infrastrukturalnych. To jednak mało prawdopodobny scenariusz, gdyż założenia jest sprzeczny z niemiecką wizją polityki gospodarczej. Na dodatek tamtejszy rząd, z uwagi na zbliżające się wybory, nie chce podejmować tak „radikalnych” decyzji.

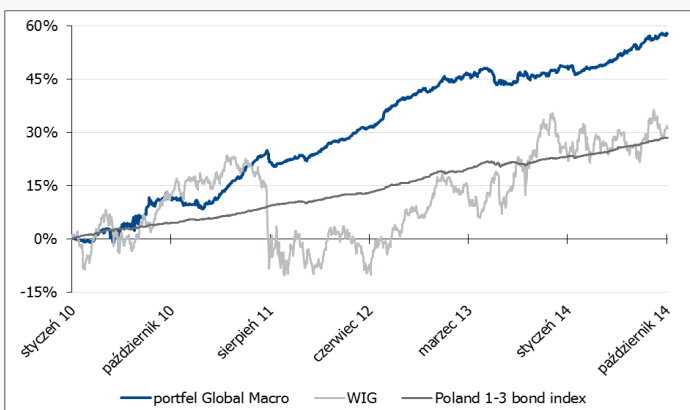
Nie wspomina się o tym, że niemal każdy z krajów Europy (poza Grecją) ma wystarczającą przestrzeń fiskalną do zwiększenia wydatków rządowych poprzez program inwestycji strukturalnych (G). Wszystko po to, aby w naszym równaniu dochodu rosnące G zastąpiło spadające C i I - zwiększając w ten sposób mianownik.

**Czasy w jakich żyjemy wymuszają więc zmianę podejścia do inwestycji – nie powinniśmy skupiać się na maksymalnej możliwej do osiągnięcia stopie zwrotu, a skoncentrować się na ochronie kapitału i jego systematycznym przyroście.** W TFI PZU w pierwszej kolejności zawsze zadajemy sobie pytanie, ile możemy stracić na danej inwestycji. Dopiero wtedy zastanawiamy się, ile możemy zaryzykować. Takie podejście stosujemy z powodzeniem w strategii global macro, która opiera się na inwestowaniu w najbardziej płynne instrumenty. Nie ograniczamy się także do podstawowych klas aktywów, a okazji inwestycyjnych aktywnie poszukujemy na wszystkich dostępnych rynkach – od obligacji rządowych, poprzez stopy procentowe po akcje, towary i waluty. Cały czas mamy jednak w pamięci główną zasadę – chronić zainwestowany kapitał.

**Tomasza Stadnik**  
Wiceprezes Zarządu

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.

Wykres nr 1. Wynik strategii Global Macro.



Źródło: Opracowanie własne.

Wydaje się, że najważniejsza dyskusja w strefie euro toczy się wokół tego, jak podzielić koszt wychodzenia z kryzysu pomiędzy państwa północy i południa. Mało jest jednak mowy o tym, jak z niego wyjść. Pojawiają się głosy, by Niemcy (głównie) użyły tzw. przestrzeni fiskalnej

## Czy GPW ma szansę wrócić do łask?

Zachowanie indeksów na GPW w ostatnich latach jest na pewno frustrujące w świetle tego, co działo się w tym czasie na głównych indeksach światowych. Indeks WIG od początku 2010 roku zyskał 33% (stan na 24.11.2014) i tyle samo zyskał też w walucie lokalnej indeks MSCI Poland uwzględniający dywidendy. Tymczasem indeks giełdy amerykańskiej wzrósł w tym czasie o 106%, niemieckiej - o prawie 70%. Nawet indeks dla pozabawionej wzrostu gospodarczego strefy euro, MSCI EMU, zyskał więcej, bo 41%. **Pamiętajmy jednak, że to jest hossa przede wszystkim właśnie rynków rozwiniętych, w przeciwieństwie do hossy z lat 2003-07.** Indeks światowy gospodarek rozwiniętych MSCI World wzrósł (w walutach lokalnych) o 76% od końca 2009 r., podczas gdy indeks rynków wschodzących (do których należymy) MSCI Emerging Markets zyskał 32%. I ten ostatni wynik już niemal idealnie pokrywa się z „osiągnięciami” polskiego parkietu.

