

Szanowni Czytelnicy,

Okres wakacyjny w pełni i choć większość z nas myśli przede wszystkim o urlopowych destynacjach, rynki nie odpoczywają. Dlatego w aktualnym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion, bieżącą sytuację na poszczególnych rynkach inwestycyjnych i ciekawe rozwiązania prezentują, trzymający rękę na pulsie, eksperci renomowanych instytucji finansowych.

Zachęcamy do lektury!

Europa Środkowo-Wschodnia (Polska, Czechy, Węgry) jako bezpieczna przystań? Nowa rzeczywistość czy tylko złudne oczekiwania inwestorów?

W czasach kryzysu zadłużeniowego w Europie oraz perturbacji na rynkach finansowych inwestorzy zmieniają swoje priorytety. Zamiast skupiać się na zyskach, ważniejsza staje się dla nich ochrona kapitału oraz poszukiwanie bezpieczeństwa finansowego. Bezpieczeństwo na rynkach finansowych zarówno na poziomie krajów, jaki i poszczególnych firm wynika z niskich wskaźników zadłużenia oraz niskich deficytów budżetowych/wydatków w relacji do PKB/przychodów. Kierując się tylko wskaźnikiem zadłużenia w relacji do PKB kraje CEE3 (a w szczególności Polska i Czechy) należą do krajów bardzo bezpiecznych na tle innych krajów Europy i świata.

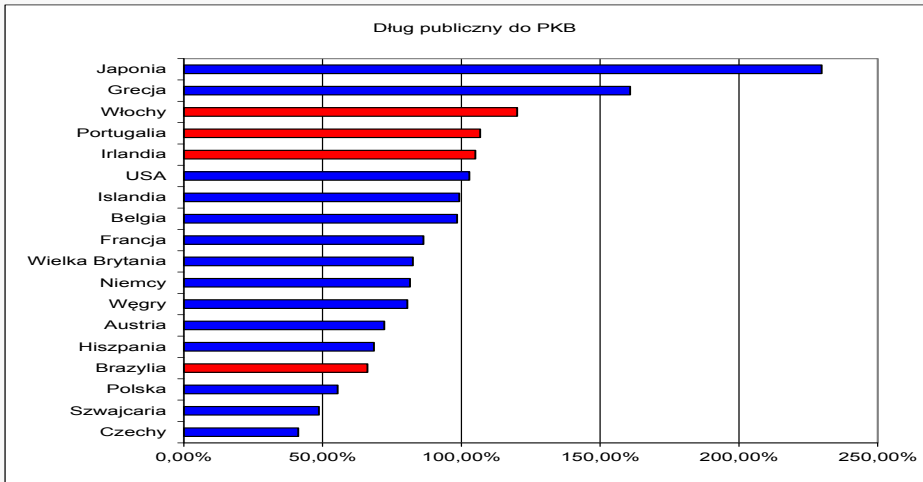
Bezpieczeństwo na rynkach finansowych wiąże się z zaufaniem do instrumentów emitowanych przez danego emitenta. Miarą zaufania inwestorów do aktywów danego państwa lub danej firmy jest koszt, po jakim poszczególne podmioty mogą pożyczać pieniądze na rynkach finansowych. O wysokim zaufaniu może więc świadczyć niski poziom rentowności obligacji skarbowych poszcze-

gólnych państw lub niska marża kredytowa na instrumentach dłużnych emitowanych przez danego emitenta. Rentowności obligacji skarbowych krajów z Europy Środkowo-Wschodniej (Polska, Czechy) są obecnie niższe od rentowności krajów peryferyjnych strefy euro. Obligacje z krajów CEE3 mają jednak dużo wyższe rentowności od obligacji niektórych krajów rozwiniętych. Koszt obsługi zadłużenia przez kraje CEE3 jest więc znacznie wyższy w porównaniu z kosztem ponoszonym przez kraje postrzegane jako ultra bezpieczne (Japonia, Niemcy, USA, Finlandia, Szwajcaria, Dania, Holandia). Kraje te, dzięki temu, że są postrzegane przez inwestorów jako tzw. „bezpieczne przystanie”, cieszą się bardzo niskimi (w skrajnym przypadku ujemnymi dla np. dwuletnich papierów) rentownościami obligacji skarbowych. Ujemne rentowności oznaczają, że dług tych krajów cieszy się w czasach kryzysu tak dużą popularnością wśród inwestorów, że teoretycznie są oni nawet gotowi dopłacać za możliwość ulokowania w nim swoich pieni-

W numerze:

