






Szanowni Czytelnicy,

Popularnym jest stwierdzenie, że lokata bankowa jest jednym z najbezpieczniejszych form lokowania nadwyżek finansowych. Bezpieczeństwo kapitału, gwarantowana suma środków wypłacanych po zakończeniu „inwestycji” zachęca do korzystania z tego typu rozwiązań. Tymczasem, do gry wkroczyły fundusze pieniężne, które, na bazie przeszłych wydarzeń na rynkach finansowych, w świadomości większości oszczędzających nie funkcjonują jako alternatywa dla lokat bankowych. W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion wspólnie z ekspertami rynków finansowych zajmiemy się tym i innymi istotnymi z punktu widzenia inwestorów tematami.

I jak co miesiąc swoim spojrzeniem na ostatnie wydarzenia podzieli się z nami Piotr Kuczyński, a Paweł Mielcarek wyjaśni zamieszanie, z jakim mamy do czynienia w kontekście OFE.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

-  bieżącą sytuację rynkową analizuje Adam Zajler z Amplico TFI S.A.,
-  czy warto inwestować w fundusze pieniężne mówi Remigusz Pruszczyk z Amplico TFI S.A.,
-  o metalach szlachetnych opowiada Paweł Małycka z TFI Allianz Polska S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Czekanie na decyzję Fed,
-  w emerytalną przyszłość spogląda Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.



Platforma Xelion

na bieżąco sprawdzaj
swoje inwestycje...

Więcej na www.xelion.pl

Bieżąca sytuacja rynkowa i szanse na kontynuację relatywnej siły polskiej giełdy

Oczekiwane odbicie nadeszło

Ostatnie tygodnie przyniosły znaczące wzrosty na GPW i zarazem krajowy rynek wypadł znacznie lepiej niż rynki zachodnie. Był to pierwszy taki miesiąc w bieżącym roku, gdyż stopa zwrotu z WIG od stycznia jest praktycznie na zero, podczas gdy z indeksu S&P500 wyniosła na koniec maja 16,3%. Silne zachowanie krajowego rynku szczególnie uwidoczniło się po 21 maja, kiedy to WIG mocno rósł, gdy giełdy na świecie weszły w korekcyjne spadki.

Podobnego poderwania relatywnej siły WIG do S&P500 doświadczyliśmy już w pierwszych dwóch tygodniach kwietnia, jednak wtedy okazał się to jedynie pozytywny epizod i rynek powrócił do relatywnej słabości. To co dla krajowych inwe-

storów jest teraz ważne, to czy tym razem będzie inaczej i czy wchodzimy w dłuższy okres lepszego zachowania naszego rynku?

W danych makro gorzej ma już nie być

Dane makroekonomiczne na pierwszy rzut oka nie sprzyjają pozytywnemu scenariuszowi. Opublikowane pod koniec miesiąca dane o polskim PKB za 1. kwartał 2013 roku potwierdzają wyraźne spowolnienie gospodarki. O tym, że zmiana PKB r/r miała znak dodatni, już czwarty kwartał z rzędu zdecydował eksport netto, podczas gdy inwestycje i konsumpcja od trzech kwartałów odnotowały dynamiki ujemne. Takie dane były jednak oczekiwane już od kilku miesięcy i, co więcej, rynek przygotowany jest, na-

szym zdaniem, na równie słabe dane za 2. kwartał. Uwaga rynku skupia się zatem na prawdopodobnym odbiciu gospodarki w drugiej połowie roku, a to może oznaczać, że faktycznie okres słabości giełdy mamy za sobą.

Strach przed zakończeniem QE

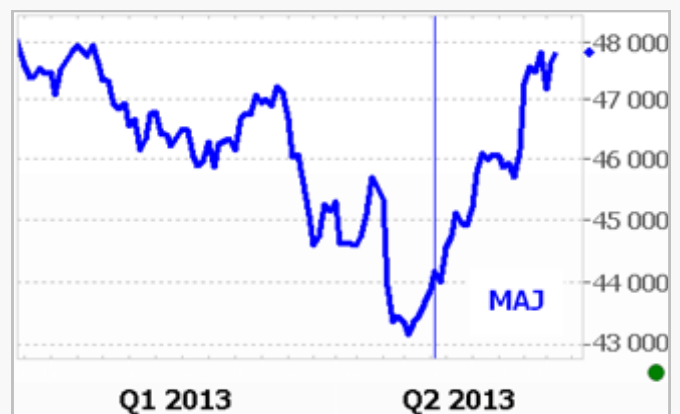
W szerszym, czyli ogólnosiwiatowym kontekście, paradoksalnie oczekiwana poprawa gospodarcza w drugiej połowie roku, tymczasowo napawa inwestorów obawą. Otóż, przy obecnych poziomach indeksów giełdowych, zwłaszcza zachodnich, które w sporej części znalazły się na historycznych szczytach, na pierwszy plan wysunęły się rozważania, na ile było to zasługą dodruku pieniędzy przez banki centralne. Nieuchronnie uzyskanie pewności przez bankierów cen-

Tabela nr 1: Stopy zwrotu z indeksów i subindeksów.

| | maj | 2013 rok |
|-----------------|-------|----------|
| WIG20 | 7,2% | -3,8% |
| WIG | 8,3% | 0,7% |
| sWIG80 | 9,6% | 10,3% |
| mWIG40 | 10,3% | 10,2% |
| S&P 500 | 2,1% | 16,3% |
| BANKI | 9,0% | 1,1% |
| DEWELOPERZY | 12,9% | 1,8% |
| CHEMIA | 20,3% | 28,7% |
| BUDOWLANKA | 16,2% | 8,4% |
| ENERGIA | 9,1% | -3,9% |
| SPOŻYWCZY | 2,1% | -8,9% |
| INFORMATYKA | 6,3% | 4,1% |
| MEDIA | 11,8% | 7,1% |
| TELEKOMUNIKACJA | 13,2% | -26,6% |
| PALIWA | 10,9% | 9,5% |
| SUROWCE | 0,3% | -20,6% |

Źródło: Reuters.

Wykres nr 1: Indeks WIG.