Jednak ta relatywna słabość naszej giełdy względem największych rynków świata nie wynika tylko z przynależności do niekoniernie „hołubionych” w ostatnich latach rynków wschodzących, lecz przede wszystkim z faktu, że dynamika zysków naszych spółek giełdowych ogólnie rozczarowuje. Prognozowany na koniec 2014 r. zagregowany zysk na akcję dla spółek z indeksu MSCI Poland jest tylko o 14% powyżej poziomów z 2009 r. W tym czasie zyski spółek niemieckich wzrosły o 130%, amerykańskich o 90%, brytyjskich o 70%, a dla indeksu MSCI EM są wyższe o prawie 50%. Wbrew wielu sceptycznym opiniom rynki akcji podążają za fundamentami i jeśli zyski spółek nie poprawiają się w zadowalającym tempie, to indeksy giełdowe nie mają „paliwa” pod silniejsze wzrosty. „Reforma” OFE na pewno nie wpłynęła korzystnie na polski rynek akcji, ale nie to było głównym powodem słabszego zachowania indeksów giełdowych. Słaba

dynamika zysków polskich spółek może zaskakiwać patrząc na całkiem dobre wyniki naszej gospodarki w ostatnich latach. Może tempo wzrostu PKB nie było specjalnie imponujące, ale było przyzwoite i dość stabilne, a w Europie na pewno wyróżniliśmy się bardziej siłą niż słabością wzrostu. Jednak, jak widać, nie szło to w parze ze wzrostami zysków spółek giełdowych. Swoje też dokłada tu konstrukcja sektorowa indeksów, które nie do końca oddają strukturę naszej gospodarki, oraz różne regulacje, które były wprowadzane w ostatnich latach, a które uderzały w zyski.

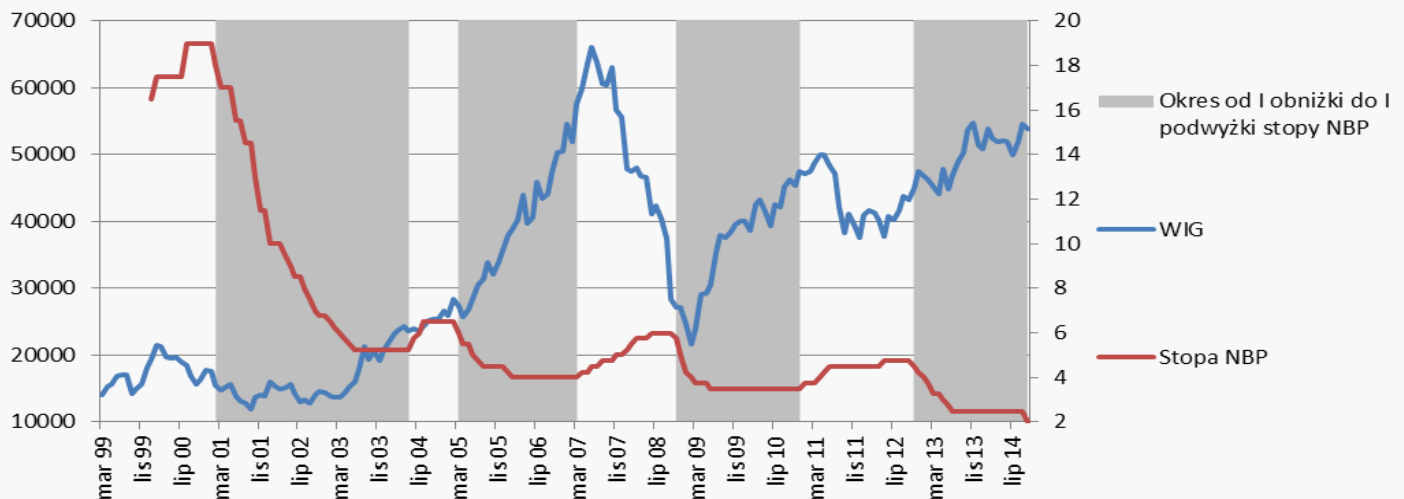
**Bez wyraźniejszej poprawy wyników spółek polski rynek akcji może nadal pozostawać poza obszarem zainteresowań inwestorów zagranicznych, gdyż na innych rynkach będą oni mogli znaleźć dużo ciekawsze propozycje.** Zarówno wśród giełd rynków rozwiniętych, jak i wschodzących. A to zagranica odpowiada za połowę obrotów na GPW i tym samym decyduje o sile naszego parkietu. Nie oznacza to, że polski rynek jest skazany w takim wariantcie na bessę. Tego nie zakładam, lecz skala wzrostu może nadal rozczarowywać, jeśli chcielibyśmy dalej przyrównywać się do poszczególnych rynków zagranicznych, choć może być całkiem przyzwoita w wartościach absolutnych.