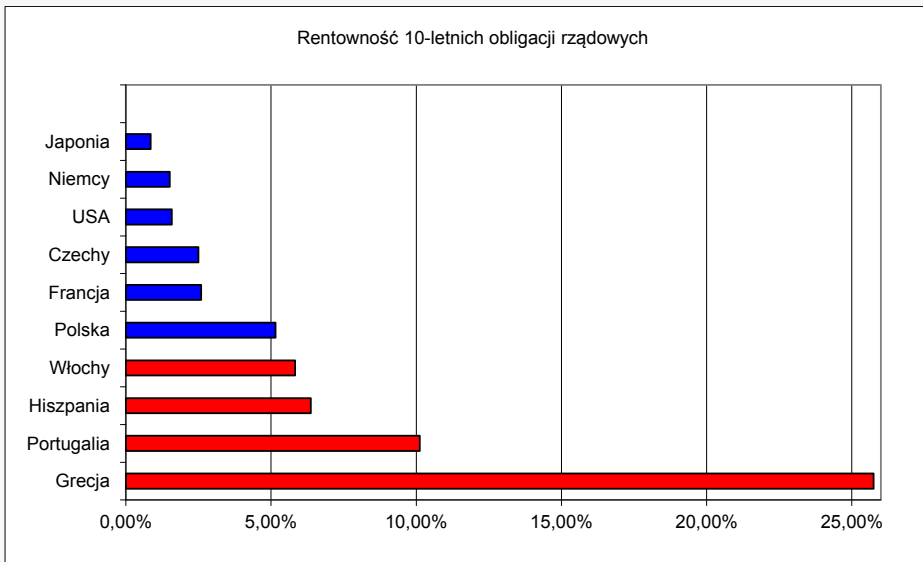
- Wojciech Wasilewski z Amplico TFI S.A. o Europie Środkowo-Wschodniej jako obszarze inwestycyjnym,
- o funduszach zagranicznych jako części portfela inwestycyjnego opowiada Grzegorz Prażmo z TFI Allianz Polska S.A.,
- Grzegorz Zatrzyb ze Skarbiec TFI S.A. prezentuje sytuację w poszczególnych sektorach,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Czekanie na decyzje banków centralnych,
- o ETF Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

Wykres nr 1: Wskaźnik długu za 2011 rok do PKB za 2011 rok dla wybranych krajów.



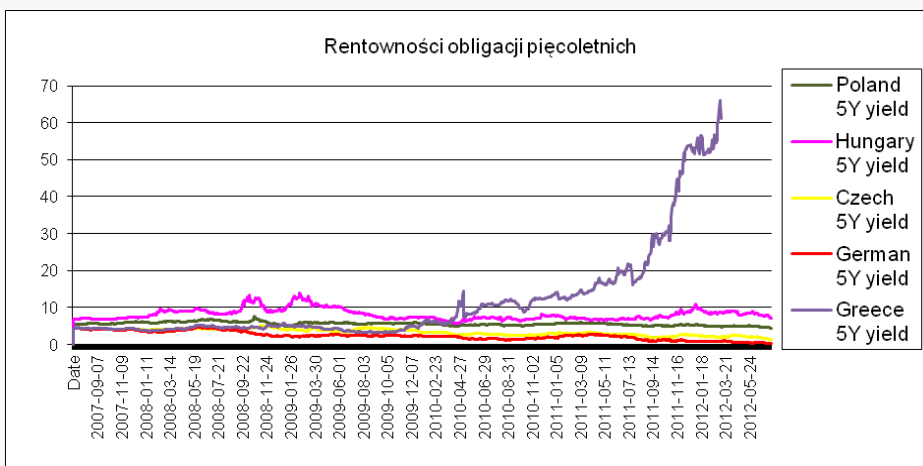
Źródło: Komisja Europejska, Opracowanie własne.

Wykres nr 2: Rentowności 10 letnich obligacji skarbowych wybranych krajów.



Źródło: Bloomberg, Opracowanie własne.

Wykres nr 3: Rentowności 5 obligacji skarbowych krajów z regionu CEE3 w porównaniu z rentownościami greckimi i niemieckimi obligacji.



Źródło: Bloomberg, Opracowanie własne.

dzy, ponieważ wiedzą, że tylko tam nie tracą zainwestowanego kapitału.

Paradoksalnie przed rozpoczęciem kryzysu zadłużeniowego w Europie samo członkostwo w strefie euro wystarczyło, aby koszt finansowy ponoszony przez poszczególne państwa emitujące obligacje skarbowe był niski. Greckie obligacje skarbowe miały wtedy rentowności zbliżone do niemieckich, czyli dużo niższe od polskich obligacji skarbowych, co oznacza, że dług grecki był postrzegany przez inwestorów jako bardziej bezpieczny niż dług emitowany przez Polskę. Po bankrocie Grecji widać, jak bardzo rynki się myliły. Polskie obligacje skarbowe są obecnie szczególnie cenione przez inwestorów zagranicznych, o czym świadczy spadkowy trend na rentownościach dziesięcioletnich polskich obligacji skarbowych

Czy kraje z regionu CEE3 są bezpieczną przystanią? **Twarde dane ekonomiczne takie jak dług w relacji do PKB wskazują, że państwa CEE3 są relatywnie bezpieczne w porównaniu z większością krajów europejskich.** Dodatkowym argumentem zwiększającym bezpieczeństwo inwestycji w aktywa niektórych krajów z regionu CEE3 (np. Polski) jest szybszy rozwój PKB w porównaniu z będącymi w stagnacji lub w recesji krajami europejskimi. Pomimo spowolnienia, jakie niewątpliwie wystąpi w 2012 roku, wzrost realnego PKB w Polsce będzie najprawdopodobniej wyższy od większości krajów Unii Europejskiej.