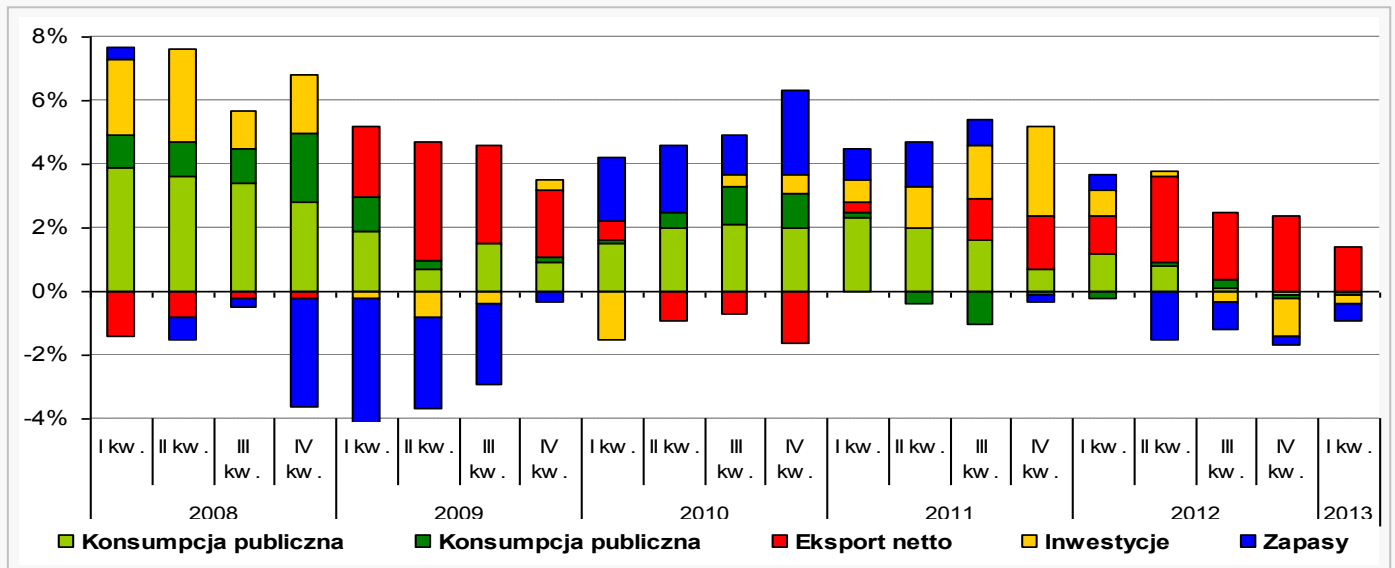
Źródło: Reuters.

Wykres nr 2: Relatywna siła WIG vs S&P500.



Źródło: Reuters.

Wykres nr 3: Kontrybucja składowych polskiego PKB.



Źródło: GUS.

tralnych, że gospodarki zostały pobudzone, przyniesie wycofanie programów płynnościowych, a właśnie tego rynki boją się teraz najbardziej. W efekcie giełdy, pod koniec maja, zaczęły reagować spadkami na dobre dane makro i wzrostami na gorsze dane.

Indeksy PMI coraz bardziej optymistyczne

Tymczasem na koniec miesiąca poznaliśmy najnowsze, dane o indeksach PMI, które okazały się słabe, ale też zarazem o pozytywnej wymowie. O optymizmie z nich wynikającym stanowią nie ich poziomy, które są dla większości krajów w obszarach recesyjnych, a tendencje zmian w porównaniu do odczytów wcześniejszych. PMI dla strefy euro rośnie już od sierpnia 2012 roku i po korekcie w marcu i kwietniu, w maju wzrósł do najwyższego poziomu od marca 2012 roku. Obraz taki wspiera scenariusz dalszych wzrostów na rynkach akcji.

Przyszłość OFE nadal niepewna

Czynnikiem, któremu można przypisać relatywną słabość polskiej giełdy od początku roku, jest zapowiedziane przez rząd okrojenie OFE. Pierwotnie decyzje miały zapaść po publikacji raportu z przeglądu systemu emerytalnego w ma-

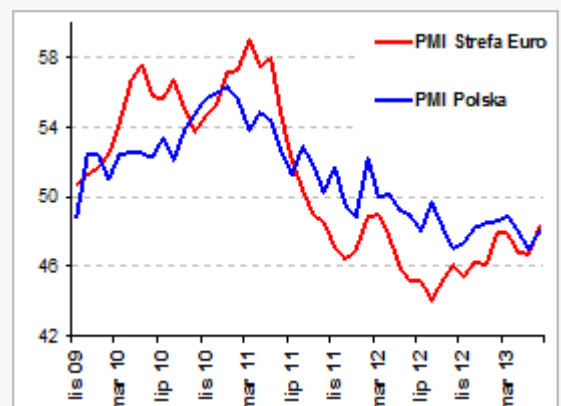
ju. Termin ten nie został jednak dotrzymany i obecnie mowa o czerwcu, jednak w międzyczasie Ludwik Kotecki, główny ekonomista Ministerstwa Finansów, zapowiedział, że przed wprowadzeniem zmian w systemie będzie przeprowadzona debata społeczna i jakiegokolwiek zmiany będą miały miejsce dopiero w przyszłym roku. Sprawa więc za kilka miesięcy powróci, jednak tymczasowo odium z polskiej giełdy zostało zdjęte. Pozwoliło to naszemu rynkowi na wspomnianą powyżej siłę względem innych rynków.

Od debaty o OFE istotniejsza atrakcyjność lokat

W kontekście potencjalnego okrojenia OFE warto przytoczyć kilka cyfr, które uzmysławiają skalę zagadnienia, którym rynek żył do maja. Otóż ogółem wartość środków w OFE to obecnie około 270 mld zł, z czego w akcjach ulokowano około 100 mld zł. Tymczasem w bankach na depozytach i rachunkach bieżących znajduje się w Polsce około 807 mld zł, z czego około 530 mld zł, to środki gospodarstw domowych. Porównując obecną wartość depozytów Polaków do stanu z lipca 2007 roku, czyli momentu, w któ-