**Jeśli popatrzymy na kilkuletni okres, to indeks WIG pozostaje ciągle w trendzie wzrostowym i może on jeszcze potwać. Choć też nie oczekuję, by średnie wyniki kwartalne czy roczne miały być imponujące.** W ostatnim roku indeks porusza się w średnioterminowym trendzie bocznym, ale są przesłanki ku temu, by oczekiwać wybicia z konsolidacji górą. Po pierwsze, żyjemy w środowisku rekordowo niskich stóp procentowych i to szybko się nie zmieni, a zasada „nie walcz z bankiem centralnym” sugeruje dobre środowisko dla akcji. Po drugie, świat powoli, ale jednak, rozwija się. Dynamika wzrostu globalnego PKB rze-

du 3.5% może nie jest spektakularna, patrząc na wyniki sprzed Wielkiej Recesji i jest bardziej wrażliwa na rozmaite szoki, ale też to tempo nie jest niskie. Jest równe średniej dynamice notowanej od 1990 r. Oczywiście jest o 1.5-2 punkty procentowe poniżej dynamik z lat 2004-07, ale nie zapominajmy, że wtedy wzrost w gospodarkach rozwiniętych, a także i w Polsce, był w ogromnej mierze oparty na kredycie, często na nadmiernej akcji kredytowej (a to nie jest zdrowy wzrost), czego obecnie nie obserwujemy. Dla rynku akcji ważne jest to, że nie ma obecnie oznak przegrzewania się koniunktury na świecie, wręcz przeciwnie, jest ona nadal bardzo chłodna... A to paradoksalnie może ekspansję wydłużyć (co widzimy na przykładzie USA od 2009 r.). Perspektywy dla polskiej gospodarki pozostają tym samym także całkiem przyzwoite. Oczywiście ryzyka dla wzrostu gospodarczego (i tym samym dla giełdy) pozostają i są one niebagatelne (m.in. konflikt na Wschodzie, słabość strefy euro, z którą nasza gospodarka jest mocno skorelowana), a „po drodze” mogą ponownie pojawiać się kolejne. **Jednak bazując na obecnych prognozach dotyczących wzrostu PKB w Polsce i na świecie oraz korygując je nieznacznie w dół, bo pewnie to będzie z czasem miało miejsce, to dla polskiego i zagranicznego rynku akcji scenariusz jest ciągle względnie pozytywny.**

Historia GPW na tle cykli w polskiej polityce monetarnej pokazuje, że wspomniana powyżej zasada „nie walcz z bankiem centralnym” całkiem dobrze sprawdzała się na naszym rynku. Ostatnie dwie bessy rozpoczynały się kilka miesięcy po pierwszej podwyżce stóp procentowych przez RPP, a w roku 2004 pierwsza podwyżka doprowadziła do kilkumiesięcznego trendu bocznego (a nie do bessy). W przeszłości wkrótce po rozpoczęciu cyklu obniżek stóp procentowych aż do kilku miesięcy następujących po pierwszej podwyżce indeks WIG trwał w trendzie

Wykres nr 1.