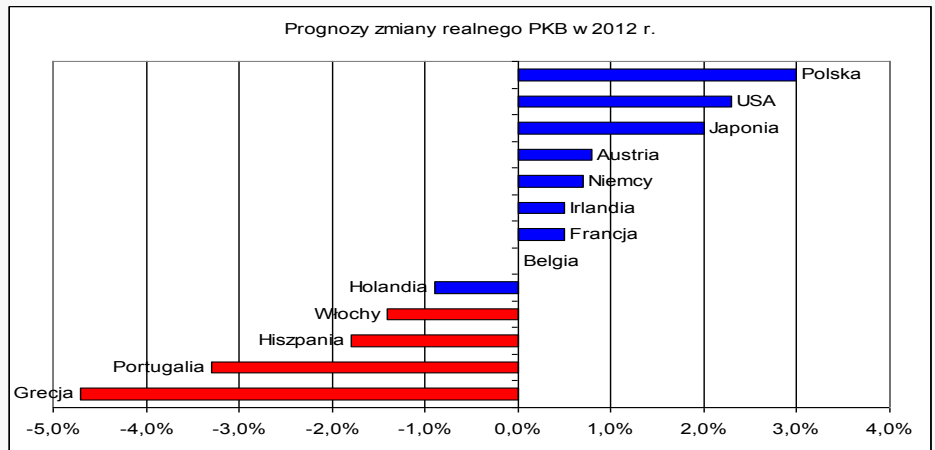
Kraje z regionu CEE3 należą do grupy rynków rozwijających się położonych blisko pogrążonej kryzysem strefy euro. **Niekorzystne położenie geograficzne sprawia, że waluty krajów z regionu CEE3 nie są obecnie postrzegane jako bezpieczne.** W okresach paniki na rynkach finansowych inwestorzy preferują lokować kapitał w dolara amerykańskiego oraz jena japońskiego niż w waluty z regionu CEE3.

Postrzeżenie długu z krajów z regionu CEE3 nie jest jednorodne, ponieważ obligacje skarbowe z krajów CEE3 mają według inwestorów różny stopień bezpieczeństwa. Najbardziej bezpieczne, ale nie dające realnego zysku, są obligacje skarbowe Czech. Węgierskie obligacje skarbowe są postrzegane przez inwestorów jako najbardziej ryzykowne z regionu CEE3. Obligacje te mają podobne rentowności do rentowności niektórych krajów peryferyjnych strefy euro (np. Hiszpania).

Patrząc na relatywne stopy zwrotu poszczególnych rynków akcji (WIG, PX, BUX oraz S&P500 i DAX) mierzone w dolarach amerykańskich przez ostatnie 6 lat, można wywnioskować, że w czasie poprawy sentymentu na rynkach akcji inwestorzy zamiast bezpieczeństwa preferują wzrost, który zapewnia im ekspozycja na szybciej rozwijające się gospodarki z rynków emerging markets. **Indeksy giełdowe z krajów CEE3 mają więc większy potencjał wzrostu w porównaniu z indeksami z rynków rozwiniętych w okresach lepszej koniunktury gospodarczej.** W ramach regionu CEE3 uważamy, że polskie akcje są bardziej atrakcyjne od akcji z Czech i Węgier. Polska, naszym zdaniem, w przeciwieństwie do gospodarek Czech i Węgier, w bieżącym roku uniknie recesji. Dzięki dwukrotnie wyższej liczbie ludności niż łącznie populacje Czech i Węgier nasz kraj w mniejszym stopniu jest uzależniony od popytu za granicą na towary wyprodukowane przez krajowe firmy. Spadek zamówień eksportowych spowodowany spowolnieniem gospodarczym w strefie euro w mniejszym stopniu dotknie więc Polskę w porównaniu z Czechami lub Węgrami.

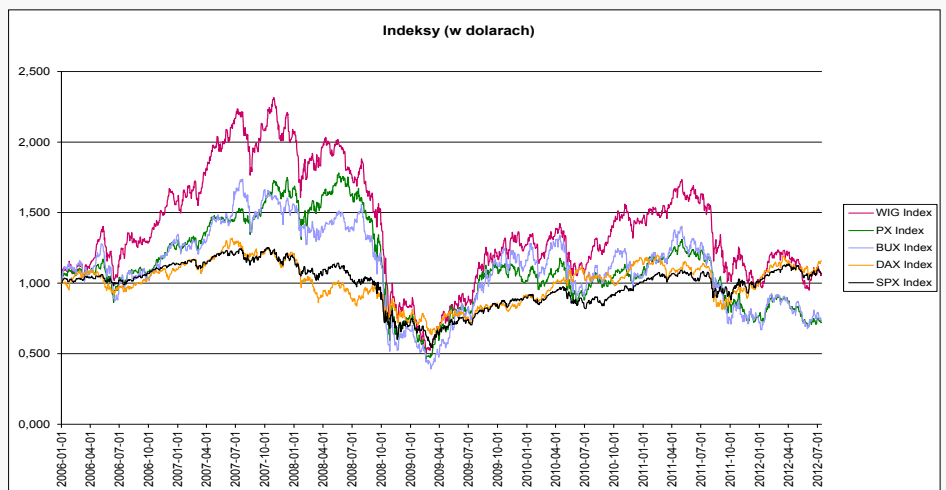
W okresach poprawy sentymentu na rynkach akcji stopy zwrotu z indeksów akcyjnych z krajów CEE3 są jednak niższe niż stopy zwrotu z indeksów z innych rynków rozwijających się (np.

Wykres nr 4: Prognozy realnego wzrostu PKB w 2012 roku dla wybranych krajów.



