

## Szanowni Czytelnicy,







*Zawirowania na rynkach zawsze zmuszają do zastanowienia się, co dalej. Tym bardziej, że wydarzenia ostatnich miesięcy każą zadać sobie pytanie, czy istnieją jeszcze bezpieczne aktywa, na którym z rynków należy ulokować środki, jaką strategię inwestycyjną obrać? Biorąc pod uwagę m.in. wyprzedaż na rynku surowców, zachowanie się cen złota, a także zmiany w banku centralnym Japonii, eksperci starają się wskazać szanse i pułapki dzisiejszej rzeczywistości inwestycyjnej.*

*Do rzeczywistości tej dołączamy również strategię lokowania środków „pod dywidendę”. Jakie spółki warto brać pod uwagę i z czym trzeba się liczyć w przypadku wyboru takiej strategii inwestycyjnej podpowiadamy w bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.*

*I jak co miesiąc, eksperci Domu Inwestycyjnego Xelion relacjonują ostatnie wydarzenia na rynkach kapitałowych i dzielą się z Czytelnikami swoją wiedzą.*

*Zachęcamy do lektury!*

### W numerze:

-  w co inwestować wskazuje Piotr Zagała z Nordea Investment Management AB,
-  Rynek surowców charakteryzuje Grzegorz Prażmo z TFI Allianz Polska S.A.,
-  co dzieje się w Kraju Kwitnącej Wiśni opowiada Grzegorz Zatoryb ze Skarbiec TFI S.A.,
-  korzyści i pułapki inwestowania pod dywidendę przedstawia Piotr Szulec z Pioneer Pekao Investment Management S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Hossa na sterydach,
-  tajemnicze carry trade wyjaśnia Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

***Istniejemy po to, aby ludzie mogli  
we właściwym czasie podejmować  
dobre decyzje dotyczące ich pieniędzy.***



## Czy istnieją na rynku jeszcze bezpieczne aktywa? Czyli w co inwestować w obliczu ostatnich zawirowań na rynkach kapitałowych?

By odpowiedzieć sobie na postawione w tytule pytanie, należy obalić dwa mity.

**Po pierwsze, jak stwierdza definicja, inwestycją jest zaangażowanie środków gospodarczych w przedsięwzięcie gospodarcze mające na celu pomnożenie majątku właściciela poprzez przysporzenie określonych dochodów.**

Jeśli tak spojrzymy na inwestycję, musimy najpierw zapytać samych siebie czy kupowanie złota jest inwestycją? Otóż według mnie absolutnie nie. Kupno złota nie przyniesie nam w przyszłości większej ilości złota. Podobnie jak sama miedź czy przykładowo bawełna same się nie pomnożą.

Inwestycją z kolei może być kupno kopalni złota, firmy handlującej złotem czy sklepu jubilerskiego. Czymkolwiek za nie zapłacimy – złotem, srebrem czy walutą – za jakiś czas możemy pozyskać z takiej inwestycji więcej tego samego kruszcu bądź waluty.

Czym więc jest kupowanie złota? Otóż jest to wyłącznie ucieczka od jednego środka wymiany do drugiego.

Pierwotną, uniwersalną formą środka wymiany, zwanego pieniądzem, była moneta kruszcowa. Niestety, władcy przesadzali z wydatkami i psuli monetę, zmniejszając jej wagę bądź dodając innego, tańszego kruszcu. To spowodowało nasze pierwotne obawy co do wartości pieniądza.

Jeszcze lepszym wynalazkiem okazało się drukowanie pieniądza papierowego. Nikt o zdrowych zmysłach nie zaakceptowałby takiej formy zapłaty, gdyby nie stojący za nią autorytet (czyt. przymus) państwa i możliwość regulowania nimi podatków. I tu ponownie – im gorzej było, tym więcej drukowano makulatury (czasem zamiast druku wymyślano też system ubezpieczeń społecznych).

**Ale o ile druk banknotu coś kosztuje, o tyle dodatkowy zapis na dysku twardej w FED jest darmowy.** I słusznie zachowali się ludzie obawiając się utraty wartości walut. Zaczęli kupować złoto, srebro, akcje. Wszystko to było racjonalne póki nie przerodziło się w panikę kupowania czyli bańkę spekulacyjną.

Okazało się, że inflacja, którą straszono, nie pojawiła się, gdyż banki nie zechciały wtórnie przemnożyć liczb drukowanych przez FED, BOJ, SNB czy BOE. **Najlepszym dowodem na wystąpienie bąbla były kolejki pod mennicą państwową w Warszawie czy powstanie spółki Gold... Amber.**

I tu wypada obalić kolejny mit, mówiący, iż ilość złota przyrasta bardzo powoli.

Jak doświadczyli tego mieszkańcy Półwyspu Iberyjskiego, nagły napływ złota zrabowanego Inkom może doprowadzić do szybkiego spadku wartości wspomnianych kruszców. Oczywiście Ameryki ostatnio nie odkryliśmy, ale jeśli ktoś ogląda National Geographic, to mógł zobaczyć całą serię o poszukiwaczach złota. Świadczyło to, po pierwsze, o wspomnianej już bańce spekulacyjnej (nikt nie nakręcił programu o maklerach – publiczność chciała widzieć, jak wydobywa się złoto), a także o tym, że złota może przybywać szybciej. Złoto znacznie podrożało względem innych czynników produkcji, jak energia, praca ludzka i inwestorom opłacało się zainwestować w wydobycie złóż, dotąd uważanych za nieopłacalne.