Źródło: Opracowanie własne.

wzrostowym (w 2001 r. dołek na giełdzie wypadł pół roku po pierwszej obniżce, ale w całym cyklu – do połowy 2004 r. – indeks zyskał kilkadziesiąt procent). Przeszłe schematy oczywiście nie muszą powtórzyć się i tym razem, każdy okres jest przecież specyficzny, ale skoro zasada „nie walcz z bankiem centralnym” ogólnie sprawdzała się na naszym rynku, to nie możemy wykluczyć, że i tym razem ten schemat się powieli. W październiku RPP wznowiła cykl obniżek stóp procentowych, przerwany w lipcu 2013 r. **Pierwszej podwyżki stóp procentowych raczej nie należy się spodziewać na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.**

Jeśli popatrzymy na wyceny polskiego rynku akcji w wartościach absolutnych,

to rynek z pewnością nie jest specjalnie tani. Ale jeśli przyrównamy go do innych, alternatywnych klas aktywów, to polskie akcje zaczynają już wyglądać atrakcyjnie. W środowisku niskiej inflacji (w Polsce nawet deflacji), a tym samym bardzo niskich stóp procentowych, inwestorzy akceptują wyższe wskaźniki wycen. Doskonale potwierdza to historia giełdy amerykańskiej. Obecnie wskaźnik cena/zysk (oczekiwane zyski na kolejne 12 miesięcy) dla indeksu MSCI Poland wynosi 13.7, przy średniej od 2005 r. wynoszącej 12.1. Porównywanie obecnych wycen C/Z do średniej historycznej w środowisku rekordowo niskich stóp procentowych może dać błędną ocenę sytuacji. Przy ocenie atrakcyjności akcji cenowym wskaźnikiem staje się więc oczeki-

wana roczna stopa zwrotu z zysku, czyli odwrotność wskaźnika cena/zysk. Wynosi ona obecnie 7.3% i przewyższa o prawie 5% rentowność polskich obligacji 10-letnich (2.4%), podczas gdy średnio ta rozbieżność sięgała 3.2%. Tak więc w takim aspekcie, to nie akcje wydają się być przewartościowane.

#### Tomasz Smolarek

Doradca inwestycyjny

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

### Okiem Piotra Kuczyńskiego: Rekord za rekordem (w USA)



Po spadkowym wrześniu październik i listopad były dwoma kolejnymi miesiącami wzrostów indeksów. Obóz byków rozpędził się tak mocno, że w USA bite były kolejne rekordy wszech czasów. **W 2014 roku indeks S&P 500, czyli indeks szerokiego rynku w USA bił rekord wszechczasów 47 razy.**

Taka sytuacja miała miejsce ostatni raz w... 1928 roku. Potem indeksy nadal rosły, ale w październiku 1929 roku nastąpił krach i długa bessa z Wielką Depresją w tle. Czy to jest przestroga? Dla analityków posługujących się cyklami pewnie tak, dla mnie niekoniecznie. Uważam, że charakter rynków finanso-



wych zmienił się od tego czasu tak mocno, że wyciąganie takich analogii mija się z celem.