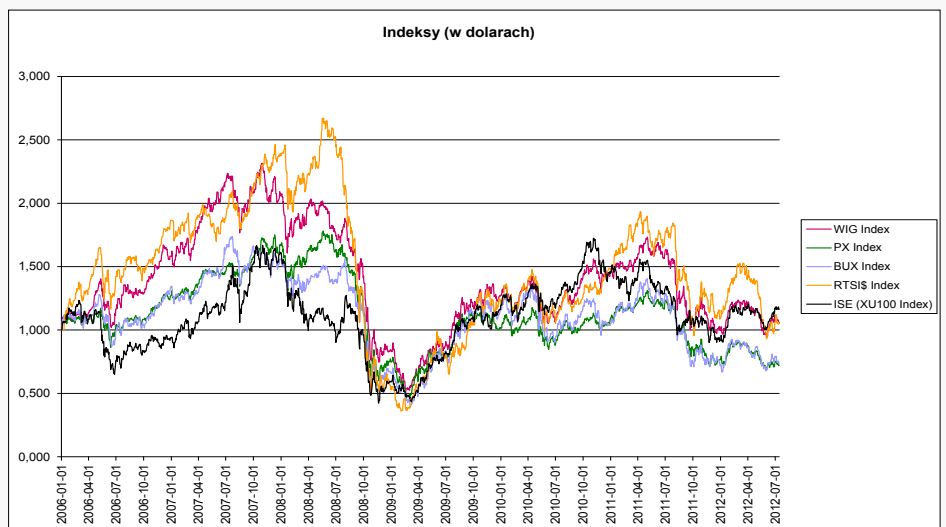
Źródło: Komisja Europejska, banki centralne. Opracowanie własne.

Wykres nr 5: Relatywne stopy zwrotu indeksów: WIG, PX, BUX, DAX, S&P 500 mierzone w dolarach.



Źródło: Opracowanie własne.

Wykres nr 6: Relatywne stopy zwrotu indeksów: WIG, PX, BUX, RTS, ISE 100 mierzone w dolarach.



Źródło: Opracowanie własne.

Rosja, Turcja), ponieważ w percepcji inwestorów gospodarki tych krajów bardziej skorzystają na poprawie koniunktury gospodarczej w przyszłych latach od gospodarek krajów z regionu CEE3. Uważamy, że dla inwestorów o długoterminowym horyzoncie czasowym o umiarkowanym poziomie awersji do ryzyka fundusze akcji typu „nowa Europa”, które mają ekspozycję zarówno na akcje z regionu CEE3 jak i na Rosję oraz Turcję, są atrakcyjne, ponie-

waż łączą w sobie zarówno bezpieczeństwo krajów CEE3 jak i wzrost jaki oferują takie rynki jak Rosja i Turcja.

Kraje z regionu CEE3 są wyraźnie bezpieczniejsze niż kraje peryferyjne strefy euro, ale są postrzegane jako bardziej ryzykowne od najbezpieczniejszych przystani, czyli aktywów denominowanych w jenie japońskim i franku szwajcarskim. W przypadku poprawy sentymentu na rynkach akcji, giełdy rosyjska i turecka osiągną wyż-

sze stopy zwrotu niż giełdy z regionu CEE3. Dlatego fundusze typu akcji nowa europa zawierają ekspozycję na tych rynkach.

Wojciech Wasilewski

Zarządzający funduszami

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

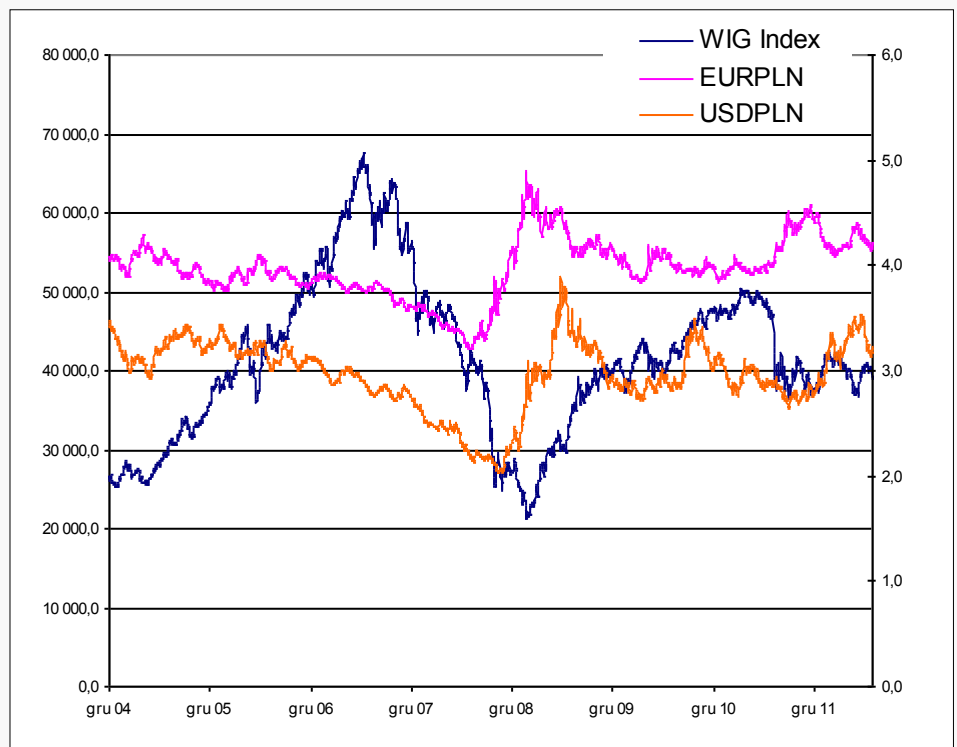
Fundusze zagraniczne i związane z nimi ryzyko walutowe. Jak inwestor indywidualny może uchronić się przed ryzykiem kursowym oraz czy taka ochrona jest rzeczywiście zawsze potrzebna?