**Ale to nie ten czynnik podażowy zdecydował o ostatnich spadkach cen. Zdecydowało o tym głównie fakt, iż złoto też można wykreować na dyskach twardych.** Ilu bowiem inwestorów kupowało prawdziwe złoto, a ilu kontrakty terminowe na złoto? Oni nie chcieli złota! To dość zabawne, ale ludzie obawiający się inflacji, uciekający od dolara chcieli mieć po prostu... więcej dolarów.

I tym inwestorom ostatnio „dowieziono” dużo ilości złota w postaci krótkich pozycji na kontraktach. A że tak naprawdę oni tego złota nie chcieli, a ich pozycje były zlewarowane, zareagowali panicznie. I wyprzedaż byłaby głębsza (zazwyczaj bańki spekulacyjne znoszą 78% wzrostów, a na złocie zniesienie wyniosło



50%), gdyby realny popyt nie powiedział „sprawdzam”.

Czytałem, iż mennica amerykańska wstrzymała ostatnio sprzedaż złotych monet, gdyż popyt znacznie przewyższył podaż. Podobno w Indiach ludzie ruszyli szturmem na zakupy złota. A banki sprawdzają się wzajemnie, czy ich pozycje short mają pokrycie w kruszcu. Krótko mówiąc, „sprzedałeś mi złoto – to mi je przywieź”.

**I z tego względu kurs złota powinien znaleźć dno w pobliżu ostatnich poziomów.** Ale nie oczekujemy kolejnej bańki. Nie pamiętam takiego przypadku, by po przekłuciu jednej bańki na danym aktywie natychmiast pojawiała się druga. Tym razem złoto powinno wyrównać tempo wzrostu cen z innymi surowcami.

I gdzie teraz pojawi się (albo właściwie już pojawiła) bańka spekulacyjna? Jak już pisałem, druk pieniądza obecnie nikogo nie boli, a kolejne banki centralne przyłączają się do akcji ratowania zrujnowanych budżetów. Podobnie jak za PRL w latach osiemdziesiątych, kolejne etapy reformy nie przyniosą zmian (w Unii Europejskiej chyba nawet nie przeszliśmy I-go etapu, a za PRL mieliśmy ich bodajże

5). Zadłużenie budżetów centralnych nie spadnie w wyniku reform. Jedyne co im może pomóc to inflacja.

**Czy czeka nas inflacja podobna do tej z lat 90ych w Polsce, gdy w efekcie konieczne było odcięcie czterech zer w nominale? Prawdopodobnie nie, ale głowy bym nie zaryzykował (czarny łabędź gdzieś jest).** Na pewno jednak druk pieniądza nie ustanie, póki nie pojawi się inflacja.

**A inflacja to nie tylko efekt dodruku pieniądza. To także zjawisko wynikające z ożywienia gospodarczego.** Druk zniknie zatem, gdy w globalnej gospodarce będzie już w miarę dobrze. A kiedyś będzie. Wtedy zaczniemy wydawać pieniądze na konsumpcję, przesta-

niemy się obawiać inwestowania w akcje i... zaczniemy sprzedawać obligacje.

Obligacja 10-letnia w USA daje obecnie dochód na poziomie 1,7%. To zaledwie 20% w 10 lat. Czyli mniej niż ostatni wzrost kosztów wywozu śmieci w miastach w Polsce. To, dosadniej ujmując, pewna strata. W tym roku, a może w przyszłym FED zrezygnuje z leasingu monetarnego. Zniknie częściowo popyt na obligacje. I wówczas inwestycja, która w przeciągu 10 lat miała nam przynieść 20%, w przeciągu roku przyniesie nam stratę rządu 10%. I zacznie się to, co ostatnio widzieliśmy na rynku złota. Na obligacjach też istnieją pozycje zlewarowane (hedge funds zarabiają na tzw. carry). Tu też okaże się, że ludzie tych

obligacji tak naprawdę nie kupowali na 10 lat.

I wtedy przyjdzie nam zmierzyć się z faktem, że inwestycja w superbezpieczne obligacje państwowe okaże się najgorszą. Za posiadane obligacje otrzymamy mniej dolarów. A sam dolar straci na wartości wymiennej w wyniku inflacji.

I wówczas najbardziej bezpieczną inwestycją okażą się.... ryzykowne akcje.

#### Piotr Zagała

Dyrektor Inwestycji Akcyjnych

Nordea Investment Management AB  
Oddział w Polsce

## Czy obserwowana niedawno wyprzedaż na rynku surowców jest zapowiedzią głębszej korekty czy też dobrym momentem by kupować przecenione aktywa?