**Poza tym podobno historia powtarza się najczęściej jako farsa... W tym przypadku jako głęboka korekta, która rynkowi z pewnością się należy.** Kiedy nastąpi? Tego oczywiście nikt nie wie. Zagrożeniem jest to, co obserwowaliśmy szczególnie w listopadzie na rynku surowcowym. Zarówno ropa jak i miedź taniały docierając do poziomu czteroletniego dna. Ropa i miedź to surowce szczególnie mocno wpływające na inflację.

Z pozoru to doskonała wiadomość, bo spadki cen surowców obniżają inflację i zostawiają więcej pieniędzy w kieszeniach konsumentów. Z pozoru, bo świat zdecydowanie bardziej niż wzrostu inflacji boi się spadku cen, czyli deflacji. Grozi ona Europie, a w Polsce już jest obecna. Co w niej takiego groźnego? Otóż to, że powstaje sprzężenie zwrotne. Spadające ceny powodują, że konsumenci nie kupują czekając na jeszcze niższe, to uderza w producentów, którzy zwalniają część załogi, to zmniejsza popyt wewnętrzny i ceny...

Z tym Europejski Bank Centralny (i nasza Rada Polityki Pieniężnej) będą musiały dać sobie radę, bo jeśli pojawi się uciążliwa deflacja to wpędzi świat w recesję, a to zaszkodzi w oczywisty sposób rynek akcji. Myślę też, że niedługo ceny ropy zaczną rosnać podnoszone

przez inwestycyjne giganty amerykańskie. Zbyt niska cena ropy zmniejsza bowiem przewagę konkurencyjną gospodarki amerykańskiej i podkłada nogę producentom ropy łupkowej. To bardzo się dużym inwestorom w USA nie podoba.

Polska giełda nadal zachowywała się bardzo słabo. Listopad zakończyliśmy spadkiem indeksów. Pocieszające jest jednak to, że pojawiają się pierwsze, lepsze dane makro. PKB wzrósł w trzecim kwartale o 3,3 proc., czyli tylko o 0,2 punktu procentowego mniej niż w drugim kwartale. Szybko rośnie indeks PMI dla przemysłu, co może zapowiadać lepsze czasy.

Zdecydowanym minusem jest to, że przeciąga się zatwierdzenie przez Komisję Europejską programów operacyjnych, które pozwolą wydawać środki unijne. To potężne pieniądze (ponad 300 miliardów złotych), które rozkręcą naszą gospodarkę. Opóźnienie prowadzi do tego, że zagraniczni inwestorzy nie kwapią się z kupowaniem polskich akcji. **Zakładam jednak, że jeśli nic złego na świecie się nie wydarzy, to już w pierwszym kwartale powinni zacząć je kupować, bo od trzeciego kwartału gospodarka polska dostanie unijne wspomaganie, a to poprawi wyniki spółek.**

Jeśli już jesteśmy w Polsce, to można jeszcze wspomnieć o tym, że media zrobiły niesamowity szum wokół referendum

w Szwajcarii. Przeprowadzono je 30 listopada, a jednym z pytań było to, czy Szwajcaria ma zwiększyć wartość złota w swoich rezerwach. Twierdziłem od początku, że to wymyślony problem, bo Szwajcarzy powiedzą „nie” (3/4 z nich tak powiedziało), a nawet gdyby powiedzieli „tak”, to frank umocni się jedynie chwilowo. Na szczęście dla wielu polskich rodzin (na szczęście, bo chwilowo przeżywałyby trudne chwile) nie dało się tego sprawdzić. **Uważam, że złoty do euro i franka w końcu roku powinien się umacniać.**

Przed nami już tylko koniec roku, więc w zasadzie pozostaje już tylko złożyć Państwu życzenia wspaniałego roku 2015, co niniejszym czynię. Jeśli chodzi o globalne rynki akcji, to jak widać przed końcem roku zarządzający funduszami walczą o swoje premie roczne nie zwracając uwagi na „drobnostki”. Najgorsze co może się trafić w grudniu to trend boczny, który zastąpi tzw. „rajd św. Mikołaja”.

**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)