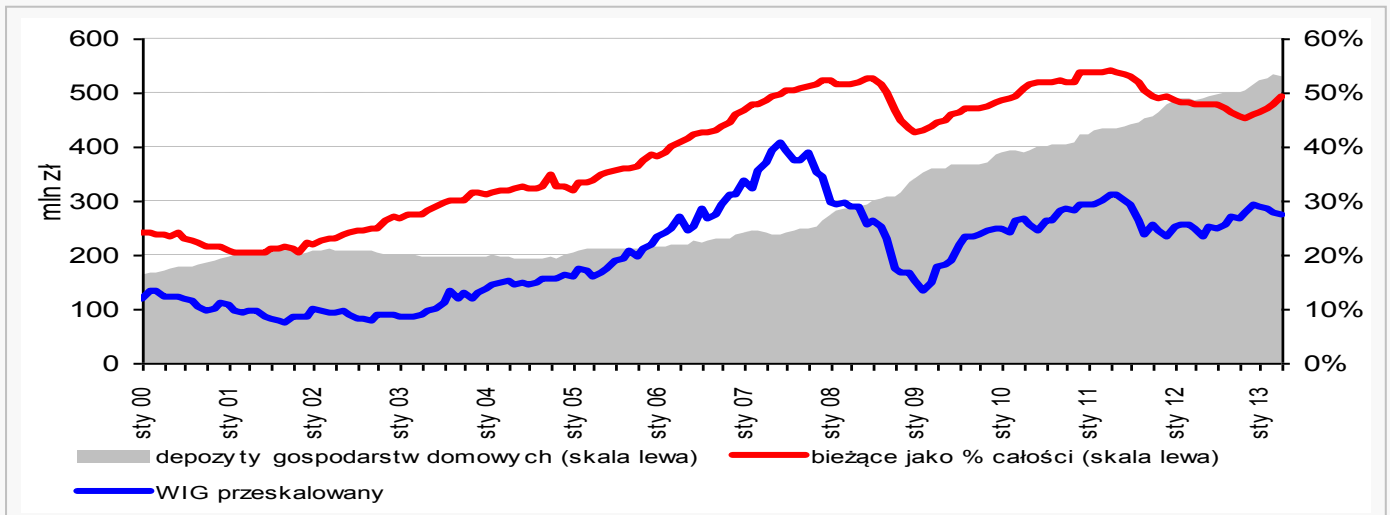
rym chęć inwestycji w akcje była rekordowa, to są one większe o 290 mld zł, czyli więcej niż całość OFE. Jednocześnie historycznie wzrosty na giełdzie pokrywały się z tendencją do rezygnacji z dłuższych depozytów i pozostawianiem środków na rachunkach bieżących. Z taką sytuacją mamy do czynienia również obecnie, kiedy to tylko w marcu i kwietniu Polacy nie odnowili depozytów na 10,5 mld zł. Jednym zdaniem, przy obecnych poziomach stopy procentowej ogromne środki czekają tylko na sygnał do dużych inwestycji. Ostatnią cyfrą jaką dobrze jest tu przytoczyć, to obecna kapitalizacja akcji w wolnym obrocie na GPW, która wynosi mniej niż 300 mld zł, czyli mniej więcej tyle ile wspomniany już

Wykres nr 4: Indeksy PMI.



Źródło: Reuters.

Wykres nr 5: Depozyty gospodarstw domowych i WIG.



Źródło: NBP.

wzrost depozytów ludności od lipca 2007 roku.

Dobre perspektywy dla polskich funduszy akcyjnych

Wspomnianym powyżej sygnałem do zakupów akcji będzie wzrost ufności ludzi odnośnie ich ekonomicznej przyszłości. Przy czym nie mówimy tu o przekonaniu, że jest dobrze, a jedynie o przeświadczeniu, że będzie lepiej.

Zakończenie dodruku pieniądza przez banki centralne jest, prędzej czy później, nieuniknione. Z zapowiedzi decydentów wynika jednak, że nie stanie się to z dnia na dzień i raczej będzie to proces rozłożony w czasie. Zatem najprawdopodobniej po przejściowym okresie obaw z tym związanych, na pierwszy plan wróci stan realnej gospodarki, a ta powinna już mieć najgorsze za sobą. W tym scenariuszu fundusze akcji pozostają najlep-

szą formą inwestycji, a Polski rynek powinien w ciągu kilku miesięcy odrobić dystans do zagranicy.

Adam Zajler

Analitik Akcji

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

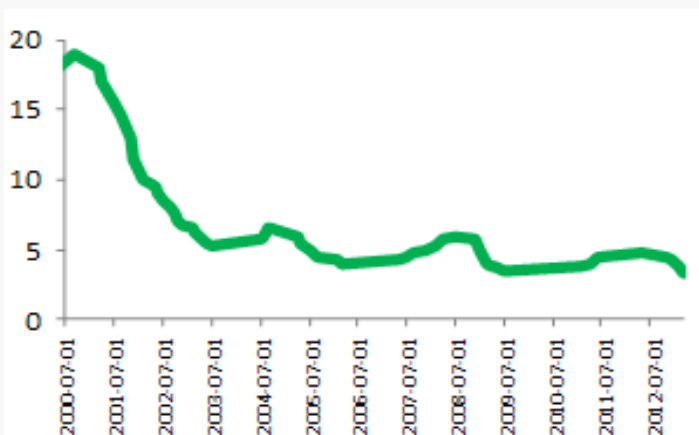
Czy warto obecnie inwestować w fundusze pieniężne?

W obliczu ostatnich obniżek stóp procentowych atrakcyjność oszczędzania na lokacie istotnie spadła. Oczywiście realna stopa procentowa nadal

jest dodatnia, gdyż ostatnie odczyty inflacji wskazują na jej spadek poniżej 1% (0,8% r/r za kwiecień) – więc z punktu widzenia utrzymania wzrostu wartości

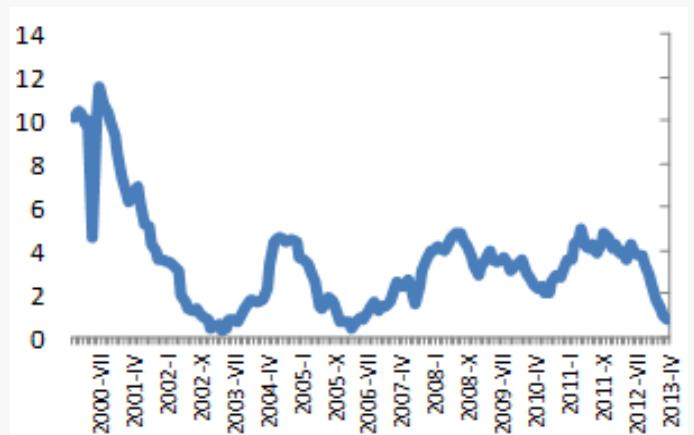
nabywcy pieniądza lokowanie środków na lokatach nawet z oprocentowaniem 2% jest korzystne. Ale czy jest to rozwiązanie najkorzystniejsze?