Pierwsze tygodnie kwietnia upłynęły pod znakiem znacznej wyprzedaży na rynku surowców. Istotną przecenę widać na rynku metali szlachetnych i przemysłowych, potaniała też ropa naftowa. **Jedynym zauważalnym, a jednocześnie pozytywnym wyjątkiem okazał się gaz notowany na rynku amerykańskim, który zyskał w kwietniu ponad 6%.**

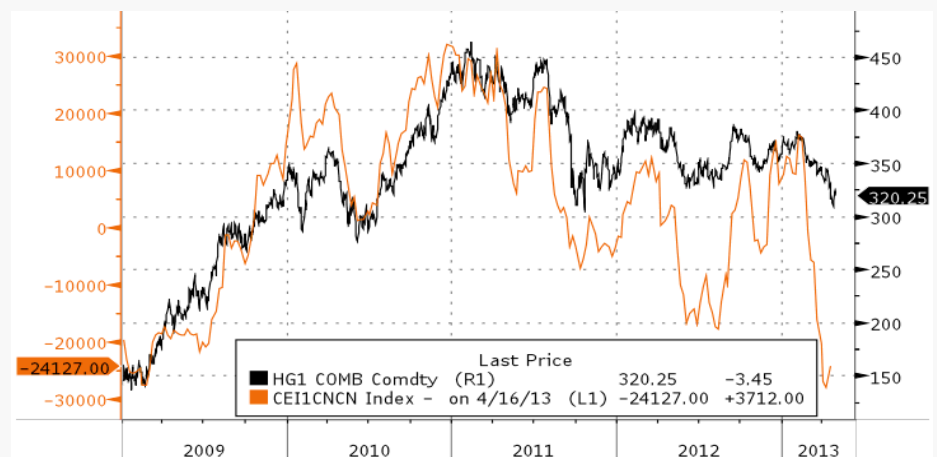
W kwietniu największe spadki dotknęły złoto i srebro (które potaniały o około 17% i 22% licząc od końca marca do dołka z 16 kwietnia). Zastanówmy się, jakie czynniki mogły wpłynąć na tak gwałtowną przecenę, przypominając momentami wręcz panikę. Wydaje się, że przysłowiową "iskrą zapalną" była informacja (plotka) o Cyprze, którego rząd, chcąc ratować gospodarkę, mógł zdecydować się na sprzedaż swoich rezerw złota. Dodatkowymi czynnikami, które zbiegły się w czasie z obawami dotyczącymi Cypru, były sygnały napływające z FED-u mówiące o wcześniejszym niż oczekiwano zakończeniu polityki luzowania ilościowego. W odpowiedzi na opisane ryzyko inwestycyjne, inwestorzy zaczęli sprzedawać metal, a że

zasoby złota zgromadzonego w funduszach ETF osiągnęły rekordowe poziomy pod koniec ubiegłego roku, skala wyprzedaży przybrała pokaźny charakter.

Jeśli chodzi o kształtowanie cen metali przemysłowych, w szczególności miedzi, bardzo istotny wpływ mają na nie oczekiwania w zakresie rozwoju światowej gospodarki. **Ostatnie tygodnie to zestaw złych danych makro napływających z Chin i strefy euro, które przy-**

**czyniły się do nasilenia obaw inwestorów odnośnie ożywienia gospodarczego w 2013 r.** Jeszcze na początku roku oczekiwano, że stagnacja w Euro-landzie przerodzi się w lekkie odbicie w drugiej połowie roku. Jednak spowolnienie gospodarki niemieckiej, wobec której oczekuje się obecnie przyrostu jedynie o 0,3-0,5% oraz opublikowane dane z gospodarki chińskiej dotyczące wzrostu PKB i produkcji przemysłowej poniżej oczekiwań, zrewidowały pozytywne na-

Wykres nr 1: Cena miedzi [\$/lb] (p-oś) vs. spekulacyjne pozycje na miedzi (l-oś).



Źródło: Bloomberg.

stawienie do wzrostu gospodarczego, i, co za tym idzie, do samej miedzi.

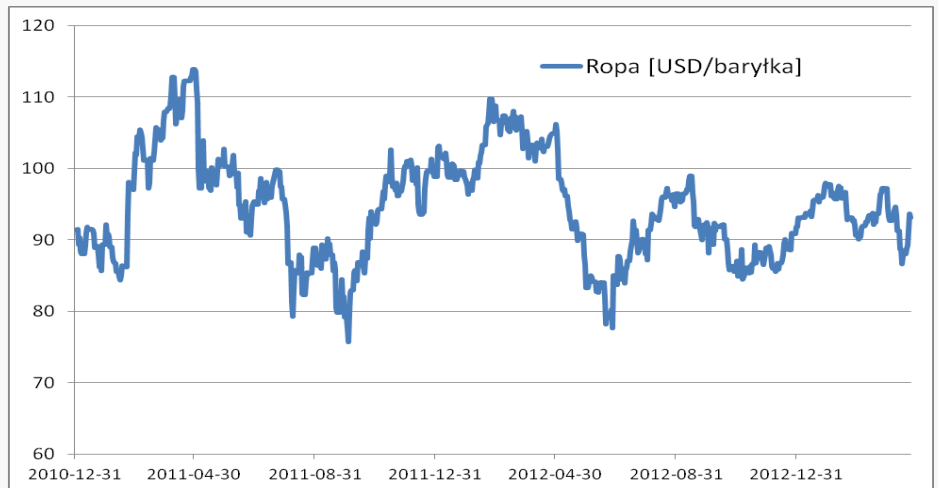
Wraz z postępującą przeceną surowca, rosła liczba spekulacyjnych krótkich pozycji na miedzi - najwyższa od 2009 roku (Wykres nr 1). W takiej sytuacji zapewne dojdzie do odbicia (de facto już trwającego) polegającego na realizacji zysków i domykaniu rekordowej liczby „shortów”.

