

Szanowni Czytelnicy,

Sezon wakacyjny powoli ustępuje miejsca jesieni. Jest to właściwy czas, aby dokonać podsumowania tego, co działo się na rynkach w miesiącach letnich i zastanowić nad tym, co czeka inwestorów w najbliższej przyszłości. Jak co miesiąc cenieni eksperci starają się odpowiedzieć na nurtujące uczestników rynku pytania.

Zachęcamy do lektury!

Powakacyjny przegląd sytuacji na rynkach kapitałowych

Tegoroczny sierpień wzbudzał obawy wielu inwestorów, spodziewających się powtórzenia mini krachu z ubiegłego roku. Na rynkach jednak nic nie zdarza się dwa razy (a przy najmniej nie raz po razie) i sierpień okazał się bardzo dobry dla inwestorów (oczywiście grających na wzrosty).

Z początku trochę postraszyło. Gazety rozpiszywały się w temacie problemów kolejnych miast/prowincji hiszpańskich. I co ciekawe, ten sam temat powrócił pod koniec miesiąca. Zabawne jednak, iż reakcja inwestorów na tę samą informację, podaną 20 dni później była całkowicie odmienna. Inwestorzy, słysząc o kolejnych problemach miast hiszpańskich, umocnili się w nadziei, iż EBC wspomógł potrzebujących poprzez skupywanie obligacji, a więc dodrukowanie pustych pieniędzy.

Tak działa psychika inwestorów. Najpierw obawiamy się danego zdarzenia, potem się do niego przyzwyczajamy, a pod koniec wierzymy, iż okaże się ono katharsis niezbędnym ku dalszym wzrostom.

Można też na ubiegły miesiąc spojrzeć trochę inaczej, właściwie już czysto psychologicznie. Z początku wciąż towarzyszyły inwestorom obawy o przyszłość. Publikowane dane ma-

kroekonomiczne źle wróżyły na przyszłość, kurs EUR spadał sugerując dalszy spadek cen aktywów ryzykownych. Oplacało się jedynie wyprzedawać ryzykowne aktywa. Pojawił się strach przed dalszymi stratami. Słabsi psychicznie inwestorzy wyprzedali aktywa. Doskonały u ludzi zmysł adaptacyjny pozwolił przyzwyczaić się do sytuacji. Potem pojawiły się wzrosty i... teraz już boimy się, że pociąg odjedzie bez nas.

Ale spokojnie. W tym roku pociąg nie ruszy z kopyta. Nie ma powodów do obaw, iż rozpoczyna się długa hossa.

Po pierwsze, wskaźniki makroekonomiczne są bardzo słabe. Oczywiście, to właśnie na dnie bessy wskaźniki te wyglądają najgorzej i poprzednia teza powinna być raczej powodem do optymizmu. Jednakże najgorzej wyglądają wskaźniki wyprzedzające, a wskaźniki opóźnione, takie jak zatrudnienie, dopiero czekają na najgorsze. Bardzo słabo wygląda sytuacja w Chinach, które to dopiero zaczynają się przyznawać do przeinwestowania.

Sytuacja na wskaźnikach wyprzedzających oraz opóźnionych bardzo przypomina tą z 2007 roku. Wówczas pod koniec roku rynek ustanawiał drugi szczyt, by w kolejnym roku

W numerze:

- powakacyjny przegląd sytuacji na rynkach kapitałowych Piotra Zagały z Nordea Investment Management AB,
- o obligacjach globalnych Leszek Auda z AXA TFI S.A.,
- Marek Buczak z Quercus TFI S.A. prezentuje plusy i minusy Turcji jako obszaru inwestycyjnego,
- jak będzie zachowywała się złotówka względem innych walut stara się przewidzieć Grzegorz Prażmo z TFI Allianz Polska S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Sierpień przedśionkiem do ważnych decyzji,
- o obligacjach Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

zapaść się pod ziemię. Znamienne, iż w 2007 r. w Polsce w drugiej połowie roku małe spółki były bardzo słabe. Podobnie jak teraz wzrosty notowały głównie spółki z indeksu WIG20.