W Polsce działa kilkaset polskich funduszy inwestycyjnych. Można inwestować w bony skarbowe, obligacje, akcje polskie i zagraniczne. Jeśli ten wybór nie jest wystarczająco satysfakcjonujący, można również zdecydować się na zagraniczne fundusze inwestycyjne. **Inwestor, który chciałby zainwestować np. w akcje na giełdach europejskich, azjatyckich lub w amerykańskie obligacje i surowce naturalne może zainwestować w zagraniczne fundusze inwestycyjne.**

Inwestor indywidualny powinien rozpatrywać ryzyko walutowe w kontekście swojego całego portfela inwestycyjnego. Polscy inwestorzy często trzymają znaczącą część portfela inwestycyjnego w polskich funduszach akcyjnych. Te inwestycje nie niosą ze sobą ryzyka kursu walutowego. **Dodając fundusze zagraniczne do portfela inwestycyjnego mamy możliwość skorzystania z dywersyfikacji - jednej z podstawowych metod służących redukcji zmienności całego portfela inwestycyjnego.** Aczkolwiek, kurs walutowy staje się dodatkowym czynnikiem, który w każdym przypadku powinniśmy brać pod uwagę.

Jak zachowuje się kurs złotówki wobec głównych walut? Gdy panuje hossa na

Wykres nr 1: Indeks WIG vs. kurs EURPLN i USDPLN.



Źródło: Bloomberg.

polskim rynku akcyjnym, złotówka na ogół umacnia się wobec głównych walut, tj. względem euro i dolara. Powoduje to, że stopy zwrotu z inwestycji rozliczanych w tych walutach są pomniejszane o mniej więcej taki sam procent, o jaki nastąpiło umocnienie naszej waluty. Na wykresie 1 widzimy jak złotówka wzmac-

niała się względem euro, kiedy panowała hossa na Polskim rynku (grudzień 2004-lipiec 2007 i marzec 2009-styczeń 2011). W tym przypadku inwestor mógłby odnieść dodatkowe zyski na zabezpieczeniu (tzw. „hedgowaniu”) walutowym na funduszach zagranicznych wycenianych w euro i dolarze. Trzeba również dodać,

że w tej sytuacji hedgowanie zwiększyło by zmienność całego portfela inwestycyjnego – jednakże zwiększając ryzyko.

Natomiast w odwrotnym przypadku, gdy złotówka się osłabia - co często powiązane jest z wyprzedzą polskich akcji przez zagranicznych inwestorów - wpływ zmian kursowych na inwestycje w funduszach akcji zagranicznych może być korzystny, a potencjalne straty dzięki temu są ograniczane poprzez zysk na obcej walucie. Na wykresie 1 widać to szczególnie, kiedy złotówka osłabiała się względem euro przy spadkach na polskim rynku w okresach lipiec 2008-marzec 2009 i kwiecień 2011-grudzień 2011. W takich okresach inwestor indywidualny również mógłby odnieść straty na hedgowaniu walutowym na zagranicznych funduszach w EUR – hedgowanie walutowe zwiększyłoby ryzyko w portfelu inwestycyjnym. Aczkolwiek, trzeba przyznać że w okresie lipiec 2007-lipiec 2008, podczas spadków na pol-

skim rynku akcji, złotówka umacniała się względem euro i dolara. W tym okresie, hedgowanie walutowe na zagranicznych funduszach okazałoby się korzystne i zmniejszyłoby ogólne ryzyko portfela.

Jeśli jednak inwestor decyduje chronić się przed ryzykiem kursowym może zdecydować się na kontrakty forward lub CFD. Kontrakt forward oznacza wymianę środków w jednej walucie na drugą po ustalonym z góry kursie terminowym i w ustalonym dniu. Kurs terminowy jest wyceniany jako kurs obecny zmodyfikowany o różnicę procentową między walutami. Natomiast kontrakty CFD, tzw. kontrakty na różnicę kursową, są oferowane poprzez domy maklerskie i umożliwiają inwestorom indywidualnym zakup lub sprzedaż waluty przy dużo niższych kosztach niż kontrakty forward. Kontrakty CFD również dają większą swobodę, ponieważ pozycję można zamknąć w dowolnej chwili, a wymagane depozyty są znacznie niższe.

Jak już wspomniałem, inwestor indywidualny powinien podejmować decyzje odnośnie ryzyka walutowego w kontekście całego portfela inwestycyjnego, a wkomponowując fundusze zagraniczne do portfela inwestycyjnego polskich akcji umożliwi skorzystania z dywersyfikacji. **Patrząc na tak skonstruowany portfel inwestycyjny w ostatnich 6 latach, można wnioskować, że w pewnych okresach nie było potrzeby stosowania zabezpieczeń walutowych, natomiast w innych okresach takie zabezpieczenie okazało się być korzystne dla inwestora.**

Grzegorz Prażmo

Analityk Akcji z Zespołu Zarządzających Aktywami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Sektor sektorowi nie równy

Polska gospodarka nieuchronnie wchodzi w okres spowolnienia. Z tego względu wskazanie atrakcyjnych sektorów nie jest sprawą prostą. W zasadzie możemy mówić raczej o relatywnie atrakcyjnych sektorach. **Niestety, budowanie portfela w oparciu o całe sektory obciążone jest wrodzoną wadą w postaci ekspozycji na przeciętnego reprezentanta sektora.** Jest to przywara szczególnie mocno odczuwalna w obecnej sytuacji, gdy dawne znaczenie odzyskuje inwestowanie w wartość spółki. Kryzys dokonał selekcji, dzieląc rynek na spółki rosnące tylko dlatego, że kapitał gorączkowo szukał dla siebie miejsca i na te naprawdę godne uwagi.