**Pomimo panujących obecnie pesymistycznych nastrojów na rynku, uważamy, że dużo złych informacji zostało już zdyskontowanych - wciąż mówimy o oddalającej się perspektywie wzrostu gospodarczego, a nie jego całkowitym zaniku.** Dlatego dalsza przecena (po wzrostowej korekcie, o której pisałem w poprzednim akapicie), wydaje się być okazją do kupna przecenionych aktywów.

Cena ropy naftowej notowanej na rynku amerykańskim (West Texas Intermediate) spadła w kwietniu o ok. 4%, jednak nie przyniosło to istotnej zmiany obrazu rynku - utrzymuje się trend boczny w swoim zakresie cenowym z ostatnich dwóch lat (Wykres nr 2). W tym przypadku przed gwałtowniejszymi spadkami chroniły inwestorów decyzje krajów OPEC o zmniejszaniu dziennego wydobycia oraz „przyzwoity” poziom zapotrzebowania na surowiec w Ameryce. Trudno przy obecnych poziomach cen ropy doszukiwać się przesłanek inwestycyjnych.

Pomimo wyprzedaży na większości głównych rynków surowcowych, ciekawym zjawiskiem jest wzrostowy trend cen gazu, który utrzymuje się przez ostatnie dwa miesiące i jest na najwyższym poziomie od lipca 2011 (Wykres nr 3). Pomimo opisanych zwyczajek, koszt gazu dla odbiorców w USA dalej jest znacznie niższy niż w Europie i Azji. Przyczynił się do tego tani gaz pozyskiwany z olbrzymich zasobów gazu łupkowego. W ciągu ostatnich kilku lat nastąpił masowy napływ inwestycji związany z „łupkowym surowcem”, który wpłynął na ożywienie gospodarki amerykańskiej i zaczął być traktowany jako

Wykres nr 2: Ceny ropy.



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 3: Gaz (l-oś) vs. złoto (p-oś).



Źródło: Bloomberg.

jeden z najtańszych surowców energetycznych. **Dzięki tej tzw. „rewolucji łupkowej” analitycy coraz częściej traktują gaz ziemny jako nową bezpieczną przystań po złocie.**

W jaki sposób możemy przełożyć rewolucję łupkową na możliwość zarabiania na rynku akcji? Dynamiczny wzrost rozwoju gazu łupkowego w USA stwarza duży potencjał do inwestowania w firmy zajmujące się poszukiwaniem i wydobyciem gazu i ropy z łupków. Możemy również inwestować w firmy infrastrukturalne zajmujące się między innymi budową i eksploatacją rurociągów, przerobem i przesyłem, zarówno surowców, jak i półproduktów gazo- i ropopochodnych. Niskie ceny energii w USA stanowią potencjał dla sektorów, w których gaz jest znacznym kosztem produkcji np. przemysłu chemicznego.

**Podsumowując, ostatnie wzrosty cen gazu będą miały pozytywny wpływ na wyniki spółek wydobywczych w USA i na dzień dzisiejszy dostrzegamy w nim większy potencjał inwestycyjny w porównaniu do innych surowców.** Gazowa rewolucja, którą obserwujemy w USA oraz zmiany jakie ze sobą niesie, są najlepszym dowodem, że właśnie to paliwo będzie odgrywać coraz większe znaczenie w światowej energetyce.

#### Grzegorz Prażmo

Analityk Akcji z Zespołu Zarządzających Aktywami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

## Godzilla kontra... deflacja

**Japonia to bardzo specyficzny kraj, pod wieloma względami. Swojego czasu symbol ekspansji gospodarczej, od 20 lat kojarzy się ze stagnacją gospodarczą i deflacją.** Z jednej strony mamy najniższe stopy procentowe, z drugiej zaś najwyższe zadłużenie sektora publicznego. Jest to także kraj o najgorszej strukturze demograficznej z punktu widzenia wzrostu gospodarczego. Rekordowy udział osób w wieku poprodukcyjnym, sięgający 27% (wobec np. niespełna 16% w USA) przyczynia się do kreowania niekorzystnych dla popytu wzorców konsumpcji. Co więcej, spadek popytu dotyczy nie tylko dóbr konsumpcyjnych, ale także aktywów finansowych, co skutkuje presją na ich przecenę, zwłaszcza wobec stałej podaży ze strony funduszy emerytalnych.

Zostając przy kwestiach społecznych, należy podkreślić jeszcze jedną różnicę między Japonią i Stanami Zjednoczonymi czy Europą. Japońskie społeczeństwo jest zamknięte, nie asymiluje obcych i brak jest znaczącej imigracji zarobkowej, która mogłaby złagodzić problemy demograficzne. **Można powiedzieć, że procesy demograficzne, ob-**

**ok trzęsień ziemi i tsunami to największa klęska żywiołowa, jaka nęka ten kraj. Tu nawet Godzilla nie pomoże.**

**Jednak nowy premier i nowy szef banku centralnego podjęli próbę przywrócenia dynamiki gospodarczej Krajowi Kwitnącej Wiśni.** Chcą stworzyć coś w rodzaju monetarnej Godzilli, która pokona deflacyjny potwór. Inspiracją jest dla nich przede wszystkim działanie władz amerykańskich, które sięgnęły po narzędzie w postaci ekspansji monetarnej na niespotykaną skalę. Japonia ma za sobą kilka takich epizodów „luzowania ilościowego”. Choć prowadzone na skromniejszą skalę, spowodowały, że i tak bilans Banku Japonii jest w relacji do PKB większy niż bilans FED. Bank of Japan uczynił rzecz nietypową dla banków centralnych: podwyższył cel inflacyjny z 1% do 2%. Narzędziami do realizacji tego celu są przede wszystkim skup aktywów na kwotę do ok. 75 mld USD miesięcznie oraz, po stronie fiskalnej, pakiet wydatków o docelowej wartości przekraczającej 4% PKB. Ponadto, w ramach polityki pieniężnej, zwiększana będzie baza monetarna poprzez operacje otwartego rynku oraz wydłużany będzie okres zapadalności obligacji w portfelu BoJ.