I nie zapominajmy o najważniejszym. To nie przypadek, iż rok 2000, 2008 oraz 2012 stanowi wielokrotność 4 lat. To po prostu koniec tzw. cyklu prezydenckiego w USA. A koniec obecnego cyklu jest szczególnie ważny. Kolejny prezydent będzie musiał zdecydować, czy kontynuuje politykę wysokich deficytów budżetowych czy też rozpoczyna konieczny proces uzdrowienia amerykańskiego budżetu. Każda z decyzji wpłynie negatywnie na rynki. Różna będzie jedynie perspektywa czasowa. Cięcie wydatków doprowadzi do spadków na giełdach już w tym roku i na początku przyszłego. Z kolei kontynuacja obecnej polityki doprowadzi do krachu w latach kolejnych.

Jakie decyzje zostaną podjęte? Kiedy rynek zacznie je dyskontować? Tego nie wiemy.

Nie wiemy też jak długo potrwa proces dezintegracji unii monetarnej. Uratować ją może unia fiskalna. Ale w nią chyba nikt nie wierzy. A bez tych działań unia monetarna kiedyś się rozpadnie. I nie pomogą jej komentarze ani Draghiego, ani Merkel w stylu „zrobimy wszystko, co możemy by ratować Unię”.

Jak zauważył jeden z członków FED, lekarz ratujący Lincolna również zrobił wszystko, co mógł, by ratować prezydenta, ale niestety pacjent odszedł z tego świata.

By trochę poprawić nastroje czytelnikom, wspomnę jednak, iż scenariusz z 2008 roku nie powinien się powtórzyć. Cztery lata temu, jak domki z kart, rozsypywały się pozycje zbudowane na kredytach. Tym razem ceny są wyższe dzięki zalewowi pieniądza z banków centralnych. I te (w szczególności FED, Bank Japonii oraz Anglii) będą działać w przypadku wzrostu awersji do ryzyka.

Reasumując, nie można we wrześniu wykluczyć dalszych wzrostów. Podstawowym motorem wzrostów będzie

wciąż brak alternatywy dla akcji – obligacje skarbowe krajów rozwiniętych dają w ujęciu realnym stratę. Jest jednak zbyt wiele nierozwiązanych problemów, by indeksy mogły bezkarnie piąć się w górę. W okolicach wyborów prezydenckich w USA musi pojawić się silniejsza awersja do ryzyka na rynkach. Im będzie ona silniejsza, tym większa będzie to okazja do zakupów.

A wówczas najlepszym miejscem do zakupów będzie segment małych spółek, które stają się po prostu bardzo tanie w porównaniu ze spółkami z WIG20.

Piotr Zagala

Dyrektor Inwestycji Akcyjnych

Nordea Investment Management AB

Oddział w Polsce

Dlaczego globalne obligacje mogą być atrakcyjne?

Inwestowanie na globalnym rynku otwiera przed inwestorem zupełnie nowe możliwości. O ile można spierać się, czy ma sens inwestowanie w dług skarbowy inny niż polski, to już dla poważnego inwestowania w dług korporacyjny trudno obejść się bez inwestowania za granicą. Polski rynek jest po prostu zbyt mały, aby zbudować dobrze zdywersyfikowany portfel obligacji korporacyjnych.

Inwestując w obligacje inwestor na pewno zadaje sobie pytanie, czy obecne rentowności obligacji znajdujące się na niskich poziomach nie są zagrożeniem dla przyszłej stopy zwrotu? Uważam, że świat rozwinięty boryka się z problemem zadłużenia, a problem demografii – szczególnie w Europie Zachodniej – cały czas narasta. Są to problemy, które mo-

im zdaniem nie mają łatwego rozwiązania i będą rozwiązywane przez długi czas. Uważam też, że, o ile władzom monetarnym inflacja nie wymknie się spod kontroli, to rentowności obligacji rządowych o dobrych ratingach utrzymają się na niskim poziomie przez długi czas. Rynki finansowe oczywiście podlegać będą średnio- i krótkoterminowym wahaniom. W okresach większego apetytu na ryzyko popularniejsze będą bardziej ryzykowne inwestycje, zaś w okresach rosnącej awersji do ryzyka zyskiwać będą bezpieczne obligacje rządowe.