Sytuacja na polskim rynku akcji jest o tyle odmienna, że Polska wyszła obroną ręką z problemów przełomu lat 2008 i 2009 i tak naprawdę proces ostrej selekcji na dobrą sprawę jeszcze się nie dokonał. Upadłości firm budowlanych są

wstępem do tego procesu. W ich przypadku czynnikiem przyspieszającym były zamówienia publiczne na nierealnych warunkach. Tak czy inaczej, podejmowanie tych projektów obnażyło brak rudymen tarnej zdolności analizy finansowej.

Zaczynając więc od przywołanego powyżej **sektora budowlanego**, należy w pierwszym rzędzie wskazać, iż jest to sektor bardzo niejednorodny. W najszerszym rozumieniu obejmuje bowiem deweloperów, w tym mieszkaniowych, firmy ogólnobudowlane i wyspecjalizowane podmioty. W rezultacie przyłączenie jednej etykiety tym firmom może być mylące, a na pewno nie będzie sprawiedliwe. Spośród spółek tego sektora pozytywnie wyróżniają się spółki zajmujące się deweloperką komercyjną. Firmy budowlane, zwłaszcza te, które nie sprostały budowie infrastruktury drogowej, są, dokonując analizy mnożników takich

jak P/E, tanie. Ich perspektywy są jednak na tyle niejasne (inwestycje w energetyce są mocno przeceniane moim zdaniem), że inwestowanie w ich akcje obciążone jest zbyt dużym ryzykiem.

Problemy sektora budowlanego, a raczej jego części, przełożyły się na spadek atrakcyjności **sektora finansowego**, w szczególności banków. Ekspozycja kredytowa na bankrutujące firmy budowlane przypominała inwestorom, iż wraz z pogarszaniem się koniunktury w gospodarce, wzrosną koszty związane z odpisami na złe kredyty, a banki mogą zacząć poszukiwać kapitału, aby sprostać wymogom kapitałowemu. W najbliższych kwartałach zdecydowanie brak jest szans na pojawienie się jakiegoś motoru wzrostu zysków w sektorze bankowym.

Sektor energetyczny stoi przed poważnymi wyzwaniami. Czeka go bowiem poważne inwestycje nie tylko w rozwój, ale w odtworzenie starzejącej się infra-

struktury. Choć tzw. „utilities” są klasycznym przykładem spółek niecyklicznych, to trudno w przypadku warszawskiego parkietu zakładać, iż lepiej niż inne sektory ochronią wartość kapitału.

Znacznie lepiej na tle omówionych wcześniej sektorów wyglądają **spółki paliwowe**. Dysponują solidnymi fundamentami, zwłaszcza PKN Orlen, zaś zbliżające się spowolnienie gospodarcze nie będzie na tyle silne, aby odbić się negatywnie na wielkości sprzedaży w sposób mocno uderzający w zyski. Ostatnie wzrosty marży pokazały, iż elastyczność cenowa popytu na paliwa jest na tyle niska, iż

rafinerie są w stanie utrzymywać poziom cen mimo spadku cen ropy i umacniania się złotego.

Ostatnim, dostatecznie szeroko reprezentowanym na GPW sektorem są **spółki związane z handlem detalicznym**. Wiele z nich wykorzystowało sytuację, w której to konsumpcja była głównym czynnikiem kreującym polski PKB. Wydaje się, iż jest to stan, który utrzyma się jeszcze przez długi czas, co będzie efektem procesu powstawania społeczeństwa konsumpcyjnego. Z tego względu sektor ten ma całkiem dobre perspektywy, mimo ochładzania się koniunktury gospo-

darczej. Także tu, podobnie jak w przypadku sektora budowlanego, trzeba uważać na „zgniłe jabłka” i przed wyborem kilku z kosza tego sektora dokładnie je obejrzeć.

Grzegorz Zatoryb

Dyrektor Zespołu Analiz

SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Czekanie na decyzje banków centralnych



Lipiec rozpoczął się na rynkach bardzo słabo, ale bardzo szybko

rynki weszły w stare koleiny. Rozpoczynający się w USA sezon raportów kwartalnych spółek jak zwykle doprowadził do prowadzenia starej gry Wall Street: „słabsze prognozy, lepsze wyniki”.

Wszystko było na dobrej drodze do zakończenia lipca sensownym wzrostem (indeksy w USA i w Niemczech ustanawiały miesięczne szczyty), ale w ostatniej dekadzie miesiąca znowu pojawiły się obawy o losy strefy euro.

Niepokój zasiały na początku media. Hiszpański El Pais napisał, że podobnie jak Walencja, która udała się w piątek po pomoc do rządu, może niedługo zrobić sześć regionów (m.in. Baleary i Katalonia). Zresztą potem okazało się, że o pomoc prosi Murcja. Niejako na powitanie „trojki” w Grecji (rozpoczęła spraw-

dzenie postępów w reformach) „Der Spiegel” napisał, że Grecja może we wrześniu ostatecznie upaść. Napisał też, że podobno (powołano się na tajemnicze źródło) MFW zasignalizował UE, iż nie będzie dalej uczestniczył w finansowaniu programu pomocy dla Grecji. MFW usiłował zdementować tę informację, ale niewiele zdziałał twierdzeniem, że „wspiera Grecję w rozwiązywaniu jej problemów”. Tak słabe dementi mogło nawet bardziej zaniepokoić graczy. Nic dziwnego, że giełdy europejskie wpadły w mini-panikę.

Potem dobiły zarówno akcje jak i kurs EUR/USD informacje Reutersa, który powołując się na swoje źródła poinformował, że Grecja prawdopodobnie będzie potrzebowała kolejnej restrukturyzacji swojego długu. **Pomógł też niedźwiedzim niemiecki minister gospodarki Philipp Roesler - podtrzymał krytyczną ocenę podejmowanych przez Grecję wysiłków mających na celu wypełnienie żądań „trojki”.** Powiedział też, że jeżeli Grecy nie wprowadzą żądanych przez „trojkę” reform, to „niemożliwa stanie się dalsza pomoc”.