Wykres nr 1: Stopa referencyjna NBP.



Źródło: bankier.pl.

Wykres nr 2: Inflacja r/r PL..



Źródło: bankier.pl.

Wykres nr 3: Porównanie średniej stopy zwrotu z funduszy pieniężnych do WIG.



Źródło: analizy.pl.

Bardzo niewiele osób zdaje sobie sprawę, że są inne rozwiązania, często korzystniejsze niż lokaty bankowe, zapewniające porównywalny lub wyższy dochód i dużo bardziej bezpieczne z punktu widzenia wypłacalności i dostępności środków. Tym rozwiązaniem są fundusze pieniężne. Często słowo „fundusz” kojarzy nam się z rokiem 2007, kiedy to zainteresowanie funduszami było największe. Ale dotyczyło ono tylko wąskiej kategorii funduszy – funduszy akcyjnych. A skoro fundusze pieniężne były mało popularne, więc najczęściej słowo „fundusz” kojarzy się tylko z jednym zjawiskiem – stratami. Podczas gdy fundusze pieniężne od 2007 roku mają dodatnią stopę zwrotu i jest ona znacznie wyższa od akcji czy funduszy akcji. **Przyczyna tego zjawiska jest bardzo prosta - fundusze pie-**

niężne nie inwestują w akcje, wobec czego nie są narażone na straty tak dotkliwe, jakie ponieśli posiadacze akcji bądź funduszy akcyjnych.

Dobry fundusz pieniężny może być bezpieczniejszy niż lokata bankowa. Portfele dobrych funduszy pieniężnych w zdecydowanej większości składają się z instrumentów dłużnych emitowanych i poręczanych przez Skarb Państwa – czyli obligacji i bonów skarbowych, a są to obecnie najbezpieczniejsze formy lokowania środków. Poziom odpowiedzialności banku wynosi równowartość 100 tys. EUR, podczas gdy dostępność środków z funduszu zawsze jest równa 100% wartości naszego rejestru (iloczynu jednostek x ich cena).

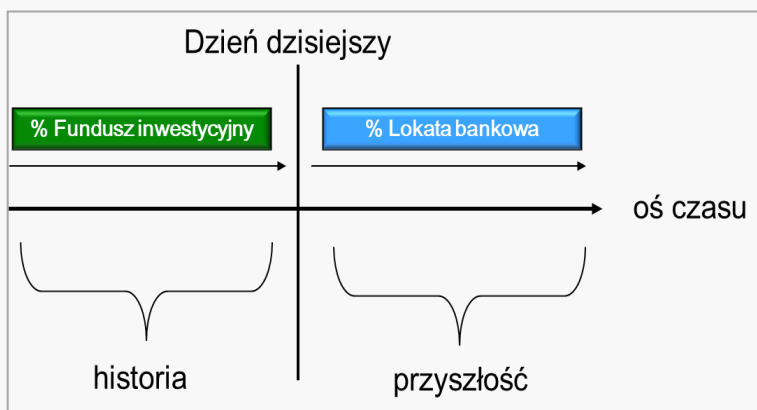
Nie bez znaczenia jest też płynność inwestycji. Wycofanie środków z funduszu

byśmy czekali do końca lokaty. Wycofanie środków z funduszu pieniężnego nie jest obciążone żadnymi opłatami, a odbywa się poprzez sprzedaż jednostki wg jej aktualnej wartości, zaś pojawienie się środków na rachunku klienta, nie trwa dłużej niż 2-3 dni od momentu złożenia dyspozycji. Dlaczego zatem tak rzadko wybieramy fundusz pieniężny?

Po pierwsze, jednym z powodów jest nieznanostwo produktu i przeświadczenie, że fundusz pieniężny jest tak samo ryzykowny jak fundusz akcyjny. Wynika to w głównej mierze z niezrozumienia, że na rynku są różne rodzaje funduszy.

Po drugie, jest nam bardzo trudno porównać fundusz z lokatą bankową, dlatego że bank określa na początku, ile nam zapłaci za to, że ulokujemy w nim środki na określony okres czasu. My tę obietnicę porównujemy do wyników, jakie osiągnął fundusz pieniężny. Z tą różnicą, że fundusz nie podaje, ile zapłaci za ulokowanie w nim środków, tylko podaje, jakie stopy zwrotu osiągnął w minionym okresie. Takie porównanie nie jest właściwe, ponieważ oprocentowanie lokaty dotyczy przyszłości, a wynik funduszu odnosi się do przeszłości, więc są to okresy nieporównywalne. Gdybyśmy jednak te okresy na siebie nałożyli widać, że fundusz pieniężny wygrywa z lokatami bankowymi w większości przypadków.

Błąd przy porównywaniu funduszy pieniężnych do lokat bankowych.



pieniężnego nie wiąże się z dodatkowymi kosztami. W przypadku depozytu w najlepszym wypadku dostaniemy znacznie mniej odsetek niż gdy-

Po trzecie, błąd w porównaniach pojawia się na poziomie samego porównania – oprocentowanie lokaty, nawet 3 miesięcznej, jest zawsze podawane w skali roku, natomiast fundusz podaje wyniki w skali danego okresu (np. za 3 miesiące). I tu pojawia się kolejny błąd, bo gdybyśmy założyli, że lokaty za ostatnie 3 m-ce oprocentowane były na poziomie 5%, a fundusz pieniężny osiągnął stopę zwrotu za ostatnie 3 m-ce na poziomie 2%, to najczęściej uznamy, że lokata była atrakcyjniejsza.

Niestety lokata 3 miesięczna z oprocentowaniem 5% da nam po tym okresie tylko ok. 1,25%, a fundusz 2%. Więc dopiero przy takiej analizie dojdziemy do

wniosku, że inwestycja w fundusz była bardziej opłacalna.