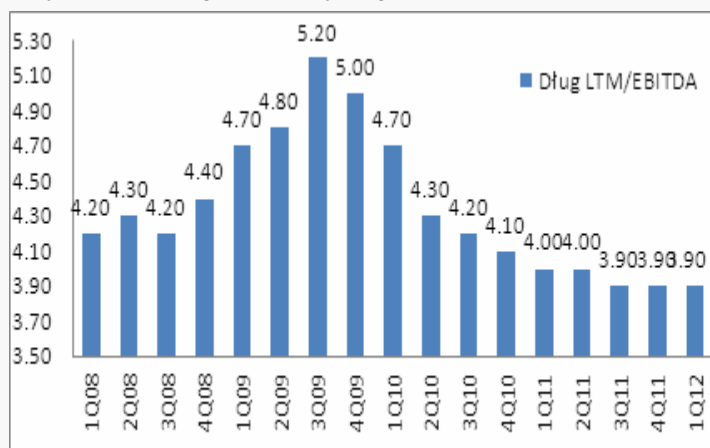
Jednak wzrost gospodarczy na świecie w związku z delewarowaniem oraz spadkiem tempa przyrostu ludności przez wiele lat może pozostać na niższym niż poprzednio poziomie. W takim środowisku rentowności bezpiecz-

nych obligacji dalej pozostaną niskie. Chcąc uzyskiwać wyższe stopy zwrotu inwestorzy muszą zaakceptować wyższe ryzyko. Można szukać go w długu rządowym krajów emerging markets, w globalnych obligacjach korporacyjnych (włączając w to obligacje high yield) lub na rynku akcji.

Obligacje krajów emerging markets wydają się być na tle rynków rozwiniętych relatywnie bezpieczniejsze ze względu na lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego oraz niższe zadłużenie w stosunku do PKB. Wyższe stopy procentowe oraz rentowności obligacji na tych rynkach zachęcają do przyglądania się temu segmentowi rynku.

Z kolei obligacje korporacyjne oferują relatywnie atrakcyjny spread kredytowy.

Wykres nr 1: Długoterminowy dług / EBITDA.



Źródło: AXA IM na podst. Citigroup HY index ex. Financials.

wy w stosunku do poziomów historycznych, mając na uwadze obecną sytuację finansową globalnych przedsiębiorstw. Wykorzystały one ostatnie

pewnym zakresie ryzyko inwestowania w globalne obligacje korporacyjne.

Wracając na chwilę do obligacji rządowych i groźby inflacji, warto wspomnieć

lata na redukcję zadłużenia, co skutkuje niskim poziomem nieobsługiwanych obligacji. Oczywiście inwestowanie w obligacje korporacyjne wiąże się z ryzykiem, jednak mając na uwadze obecne poziomy spreadu kredytowego oraz fundamenty przedsiębiorstw, uważam że warto podjąć w

o obligacjach indeksowanych do inflacji. Inflacja, moim zdaniem, na razie nie jest dużym problemem, jednak w przypadku zbyt długiego stymulowania gospodarki problem inflacji może się w pewnym momencie w przyszłości pojawić na którymś z rynków. Warto mieć świadomość, że na różnych rynkach są obecne obligacje powiązane ze stopą inflacji.

Leszek Auda

CIO, Członek Zarządu AXA TFI
Główny Ekonomista grupy AXA w Polsce
AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Za i przeciw inwestycji na rynku tureckim

Po silnych wzrostach, jakie miały miejsce w Turcji w bieżącym roku, wielu inwestorów zadaje sobie pytanie, czy warto w dalszym ciągu utrzymywać zaangażowanie w tym kraju. Porównanie historycznych stóp zwrotu z inwestycji w Turcji i Polsce wygląda dużo korzystniej dla tego pierwszego kraju.

Sytuacja na rynkach finansowych jest niezwykle skomplikowana, między innymi dlatego, że w przyszłości wiele będzie zależeć od niestandardowych zachowań banków centralnych, które mogą się zaangażować w interwencje w skali globalnej. Czynnikiem negatywnie wpływającym na profil ryzyka inwestycyjnego jest postępujące spowolnienie gospodarcze, które stanowi coraz większy problem dla poszczególnych państw, jak i przedsiębiorstw. **W związku z niską**

Wykres nr 1: Porównanie stóp zwrotu ISE100 (pomarańczowa linia) oraz WIG (zielona linia) za lata 2010-2012.



Źródło: Bloomberg.

przejrzystością dotyczącą rozwoju sytuacji na giełdach warto stawiać na silne fundamentalnie rynki, w przypadku których relacja zysku do ryzyka w dalszym ciągu jest korzystna.

Rozpatrując Turcję jako kraj lokowania inwestycji warto spojrzeć na niego pod wieloma aspektami. Poniżej zamieściłem główne argumenty przemawiające za oraz przeciw inwestycjom w Turcji.