Działania podjęte z takim rozmachem, muszą przynieść rezultaty, pozostaje pytanie, jakie. Pierwsze rezultaty już widać i dotyczą one rynków finansowych. Jak na razie największy wpływ skup obligacji japońskich wywołał na rynkach obligacji dwóch grup państw: tzw. bezpiecznych przystani oraz rynków wschodzących o wysokich rentownościach. Szczególnie dobrze widoczny był ten napływ kapitału na rynkach o mniejszej płynności. Rentowności na niektórych rynkach wschodzących spadły nawet o 30 punktów bazowych. Tak stało się także na polskim rynku długu skarbowego. Biorąc pod uwagę determinację

Japończyków, obserwujemy dopiero początek tego procesu. Drugi efekt abenonomiki, z punktu widzenia Japonii ważniejszy, to osłabienie jena wobec wszystkich ważniejszych walut. Poprawi to konkurencyjność japońskiego eksportu i tym samym powinno przyspieszyć wzrost gospodarczy, a dalej wzmocnić procesy inflacyjne. Trzeci efekt, pewnie najbardziej widoczny, to hossa na japońskiej giełdzie – 30% wzrost od początku roku robi wrażenie.

Każdy kij ma jednak dwa końce. Wzrost stóp procentowych nieuchronnie spowoduje wzrost kosztów finansowania długu publicznego, i tak już ogromnego. Biorąc pod uwagę anemiczne tempo wzrostu nominalnego PKB, dość łatwo może dojść do bardzo groźnej sytuacji, w której koszty odsetkowe zaczynają przewyższać to tempo. Wszystko zależy od tego, czy na program Abe i Kurody mocniej zareagują rynki czy realne sfera gospodarki. **Moim zdaniem demograficzne problemy wyspiarskiego kraju w końcowym rozliczeniu wezmą górę i Japonia może znaleźć się w kłopotliwej sytuacji, kiedy słabemu wzrostowi będą towarzyszyły wysokie stopy procentowe, tłumiące ten wzrost. Ale to może nastąpić w perspektywie kilku lat. Do tego czasu japońskie aktywa będą paliwem napędzającym wiele rynków finansowych.**

**Grzegorz Zatryb**

Główny Strateg

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



## Inwestowanie pod dywidendę - dobra strategia czy ryzykowne założenia?

Nadszedł długo oczekiwany czas dywidend. Do samej wypłaty w przypadku wielu spółek pozostaje jeszcze kilka dobrych miesięcy, ale już teraz niektóre z nich na zwołanych lub zwoływanych Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy w porządku obrad uwzględniają uchwały, po uchwaleniu których będzie już dokładnie wiadomo, kiedy i ile wolnych środków przekazane zostanie akcjonariuszom w formie dywidendy. **Pod kątem samej wielkości możliwej do zrealizowania stopy dywidendy, ten rok, średnio rzecz biorąc, nie powinien być specjalnie gorszy od tego minionego, chociaż jednostkowo rekordowych stóp dywidendy takich jak w 2012 roku chyba jednak nie zobaczymy (PGE - 17,09%, Budimex - 15,98%, KGHM - 14,72%, TP - 12,20%).**

Zapowiadany przez zarządy spółek poziom dywidend, nawet bez kolejnych korekt w górę ze strony np. Skarbu Państwa (w tych spółkach, w których Skarb Państwa posiada rolę wiodącą), już teraz zapowiada się jednak w wielu wypadkach bardzo interesująco i zdecydowanie lepiej od tego, co można uzyskać obecnie z tytułu posiadania w portfelu

obligacji skarbowych. Zresztą trzeba pamiętać, że dziś, w porównaniu z tym, co można było zaobserwować jeszcze rok temu, rentowności obligacji skarbowych znajdują się na rekordowo niskich poziomach (2,5%-3%), a inflacja pozostaje w okolicach 1%, czyli mocno poniżej celu inflacyjnego NBP. Samo to sprawia, że możliwe do zrealizowania stopy dywidendy, pomimo że w wielu przypadkach niższe nominalnie od tego, co mogliśmy zobaczyć rok temu, wydają się równie, jak nie nawet bardziej atrakcyjne.

Oczywiście poza samą jednorazową dywidendą dla inwestorów, którzy stosują tego typu strategię inwestycyjną, dość istotne jest to, czy spółka realizuje swoją politykę dywidendową regularnie i w miarę na podobnym poziomie. Pozwala to traktować tego typu inwestycję (w akcje spółek wypłacających dywidendę) w sposób zbliżony do inwestycji w obligacje skarbowe czy korporacyjne, wypłacające regularny kupon odsetkowy. Ryzyko jest oczywiście inne, bo akcje, w przeciwieństwie do obligacji nie mają z góry ustalonego czasu trwania i nie są w dniu wykupu realizowane po swoim no-

minale. Tym nie mniej inwestorzy, poszukujący w miarę regularnego i stałego dochodu, mogą próbować realizować obrany przez siebie cel z wykorzystaniem dywidend i akcji spółek.