Fundusze pieniężne mogą być ciekawą alternatywą dla lokat bankowych. **Oprócz niewątpliwego bezpieczeństwa, oferują atrakcyjne stopy zwrotu.** Inwestycja w funduszu pieniężnym nie wiąże się z żadnymi deklaracjami odnośnie okresu – w przeciwieństwie do większości lokat bankowych. **Wycofanie jest bezproblemowe i nie wiąże się to z żadnymi sankcjami.**

Ryzyko funduszu pieniężnego można porównać do ryzyka lokaty bankowej. To znaczy, że ten produkt rekomendowany jest osobom, których tolerancja ryzyka jest bardzo niska, a które chciały-

by osiągać stabilne stopy zwrotu zbliżone do lokat bankowych w najlepszych bankach.

Oczywiście należy wybierać tylko te fundusze, które mają bardzo restrykcyjną politykę dotyczącą ryzyka kredytowego i od wielu lat są w ścisłej czołówce rynkowej.

Remigiusz Pruszcak

Makler Papierów Wartościowych
Dyrektor Sprzedaży

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Złoto oraz srebro notują jeden z najgorszych okresów w ciągu ostatnich kilku lat. Czy metale szlachetne utraciły już wszystkie swoje dotychczasowe atuty?

Od początku roku rynek metali szlachetnych przechodzi jeden z trudniejszych okresów w ciągu ostatnich kilku lat. Złoto w okresie od stycznia do maja spadło o około 17%, a srebro o ponad 26%. Przesłanki, które determinowały tak dużą wyprzedaż na poszczególnych rynkach były po części wspólne dla metali, a po części odmienne dla każdego instrumentu.

W przypadku złota, 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 stopniowym zmniejszaniu tempa skupu aktywów. W odpowiedzi na opisane ryzyko inwestycyjne rozpoczęła się wyprzedaż metalu, a że jego zasoby zgromadzone w funduszach ETF osiągnęły rekordowe poziomy pod koniec ubiegłego roku, skala przeceny przybrała po każdym charakter. Od początku roku z

tego typu funduszy sprzedanych zostało ponad 480 ton metalu, a stan „posiadania” wrócił do poziomu notowanego ostatnio w lipcu 2010 roku (Wykres nr 1). Wyprzedaży zapasów przez ETF-y towarzyszyło domykanie długich spekulacyjnych pozycji na kontraktach na złoto, co potęgowało tylko skalę spadków. W krótkim terminie trudno wyrokować, czy złoto straciło swoje atuty. Co prawda, ilość spekulacyjnych pozycji na

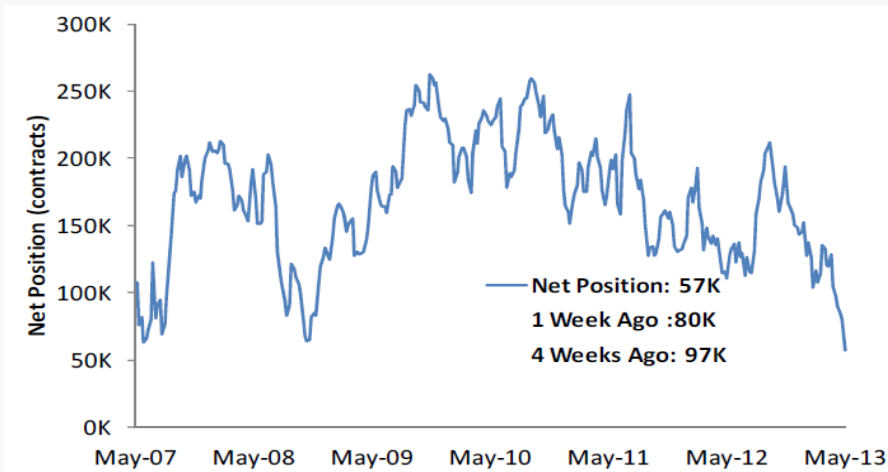
metal spadła do rekordowo niskich poziomów (Wykres nr 2), a to oznacza zdecydowane ograniczenie presji podażowej. Natomiast nie można wykluczyć dalszych umorzeń w funduszach ETF, co będzie przekładało się na kontynuację tendencji spadkowej. **W dłuższym terminie o perspektywach inwestycyjnych metali szlachetnych, w tym w szczególności złota, będą decydować inne czynniki.**

Wykres nr 1: Cena złota (l-oś) vs. zapasy złota w funduszach ETF mierzone w tonach (p-oś).



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 2: Spekulacyjne pozycje na złocie.



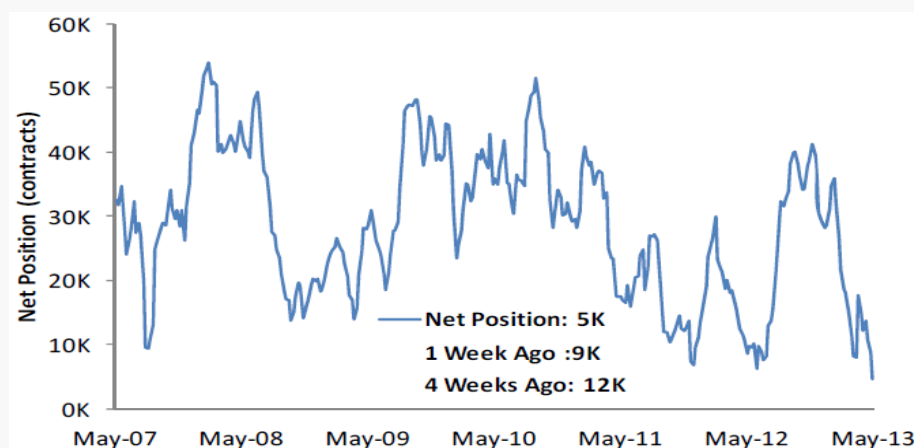
Źródło: Deutsche Bank.

Wykres nr 3: Cena złota (p-oś) vs. inflacja CPI (r/r) w USA (l-oś).



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 4: Spekulacyjne pozycje na srebrze.



Źródło: Deutsche Bank.