Argumenty „za”

Rozwój krajowych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Obecnie toczą się prace rządu nad programem wsparcia dla sektora emerytalnego oraz finansowego. Rozwój krajowych instytucji powinien przynieść zyski inwestorom bezpośrednio (poprzez wzrost wartości spółek zarządzających aktywami, np. Anadolu Hayat) jak i pośrednio, poprzez pojawienie się premii w wycenie spółek notowanych na ISE (podobna sytuacja miała miejsce w Polsce w momencie przyspieszenia rozwoju OFE).

Argumenty „za”

Duże możliwości rozwojowe tureckiej gospodarki napędzanej konsumpcją wewnętrzną i rozwojem eksportu. Jest to duża szansa dla tureckich przedsiębiorstw, które mają dobre warunki, aby rozwijać się zarówno na rynku krajowym jak i w regionie. Przykładem takich firm są: Arcelik, Turk Traktor, Tofas Otomobil.

Płynny rynek kapitałowy, zmniejszający ryzyko inwestycyjne. Jest to istotny argument za inwestowaniem w Turcję dla wielu inwestorów zagranicznych. W bieżącym roku utrzymuje się duża przewaga płynnościowa ISE nad pozostałymi giełdami emerging markets (w 2012 średni dzienny obrót na ISE wynosi 1,08 mld USD wobec 230 mln USD na GPW).

Zdrowe finanse publiczne oraz niski dług publiczny. Stawia to Turcję w dużo lepszym świetle niż większość państw Unii Europejskiej. Oczekuje się, że deficyt budżetowy w 2012 roku w Turcji wyniesie 2,5% a dług publiczny będzie stanowił 41% PKB. W przypadku Polski oczekuje się odpowiednio: 3,5% i 55%.

Oczekiwane nadanie ratingu inwestycyjnego dla Turcji, które może zwiększyć napływ kapitału zagranicznego do obligacji oraz banków. Agencje ratingowe podtrzymują pozytywne perspektywy dla Turcji, której ocena znajduje się stopień poniżej ratingu inwestycyjnego. Realnym terminem podniesienia ratingu jest rok 2013. Takie wydarzenie powinno przyczynić się do obniżenia premii za ryzyko, a tym samym wzrostu wycen spółek tureckich (w szczególności banków).

Argumenty „przeciw”

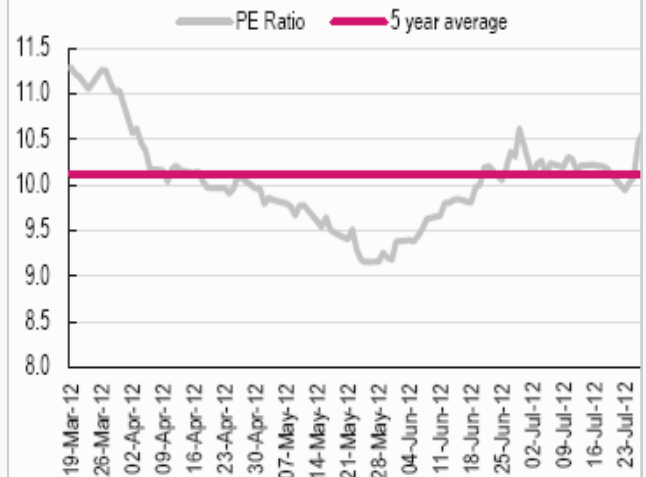
Relatywnie wysoki poziom wycen, szczególnie w porównaniu z danymi historycznymi. Obecnie wskaźnik PE dla ISE wynosi 10,5, podczas gdy w przeszłości osiągał wartości jednocyfrowe. Jednak w obliczu spadającej inflacji i niskich stóp procentowych wyższe wyceny są uzasadnione.

Aktywność grup terrorystycznych związanych z Kurdami może krótkoterminowo wpływać na zachowanie się giełdy. W przeszłości ataki terrorystyczne wpływały na spadki indeksów. Obecnie inwestorzy nie przywiązują do tego uwagi. Jednak sytuacja mogłaby się zmienić, jeśli aktywność terrorystyczna by wzrosła.