**Trzeba jednak uwzględnić to, że akcje potrafią się zachowywać zupełnie inaczej niż obligacje i reagować zdecydowanie bardziej dynamicznie w przypadku, kiedy zmieniają się zarówno uwarunkowania rynkowe, sytuacja finansowa spółki czy też zmienia się np. kwota zapowiedzianej do wypłaty dywidendy.** Bardzo dobrym przykładem jest zachowanie się akcji TP SA w ostatnich miesiącach po publikacji informacji związanych z poziomem dywidendy. Widać to wyraźnie patrząc na kurs spółki. Na jesieni zeszłego roku najpierw inwestorzy dowiedzieli się, że dywidenda wniesie nie 1,50 zł tylko 1 zł, a w lutym 2013, że będzie to tylko 50 gr. Efekt – więcej niż 50% spadek kursu akcji w przeciągu kilku miesięcy.

**To tylko potwierdza, że w przypadku inwestycji w akcje, zakładana dywidenda nie powinna być jedynym kryterium atrakcyjności spółki, a jeżeli już realizujemy strategię inwestycyjną opartą właśnie o stopę dywidendy, portfel spółek dywidendowych powinien być w dużym stopniu zdywersyfikowany.** Oczywiście nie jest to proste do zrealizowania na polskim rynku akcji, głównie ze względu na relatywnie niedługą historię tego rynku i fakt, że stosunkowo niewielka liczba spółek, w porównaniu np. z rynkami rozwiniętymi, dzieli się z akcjonariuszami wypracowanymi zyskami w postaci dywidendy (ok. 1/3). Jednak na tym etapie rozwoju rynku nie powinno to chyba nikogo dziwić. Spółki cały czas się rozwijają i wolą przeznaczać wypracowane przez siebie zyski na inwestycje niż oddawać je swoim akcjonariuszom. To właściwie odwieczny dylemat, który nie dotyczy tylko naszego

Wykres nr 1



Źródło: <http://stooq.pl>.

rynku. Odpływ gotówki z firmy zmniejsza, jakby nie patrzeć, jej możliwości inwestycyjne. Z drugiej też strony inwestorzy lubią poczuć namacalnie poprzez otrzymaną ze spółki dywidendę to, że ich inwestycja w akcje tej spółki miała jakiś konkretny, finansowy sens. Stąd też kwota dywidendy bardzo często staje się wypadkową pomiędzy potrzebami inwestorów, a potrzebami zarządów spółek.

Mimo stosunkowo krótkiej historii naszego rynku da się jednak wskazać spółki, które od kilku lat regularnie już to robią. Dobrym przykładem może być wspomniana TP SA, PZU czy KGHM. Nie

powinno też specjalnie nikogo dziwić, że spółki dywidendowe cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów instytucjonalnych – funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, które lubują się w inwestycjach przynoszących w miarę stały dochód (niezależnie od tego, czy strumień gotówki pochodzi z obligacji czy też ze wspomnianych dywidend). W miarę regularny napływ nowych środków pochodzących z kuponów czy dywidend ogranicza ryzyko całego portfela i w pewien sposób unieważnia portfel na wahania rynkowe. Dla inwestorów indywidualnych inwestowanie w spółki dywidendowe to z kolei naturalny, kolejny etap oszczędza-

nia, po lokatach bankowych i obligacjach skarbowych i doskonale uzupełnienie portfela oszczędności.

#### 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. Pioneer Pekao Investment Management S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie niniejszego opracowania. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Hossa na sterydach



**Przełom kwietnia i maja był dla giełdowych byków na rynkach rozwiniętych wręcz doskonały. Fundamenty gospodarcze zdecydowanie nie zapowiadały tego, co przyszło nam obserwować.**

Interesujące było szczególnie to, że początek kontynuacji hossy miał miejsce wtedy, kiedy opublikowane w Chinach, Niemczech i w całej strefie euro indeksy PMI pokazały ponury obraz gospodarek. Indeksy w Europie gwałtownie rosły, bo gracze liczyli na to, że słabe dane zmuszą ECB do obniżki stóp. Poza tym nie-

wątpliwie atakował rynki (u nas obligacje) kapitał japoński. Tam nowy szef Banku Japonii zrealizował to, co przed wyborem obiecywał. Drukowanie jenów będzie trwało dopóki inflacja w Japonii nie przekroczy poziomu 2 procent. To chyba pierwszy bank centralny, który za swój cel przyjął wzrost inflacji.

Rzeczywiście, mające miejsce na przełomie kwietnia i maja, posiedzenia banków centralnych nie zawiodyły obozu byków. ECB nie miał wyjścia i obniżył stopy o 25 pb. do 0,5 proc. Nie zawiódł też Ben Bernanke, szef Fed. QE3 będzie podtrzymane, a stopy nie wzrosną dopóki bezrobocie nie zejdzie poniżej 6,5 proc., a inflacja nie wzrośnie ponad 2,5 proc. r/r. Jednak już to wystarczyło do podtrzymania trendu wzrostowego na rynkach akcji.