Jednym z najbardziej znanych powodów inwestowania w metale szlachetne jest zabezpieczenie oszczędności przed inflacją. Pomimo dotychczasowego dodruku pieniądza przez FED i inne banki centralne, inflacja w USA

utrzymuje się na niskim poziomie. Wykres nr 3 dość wyraźnie pokazuje ścisłą korelację inflacji i cen złota. Na tej podstawie można wysnuć tezę o powrocie rynku „byka” w momencie pojawienia się inflacji. Niestety, z perspektywy dnia

dzisiejszego jest ona zjawiskiem wciąż bardziej oczekiwanym niż namacalnym, szczególnie przy planowanym ograniczeniu luzowania ilościowego w USA. Podsumowując, na chwilę obecną nie widać argumentów przemawiających za odwróceniem trendu na złocie.

Istotne pogorszenie sentymentu inwestycyjnego widoczne było również w przypadku srebra. Głównym powodem spadków na srebrze było złamanie stereotypu złota jako „bezpiecznej przystani” i towarzysząca temu paniczna wyprzedaż, która udzieliła się również inwestorom lokującym swoje oszczędności na rynku srebra (spadek liczby spekulacyjnych pozycji – Wykres nr 4). Poza atutem inwestycyjnym, srebro ma swoje zastosowanie w gospodarce, w tym w branży fotowoltaicznej, która stanowiła około 12% popytu przemysłowego na ten metal. Oczekuje się, że zapotrzebowanie przemysłu solarnego na srebro gwałtownie spadnie w ciągu najbliższych trzech lat (zmiany regulacji, konsolidacja w branży, etc). Jednocześnie prognozy analityków wskazują na wzrost wydobycia srebra, co zapewne podcina długoterminowe perspektywy inwestycyjne i powoduje dalszą presję na ceny tego metalu.

Interesująco na tle analizowanych metali wygląda natomiast pallad, wykorzystywany podobnie jak srebro w branży przemysłowej, na który zapotrzebowanie istotnie wzrosło w ostatnich kilku latach. Rosnący popyt na ten metal w branży samochodowej (zastosowanie w auto-katalizatorach kosztem dwukrotnie droższej platyny) sprawił, że jego cena wzrosła w bieżącym roku o 7%, podczas gdy inne metale szlachetne znacznie potaniały.

Paweł Malyska

Zastępca Dyrektora Departamentu Zarządzania Aktywami, Zarządzający Funduszami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Czekanie na decyzję Fed



Maj na rynkach akcji był bardzo dobrym miesiącem. Tak dobrym, że pojawiły się nawet tryumfalistyczne wypowiedzi analityków twierdzących, że powiedzenie „sell in May and go away” (w maju sprzedaj i uciekaj) jest martwe. Być może okaże się, że mają rację, ale warto zauważyć, że powiedzenie mówi o sprzedawaniu w maju, a nie o przecenie w maju, a przecież 22 maja w USA i na europejskich parkietach rozpoczęła się korekta.

Uważam, że będzie to „korekta w bok”, czyli pewnego rodzaju trend boczny. W końcu maja szukaliśmy jego dolnego ograniczenia. Zakładam, że jeszcze trochę go poszukamy, bo dopiero 19 czerwca odbędzie się posiedzenie FOMC. Zakładam też, że Fed nie będzie chciał długo utrzymywać niepewności na rynkach i już wtedy postanowi o zredukowaniu wartości kupowanych w ramach poluzowania ilościowego aktywów. Zakładam też, że będzie to redukcja ostrożna, taka, która już od dawna będzie zawarta w cenach akcji i walut. Po tej decyzji wyżki indeksów powinny być kontynuowane.

Następnym zagrożeniem będzie czas między sierpniem i październikiem, kiedy to podobno Barack Obama, prezydent USA, wysunie kandydaturę na nowego szefa Fed. Podobno prawie pewne jest, że w styczniu Bena Bernanke (upływa jego druga kadencja na stanowisku szefa Fed) zastąpi ktoś inny, wybrany właśnie przez prezydenta. Rynki mogą się tej zmiany wystraszyć, ale nie jest to wcale przesądzone.

W Polsce dało się wreszcie zauważyć w maju większe zainteresowanie inwestorów polskimi akcjami. Nic dziwnego, bo przecież niezwykle niska inflacja i obniżki stóp będących wynikiem kolejnych posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej zmusiły (na razie nie tak bardzo licznych) posiadaczy oszczędności do szukania alternatywy do niezwykle nisko oprocentowanych lokat. Spodziewam się, że ten trend będzie się umacniał wraz ze wzrostem giełdowych indeksów. Jak zwykle najsilniejszy napływ środków na rynek akcji zobaczymy w końcu hossy. Do tego jednak jest jeszcze daleko.

Do ważnych wydarzeń doszło w maju na rynku walutowym. USD/PLN zawisł na górnym ograniczeniu kanału. Spadkowy układ CHF/PLN zmienił się na wzrostowy (wybicie z klina), a EUR/PLN wybił się z 10-miesięcznego kanału trendu bocznego. To zmusiło graczy do wyprzedania naszej waluty. Rosła też rentowność polskich obligacji i przede wszystkim to osłabiało złotego. **Nie jest prawdą, że to słabe dane o polskim PKB (w pierw-**

szym kwartale wzrósł jedynie o 0,5 proc. w stosunku do zeszłego roku) tak osłabiły naszą walutę. Działała tylko technika i ucieczka z obligacji.

Na wszystkich rynkach rozwijających się doszło do ucieczki z rynku obligacji, co skutkowało przeceną lokalnych walut. Nie można przecież oczekiwać, że rentowność obligacji USA będzie wyraźnie przekraczała poziom dwóch procent, a na przykład polskie obligacje będą dawały rentowność trzy procent. Różnica musi być większa, więc nic dziwnego, że ze wzrostem rentowności amerykańskiego długu rosła rentowność obligacji na rynkach rozwijających się. Ponieważ wyższa rentowność daje niższą cenę obligacji, to wychodząc z rynku długu inwestorzy zagraniczni częściowo przechodzili przez rynek walutowy osłabiając złotego.