Sytuacja na rynku walutowym poprawiła się na chwilę po tym, jak członek rady banku ECB, Ewald Nowotny, powiedział, że widzi podstawy do udzielenia funduszowi ratunkowemu strefy euro (ESM) licencji bankowej. Wtedy ESM mogłby kupować obligacje bezpośrednio nie angażując ECB. Nowotny jest tylko jednym z członków Rady, który od dawna wyraża takie właśnie stanowisko. Ale Niemcy bardzo się temu pomysłowi sprzeciwiają. **To jednak musiało przypomnieć rynekom o zbliżającym się szybko początku sierpnia.**

Miesiąc rozpoczyna się bowiem od posiedzeń banków centralnych. Decyzje podejmować będą amerykański Komitet Otwartego Rynku (FOMC – mówią, że decyzje podejmuje Fed), Europejski Bank Centralny (ECB) oraz Bank Anglii (BoE). O Banku Anglii możemy zapomnieć, bo nie on jest z tej trójki najważniejszy. Wypowiadający się w Kongresie Ben Bernanke, szef Fed, zapowiedział, że jeśli sytuacja gospodarcza USA się pogorszy, to Fed nie zawaha

się i przyjdzie z pomocą. Być może właśnie to zrobi na początku sierpnia.

Najważniejszy w tej rozgrywce jest Mario Draghi, szef ECB. Próbował w lipcu pomóc strefie euro obniżając stopy procentowe, ale nic to nie dało. Może jednak czasowo wznowić program skupu obligacji

zagrożonych krajów strefy euro, co na pewien czas odsunie problemy (na kilka tygodni). Niestety, nie będzie to rozwiązanie docelowe. Jeśli nawet takie decyzje nie zostaną podjęte (wypowiedzi szefa ECB w końcu miesiąca dawały nadzieję na ich podjęcie), to pozostanie

czekanie na kolejny, nadzwyczajny szczyt UE i jego decyzje.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Kup Pan indeks

Na początku lat dziewięćdziesiątych, kiedy polska giełda znajdowała się w początkowej fazie rozwoju, wśród maklerów bardzo popularna była anegdota o starszej inwestorce, która usłysawszy w wiadomościach, że rośnie WIG, koniecznie chciała go kupić. **Dzisiaj, kiedy polski rynek kapitałowy jest już znacznie bardziej rozwinięty, historia ta nie budzi na twarzach tak dużego uśmiechu, gdyż od wielu lat inwestorzy mogą inwestować w kontrakty terminowe czy indeksy ETF, które odwierciedlają zachowanie indeksów giełdowych.** W polskich warunkach indeksu WIG w dalszym ciągu kupić nie można, jednak z WIG20 nie ma najmniejszego problemu.

Ostatnią „nowością” polskiej giełdy papierów wartościowych są fundusze ETF, czyli Exchange Traded Funds („fundusze notowane na giełdzie”). Jak ich sama spolszczona nazwa wskazuje są to fundusze indeksowe, które tak jak zwykłe akcje można w łatwy sposób kupić i sprzedać na giełdzie. Mają one charakter otwarty, czyli mogą w sposób nieograniczony kreować i umarzać swoje jednostki. To co odróżnia ETFy od innych funduszy, to pasywna polityka inwestycyjna. Fundusze te za główny swój cel obierają jak najwierniejsze odwierciedlenie zmian danego indeksu, a nie jego „bicie”. Oznacza to, że zarządzający nie starają się być lepszym od indeksu, a jedynie jak najwierniej naśladować zachowanie danego benchmarku.

Główną zaletą inwestowania w ETF są koszty. Jeśli byśmy chcieli samodzielnie zbudować portfel akcji odwierciedlający

indeks WIG20, to nie dość, że musielibyśmy kupić wszystkie 20 akcji (czyli wykonać 20 transakcji, za każdą płacąc oczywiście prowizję maklerską), to dodatkowo powinniśmy dysponować dużym portfelem, gdyż nie wystarczy posiadać 20 akcji - należy je skonfigurować w odpowiednich proporcjach, aby poszczególne zmiany cen akcji odpowiadały zmianom indeksu WIG20. W przypadku ETF płacimy bardzo małą opłatę za zarządzanie funduszem (0,5 proc. rocznie) plus oczywiście prowizję maklerską. Nie należy też zapominać o innych zaletach funduszy ETF, jak choćby bardzo duża płynność, przejrzyste zasady inwestycji, duża dywersyfikacja czy choćby dodatkowy dochód w postaci dywidendy.

Na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych inwestorzy mają do dyspozycji ETFy na indeks WIG20, niemiecki DAX i amerykański S&P500. Emitentem wszystkich trzech instrumentów jest Lyxor Aasset Management, spółka wchodząca w skład grupy kapitałowej Societe Generale. Zakup jednostek w niczym nie różni się od tradycyjnego zakupu akcji: inwestor przede wszystkim musi posiadać rachunek maklerski, z którego składa odpowiednie zlecenia kupna/sprzedaży. O płynność obrotu dbają animatorzy, których rozpiętość oferty kupna i sprzedaży nie powinna być szersza niż 1,5 proc. (w rzeczywistości spread nie przekracza 0,4 proc.).