**Zniknęły też obawy polityczne.** Barack Obama, prezydent USA stwierdził, że międzypartyjna komisja jest na najlepszej drodze do przyjęcia takich rozwią-

zań, które pozwolą na podniesieni limitu zadłużenia USA. W Europie na stanowisko premiera Włoch desygnowany został Enrico Letta, zastępca sekretarza centrolewicowej Partii Demokratycznej. Poparł go Lud Wolności, partia Silvio Berlusconi. W ten sposób połączony został ogień z wodą, po to, żeby uniknąć ataku rynków finansowych, To na dłuższy czas kończy spektakl z powoływaniem rządu Włoch.

Jaki z tego można wyciągnąć wniosek? **Otóż taki, że w kalendarzu na najbliższy miesiąc nie ma niczego, co mogłoby doprowadzić do majowoczerwcowej korekty (zgodnie z zasadą „sell in May and go away” – w maju sprzedaj i uciekaj).** Wydaje się, że tylko naturalna potrzeba realizacji zysków może doprowadzić do korekty, a hossa na sterydach, czyli drukowanych pieniądzech, będzie kontynuowana. Oczywiście tak będzie, jeśli nie pojawi się

„czarny łabędź”, czyli coś, czego w tej chwili nikt nie dostrzega.

Polski rynek akcji nadal jest Kopciuszkiem, który czeka na swojego królewicza (kapitał zagraniczny). Powodów do tej słabości można znaleźć kilka. Fundamentalnym jest słaba gospodarka. Faktem jest też, że większość rynków rozwijających się jest słaba. Powodem słabości GPW jest z pewnością czekanie na oferty sprzedaży dużych polskich spółek. Pozyskane kapitały mają wesprzeć pro-

gram Inwestycje Polskie. Szkodzić może teoretycznie również to, że rynek kontraktów będzie tracił podczas letnich wypłat dywidend.

Wreszcie jest też „sprawa OFE”. Dyskusja na ten temat, a właściwie jej przeciąganie w czasie naszej giełdzie musi szkodzić, mimo że wynikiem dyskusji z pewnością nie będzie nacjonalizacja OFE ani znaczne upośledzenie ich możliwości.

**Z tego wynika, że na powrót poważnego kapitału zagranicznego na nasz rynek przyjdzie nam poczekać przynajmniej do lata.**

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

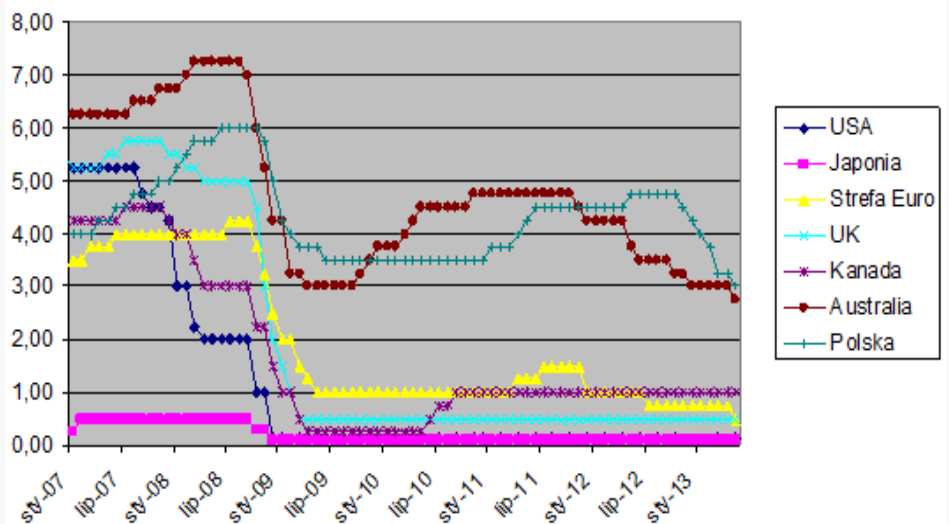
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

## Japoński carry trade

Jeszcze parę lat temu wydawało się, że popularna dotychczas strategia carry trade, przestała być dla spekulantów atrakcyjna, a skalpowanie rynku w obliczu hossy na rynkach akcji nie ma do końca sensu. Wystarczyło jednak, aby na rynkach finansowych pojawił się kryzys, by niemal wszyscy przypomnieli sobie o spekulacjach o nazwie carry trade. **Rozpoczęte agresywne działania banków centralnych nazywane często wojnami walutowymi, w niektórych przypadkach niemal aż proszą, aby korzystać z dobrodziejstw (prawie) darmowego pieniądza.**

**Carry trade (CT) to strategia inwestycyjna polegająca na pożyczaniu waluty w krajach o niskich stopach procentowych i kupowaniu walut krajów z wysokimi stopami procentowymi.** Różnica pomiędzy oprocentowaniem walut jest w tym przypadku zyskiem inwestora. Spoglądając na Wykres nr 1, można zauważyć, że dysproporcja pomiędzy stopami procentowymi w najważniejszych krajach świata jest całkiem spora. W Japonii stopy procentowe są niemal na zerowym poziomie, w Australii wynoszą 2,75 proc., a w Polsce 3,25 proc. Oczywiście można też znaleźć egzotyczne 27 proc. na Białorusi czy 15 proc. w Iranie, jednak możliwości inwestycyjne są w tych regionach mocno ograniczone, a i ryzyko bardzo trudne do oceny.