Ten proces też na długi czas zakończy się po posiedzeniu FOMC. Wtedy na rynku naszych obligacji i złotego zobaczymy korektę znoszącą część strat. Pozostaje nam w tej sytuacji czekać na 19 czerwca mając nadzieję, że członkowie FOMC podejmą decyzję zgodną z moimi oczekiwaniami.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Emerytalna OFEnsya

W ciągu ostatnich miesięcy jakakolwiek debata publiczna dotycząca emerytur kręciła się wokół OFE, a dokładniej przebiegu funkcjonowania całego II filaru. Zaskakujący w całej dyskusji był fakt, że uwaga skupiała się albo na samych Po-

wszechnych Towarzystwach Ubezpieczeniowych, które według niektórych mają się jak przysłowiowe pączki w masle albo na wpływie otwartych funduszy emerytalnych na gospodarkę czy rodzimą giełdę. Bardzo mało w całej dyskusji

było elementów, które uświadomiłyby obecnej grupie aktywnych zawodowo, jak wyglądać będą przyszłe emerytury i co można zrobić, aby były one wyższe.

Najbardziej nośnym tekstem pojawiającym się w mass mediach jest obecnie

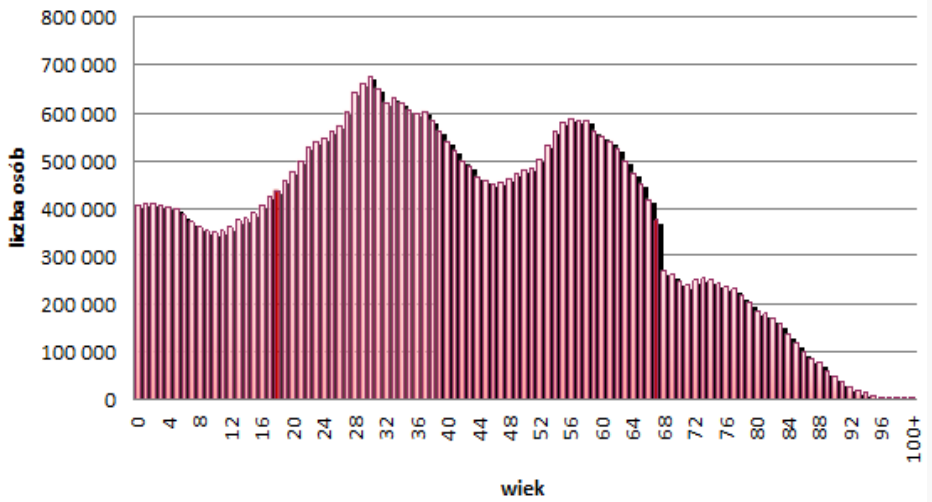
zdanie, że na jednego emeryta pracują dziś cztery osoby, podczas gdy za 50 lat pracować będą musiały już tylko dwie. Warto jednak dokładniej zastanowić się nad tym zdaniem, gdyż co prawda oddaje ono sedno sprawy, jednak nie wszyscy mogą sobie zdawać sprawę, co to tak naprawdę oznacza. Na Wykresie nr 1 została przedstawiona aktualna sytuacja demograficzna Polski (pomiędzy czarnymi słupkami znajdują się osoby czynne zawodowo). Już na pierwszy rzut oka można zauważyć, że liczba emerytów w stosunku do osób pracujących jest niewielka, na co główny wpływ miała II wojna światowa. Zdecydowana większość osób będących obecnie na emeryturze to osoby urodzone do 1945 r., a więc osoby, które przetrwały okres wojenny, a tym samym wykres jest w pewnym sensie zaburzony. Dwie kolejne górkę to wyże demograficzne, pierwsza od prawej to typowy powojenny boom, drugi na przełomie lat 70 i 80 to dzieci wyżu pierwszego.

Jak wynika z obliczeń Głównego Urzędu Statystycznego, w 2035 r. sytuacja demograficzna Polski będzie wyglądać mniej więcej tak jak na wykresie nr 2. Można zauważyć znaczący wzrost liczby emerytów (osiągnięcie wieku emerytalnego przez powojenny wyż) oraz spadek liczby urodzeń.

Zmianę jaka zajdzie w ciągu najbliższych 20 lat najlepiej oddaje jednak wykres nr 3, który przedstawia procentową zmianę liczby osób w danym wieku pomiędzy 2012 a 2035 rokiem. Wnioski są bardzo czytelne i jednoznaczne. W ciągu najbliższych dwóch dziesięcioleci liczba osób powyżej 67. roku życia wzrośnie średnio o 50 proc. (z obecnych około 5 mln do około 8 mln), a liczba osób poniżej 40. roku życia spadnie o ok. 30 proc. (z obecnych 20 mln do około 14 mln).

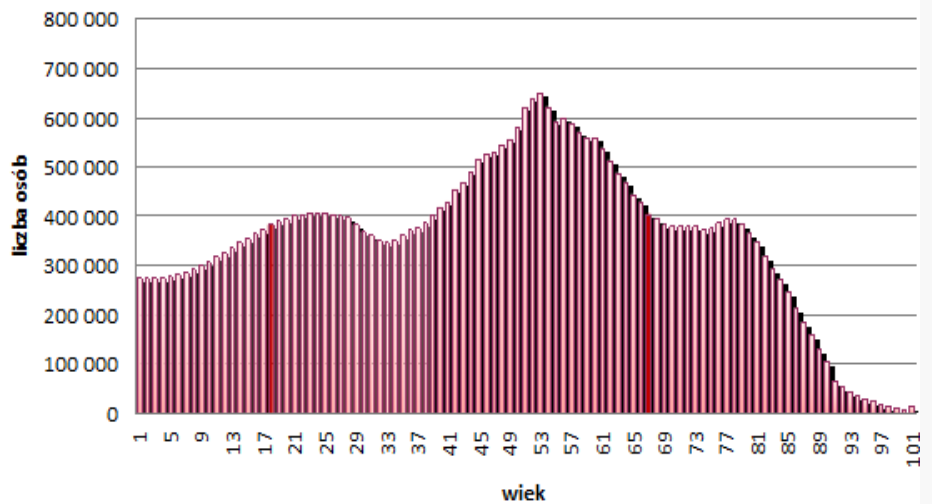
Jednym słowem, osób pracujących będzie mniej, natomiast osób pobierających świadczenia emerytalne będzie więcej. Naturalnym następstwem będą zatem większe wydatki z budżetu państwa na emerytury oraz służbę zdrowia. Oczywiście zmiany struktury

Wykres nr 1: Sytuacja demograficzna Polski w 2013 r.