Fundusze ETF są zatem doskonałym instrumentem nie tylko dla inwestorów długoterminowych (ze względu na niskie opłaty) chcących osiągać rynkowe stopy

zwrotu, ale również dla spekulantów, gdyż w krótkim terminie, zwłaszcza na zmiennym rynku, umożliwiają osiąganie wysokich stóp zwrotu przy ograniczonym ryzyku. Inwestorzy, którzy ze względu na depozyty zabezpieczające oraz lewarowanie pozycji boją się inwestować na rynku kontraktów terminowych powinni szczególnie uważnie przyjrzeć się funduszom ETF.

Tak w teorii i broszurach reklamowych prezentowane są fundusze ETF. Niemniej jednak rzeczywistość wcale nie jest tak przejrzysta i oczywista, jak świadczyłby to powyższy tekst. W dalszym opisie chciałbym zwrócić uwagę Czytelnika na ciemniejsze strony funduszy ETF, o których bardzo często się nie wie lub po prostu nie pamięta.

Pierwsze ETFy tworzone były w bardzo prosty i przejrzysty sposób. Inwestorzy kupowali jednostki funduszu, a ten za zebrane środki korzystając z dużej skali mógł w bardzo łatwy sposób replikować dany indeks, kupując w odpowiednich proporcjach akcje wchodzące w skład benchmarku. Taki sposób konstrukcji powodował, że inwestorzy doskonale wiedzieli, w co zainwestowane są środki funduszu, a sama replikacja indeksu była dość wierna. **Replikacja fizyczna wydaje się być zatem bardzo prosta, zwłaszcza jeśli ETF musi zainwestować tylko w 20 spółek, jak to jest w przypadku rodzimego ETFW20L. Dużo więcej problemów nastrocza odwierciedlenie np. indeksu S&P500, kiedy zarządzający musi kontrolować zaangażowanie w 500 spółek.** Łatwym roz-

wiązaniem tej trudności okazała się inna metoda konstrukcji funduszy ETF, tzw. metoda replikacji syntetycznej (na takiej konstrukcji oparte są wszystkie notowane na GPW ETFy).

Metoda replikacji syntetycznej powoduje, że dany fundusz ETF w ogóle nie musi posiadać papierów inwestycyjnych wchodzących w skład replikowanego indeksu. Zawiera on bowiem z kontrpartnerelem kontrakt swap, który wymienia faktyczny wynik (stopę zwrotu) z koszyka papierów otrzymanych jako zastaw w zamian za obiecaną stopę zwrotu z indeksu referencyjnego, na który opiewa fundusz ETF. Upraszczając, fundusz ETF zawiera umowę z kontrpartnerelem (najczęściej dużym bankiem inwestycyjnym), w której to kontrpartnerelem obiecuje „dostarczyć” stopę zwrotu z danego indeksu. Biorąc pod uwagę, że kontrpartnerelem może się z tej obietnicy nie wywiązać, musi on dostarczyć zabezpieczenie (najczęściej w postaci akcji, obligacji, walut, towarów itp.) w wysokości co najmniej 90 proc. wartości aktywów netto funduszu ETF (wartość zabezpieczenia zazwyczaj oscyluje jednak w granicach 90-120 proc. NAV). Takie rozwiązanie wydaje się z punktu widzenia funduszu nie-

zmiernie korzystne, gdyż całe ryzyko doboru walorów do funduszu i wierne odwzorowanie indeksu spoczywa na wystawcy swapa, a nie samych zarządzających ETFem. Jedynym zmartwieniem (bardzo istotnym) jest odpowiedni wybór kontrpartnerelem, aby w trakcie trwania umowy nie ogłosił niewypłacalności.

A co się stanie jeśli kontrpartnerelem nie wywiąże się ze swojego zobowiązania? Teoretycznie nic, gdyż fundusz posiada zabezpieczenie w postaci aktywów, które może sprzedać. Problem stanowić może jednak fakt, że wartość posiadanego zabezpieczenia może nie być skorelowana z indeksem bazowym akurat w tym danym momencie. Warto pamiętać też, że fundusze ETF bardzo często pożyczają akcje funduszom hedgingowym, aby z posiadanych aktywów uzyskać dodatkową stopę zwrotu, a jeśli im też przydarzy się default, to pożyczone papiery będą zamrożone do czasu wyroku sądowego, który ustali, ile z nich podlegać będzie zwrotowi. Wszystkie procedury wpłyną zatem na spowolnienie sprzedaży aktywów i w konsekwencji oderwanie się wyceny funduszu od indeksu. Jak się zatem okazuje znajomość samego zabezpieczenia kontraktu swapowego oraz wiedza na temat drugiej

strony kontraktu ma niebagatelne znaczenie, a w rzeczywistości nie jest wiedzą powszechnie znaną.

Do nowego produktu nie należy się jednak zrażać ze względu na syntetyczną konstrukcję. W Europie ten model tworzenia funduszy ETF rozwija się najdynamiczniej, a dodatkowo na rynku nie było głośnych historii upadków. Nie można też zapominać, że Lyxor Asset Management to jeden z czołowych funduszy ETF, którego ekspozycja swapowa jest zazwyczaj na poziomie 3-7 proc., a zastawiane aktywa są w dużej mierze dobrej jakości (Lyxor akceptuje papiery europejskie, a nie przyjmuje w ogóle japońskich). **Zatem znając wszystkie zalety i ryzyka można stwierdzić, że rodzimi inwestorzy mają w swoim zasięgu ciekawy produkt inwestycyjny, którym można zarówno spekulować krótkoterminowo, jak i budować pozycję z myślą o emeryturze.**

Paweł Mielcarek

Analitik

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

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 jakiejkolwiek 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.