Wykres nr 1: Poziom stóp procentowych na świecie.



Źródło: Opracowanie własne na podst. [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com).

Aby lepiej zilustrować, jak działa typowa transakcja CT, wyobraźmy sobie inwestora, który pożycza na rok milion dolarów USA i kupuje za nie np. polskie 52-tygodniowe bony skarbowe. Aktualnie podstawowa stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych wynosi 0,25 proc., a średnia rentowność bonów ok. 2,65 proc. Zysk z powyższej inwestycji wyniesie zatem 24 tys. USD, oczywiście przy założeniu braku zmian kursu walutowego. To ostatnie zastrzeżenie jest jednak w wypadku transakcji carry trade niezwykle ważne, gdyż ta z pozoru prosta i zyskowa operacja bardzo łatwo może zamienić się w stratę. Nie trudno wyobrazić sobie bowiem sytuację, kiedy polska waluta zacznie dynamicznie tracić

na wartości. Zakładając, że kurs walutowy w ciągu roku zmieni się tylko o 10 proc. cała operacja zamiast zyskiem zakończy się blisko 70-tys. stratą. Oczywiście wspomniana zależność działa w dwie strony, waluta w której inwestujemy może w międzyczasie zyskać na wartości, a wówczas odnotujemy dodatkowe zyski.

**Inwestorzy stosujący strategię carry trade mają jednak pewną przewagę.**

Na rynkach finansowych istnieje bowiem przekonanie (poparte obserwacjami), że waluty krajów z wyższymi stopami procentowymi mają tendencję do aprecjacji, a z niskimi do deprecjacji. Występuje w tym przypadku pewna samospełniająca



się przepowiednia. Inwestorzy, kupując aktywa kraju z wysokimi stopami procentowi, sami wpływają na wzrost wartości danej waluty i kreują tym samym dla siebie dodatkowy zysk. Problem pojawia się jednak w momentach, kiedy następują momenty zwrotne, wcześniej trudne do zidentyfikowania. Jeśli bowiem inwestorzy zaczną masowo sprzedawać daną walutę, szybko mogą zdusić jej kurs, a tym samym niemal wszyscy stosujący wspomnianą strategię mogą ponieść straty.

Przez lata najlepszą walutą, w której zaciągano zobowiązania był bez wątpienia japoński jen. Stopy procentowe w tym kraju niemal od 17 lat znajdują się w okolicy 0 proc., a tym samym ryzyko nagłego ich podniesienia jest stosunkowo małe. Kapitał pochodzący z Japonii najczęściej lokowany był w Stanach Zjednoczonych, gdzie zarówno płynność jak i względnie wysokie stopy procento-

we tworzyły najlepsze warunki do strategii CT. Jednak, kiedy nadszedł kryzys finansowy, również USA zaczęły mocno obniżać stopy procentowe powodując, że CT na parze USDJPY stało się nieefektywne. W efekcie spekulanci zwrócili uwagę na aktywa australijskie, jednak Bank Australii również rozpoczął cykl odważnych obniżek stóp procentowych. W efekcie tani kapitał z Japonii rozpoczął poszukiwanie innych względnie bezpiecznych klas aktywów, które powinny zagwarantować dodatnią stopę zwrotu z inwestycji. Można odnieść wrażenie, że w pewnym sensie takim rynkiem stała się Polska czy Węgry, których obligacje znajdują się dziś na rekordowo wysokich poziomach.

**W ostatnim czasie głównym rozgrywającym ponownie stał się Bank Centralny Japonii, który chcąc zwalczyć deflację postanowił podnieść cel inflacyjny z poziomi 1 proc. do 2 proc. i**

**zapowiedział szeroko zakrojony program skupu aktywów.** Agresywne podejść BoJ powoduje, że taniego kapitału na rynku będzie jeszcze więcej, wyraźnie tracić będzie japoński jen, a stopy procentowe w Japonii na pewno nie zostaną podniesione jeszcze przez długi czas. Sytuacja jest więc wymarzona dla inwestorów stosujących strategię carry trade i trudno nie oprzeć się wrażeniu, że to właśnie ona stoi za wyraźnym obniżeniem się rentowności obligacji takich krajów jak Polska czy Węgry. O ile w krótkim terminie sytuacja na rynkach emergentów rzeczywiście jest przez to korzystna (niższy koszt obsługi długu), to jednak w dłuższej perspektywie rodzić to może wiele problemów (umocnienie się krajowej waluty, mniejsza konkurencyjność eksportu), które w ostatnim czasie przerabiane były głównie w Brazylii.

**Paweł Mielcarek**

Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Tabela nr 1: Wpływ kursu walutowego na wynik strategii carry trade.

	POCZĄTEK ROKU	KONIEC ROKU	WYNIK NETTO
<b>Brak zmiany kursu</b>	1 MLN USD	1,024 MLN USD	24 TYS. USD
<b>Deprecjacja USD (10%)</b>	1 MLN USD	1,138 MLN USD	137,8 TYS. USD
<b>Aprecjacja USD (10%)</b>	1 MLN USD	0,931 MLN USD	- 69,1 TYS. USD

Źródło: Opracowanie własne.

## 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)