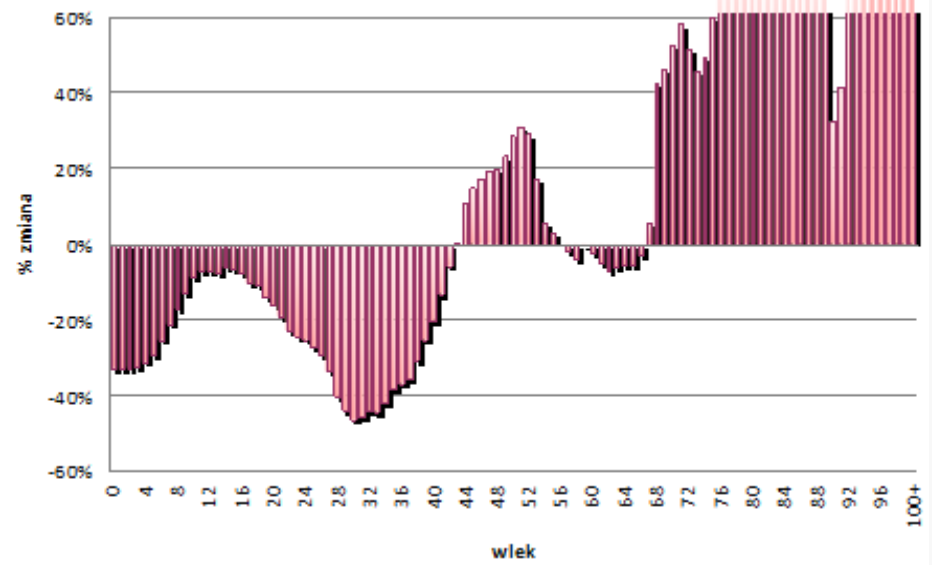
Źródło: GUS.

Wykres nr 2: Sytuacja demograficzna Polski w 2035 r.



Źródło: GUS.

Wykres nr 3: Dynamika zmian.



Źródło: GUS.

demograficznej będą niosły aspekty pozytywne, jak choćby mniejsze bezrobocie i wyższe płace, jednak wydaje się że przy liczbie negatywnych aspektów jest to małe pocieszenie.

Duży wzrost liczby emerytów oznacza wyższe wydatki z budżetu państwa na emerytury. Szacuje się, że każdy milion emerytów pobiera od 15 do 20 mld zł rocznie. Jeśli wziąć pod uwagę, że emerytów przybędzie kilka milionów oznacza to nic innego jak ogromne obciążenie dla budżetu, który w dłuższej perspektywie nie będzie mógł sobie poradzić z takimi kosztami. Rozwiązanie będą mogły być zatem dwa: albo podwyżka podatków, albo obniżka emerytur. Na obecną chwilę najbardziej prawdopodobny wydaje się być scenariusz zakładający podwyżki podatków, ale tylko przy przechodzeniu pierwszej fali wyżu (roczniki 46-60) w wiek emerytalny. Dalsze podwyżki podatków będą już niemożliwe i koniec końcem dojdzie do obniżenia świadczeń emerytalnych przy wypłatach z ZUS.

Już dziś warto więc pomyśleć, co zrobić, aby przyszła emerytura była wyższa i nie być skazanym wyłącznie na świadczenie z Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Baz wątplenia najlepszym rozwiązaniem są produkty ściśle dedykowane oszczędzaniu na emeryturę, gdyż posiadają w swoich mechanizmach zaszyte benefity (zwolnienie z „podatku belki”, ulgi podatkowe), które zwłaszcza w długiej

perspektywie czynią te produkty szczególnie atrakcyjnymi. Na rynku od dłuższego czasu dostępne są przede wszystkim Indywidualne Konta Emerytalne (IKE) oraz Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE), jednak w ostatnim czasie uwagę wąskiej grupy inwestorów przyciągnęły rewelacyjne wyniki fundusz DFE, o których tak naprawdę niewiele się mówi.

Skrót DFE w łatwy sposób można rozwinąć. Są to Dobrowolne Fundusze Emerytalne, które mogą być tworzone i zarządzane jedynie przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE), w ramach III filaru. **DFE są to specjalne fundusze, w ramach których oferowane są takie produkty jak indywidualne konta emerytalne (IKE) oraz indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE).** Dlaczego więc DFE traktowane są jako nowość rynkowa, skoro IKE oraz IKZE funkcjonują już od dłuższego czasu? Nowelizacja ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontaktach emerytalnych oraz indywidualnych kontaktach zabezpieczenia emerytalnego od 1 stycznia 2012 roku umożliwiła Powszechnym Towarzystwom Emerytalnym prowadzenie IKE oraz IKZE, jednak pod warunkiem wydzielenia aktywów w specjalnych funduszach (w DFE właśnie). Sama polityka inwestycyjna jest zbliżona do tej stosowanej w otwartych funduszach emerytalnych, a więc klient nie ma możliwości sprecyzowania cha-

rakteru danego produktu, czy to pod kątem lokalizacji, dobieganych aktywów czy ryzyka.

Szczególną uwagę warto zwrócić na fakt, że aktywa DFE muszą być specjalnie wydzielone od pozostałych, a tym samym fundusze te naturalnie posiadają jak na razie bardzo niewielkie aktywa. Można zatem już intuicyjnie się domyślić, że osiągnięcie pokaźnej stopy zwrotu, jest zdecydowanie łatwiejsze w przypadku funduszu, który posiada 2 mln zł aktywów, niż funduszem, który tych aktywów ma 2 mld zł. Nie inaczej było też w rzeczywistości, gdyż najlepszy z funduszy DFE w 2012 r. osiągnął stopę zwrotu na poziomie 49 proc., przy aktywach funduszu nie przekraczających 4 mln zł. W dłuższym terminie tak rewelacyjna stopa zwrotu wydaje się być nie do powtórzenia, tym bardziej, że aktywa cały czas będą rosły, a tym samym wyniki DFE powinny być zbliżone do wyników OFE. **Nie zmienia to jednak faktu, że w długim horyzoncie osoby odkładające choćby niewielkie nadwyżki na przyszłą emeryturę będą w znacznie lepszej sytuacji niż osoby uzależnionych tylko i wyłącznie od państwowych świadczeń z ZUS.**

Paweł Mielcarek

Analitik

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Informacje Prawne

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, www.xelion.pl