Niestabilny politycznie region Bliskiego Wschodu. Niepokoje w regionie wpływają w większym stopniu na sentyment inwestycyjny dla Turcji niż realne zagrożenia dla tego kraju. Turcja jest niesłusznie wrzucana do jednego worka z krajami arabskimi. Wydaje się, że po zeszłorocznych zamieszkach w Egipcie i Tunezji coraz więcej osób dostrzega, że ryzyka te nie dotyczą Turcji. Mimo tego notowania niektórych spółek były w 2011 roku pod presją (np. Tekfen Holding, Turkish Airlines). Obecnie najbardziej niestabilna sytuacja panuje w objętej wojną domową Syrii.

Obawy o przegrzanie gospodarki, która bardzo dynamicznie rosła w ostatnich dwóch latach (wzrost PKB wyniósł 9,2% w 2010 i 8,5% w 2011). W chwili obecnej wzrost gospodarczy znacząco wyhamował. Oczekuje się, że PKB wzrośnie w 2012 roku o 3%.

Wykres nr 2: Porównanie historycznego wskaźnika PE z aktualnym (w okresie marzec-lipiec 2012) .



Źródło: Renaissance Capital, Bloomberg.

Ryzyko polityczne związane z partią rządzącą. Partia AKP poza kwestiami gospodarczymi skupia się także na dogmatach religijnych (odejście od świeckości państwa), co wprowadza niepotrzebne zamieszanie. Mimo to, jest ona bardzo pozytywnie odbierana przez inwestorów zagranicznych, jako gwarant stabilizacji w kraju. Popularność tej partii utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie (około 50%).

Region wzmożonej aktywności tektonicznej. Należy mieć świadomość ryzyka wystąpienia dużych klęsk żywiołowych. Obecnie jest to w większym stopniu zagrożenie hipotetyczne, jednak wszyscy mają w pamięci trzęsienie ziemi, które wystąpiło w 1999 roku w okolicach Izmit i przyczyniło się do wystąpienia kryzysu gospodarczego.

Wydaje się, że argumenty pozytywne przeważają nad negatywnymi. W związku z prawdopodobieństwem materializacji niektórych ryzyk, należy mieć świadomość, że inwestycje w Turcji w krótkim terminie mogą wygenerować straty. Jednak długoterminowy potencjał rozwojowy dla Turcji (a także tureckich przedsiębiorstw) pozostaje wysoki. W związku z czym warto stawiać na ten kraj. Ekspozycja na spółki tureckie może zostać wykorzysta-



na w celu dywersyfikacji geograficznej portfela. Stanowi więc dobre uzupełnienie dla inwestorów posiadających zaangażowanie w akcje polskich spółek.

Marek Buczak

Zarządzający QUERCUS Bałkany i Turcja

QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

EURPLN trochę w górę, trochę w dół - czyli próba przepowiedzenia kursu polskiego złotego na koniec 2012 roku.

Przy ustaleniu prognozy EURPLN na koniec 2012 należy rozważyć, które czynniki ostatnio najbardziej wpływają na ten kurs, tj. kryzys w strefie Euro, portfelowe inwestycje zagranicznych inwestorów w Polsce czy spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. W najbliższym czasie również znaczny wpływ może mieć nadchodzący budżet państwa i decyzje Rady Polityki Pieniężnej.

Kwiecień i maj tego roku był negatywny dla złotego i eurodolara. Bezpośrednim czynnikiem, który wpłynął na deprecjację polskiej waluty był wzrost awersji do ryzyka spowodowany eskalacją kryzysu w strefie euro (obawy o wystąpienie Grecji ze strefy euro, niestabilna sytuacja hiszpańskiego sektora finansowego). Efekt ten został dodatkowo wzmocniony przez negatywny dla kursu eurodolara wtórny wpływ ilościowej ekspansji ECB z

poprzednich kwartałów przy równoległym braku (QE3) ze strony Fed-u. Wzrost premii za ryzyko w peryferyjnych krajach strefy euro pośrednio oddziaływał również na stosunek do walut krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Relatywne zmiany oprocentowania obligacji Hiszpanii i Włoch względem obligacji niemieckich powodowały również zmiany analogicznego spreadu obligacji polskich, co miało także wpływ na kurs złotego (Wykres 1).

Wykres nr 1: EUR/PLN (l-oś) vs. spread oprocentowania 10-letnich obligacji polskich względem niemieckich w punktach bazowych (p-oś).



Źródło: Bloomberg.

Natomiast od początku czerwca nastąpiło umocnienie złotego, głównie spowodowane poprzez portfelowe inwestycje zagranicznych inwestorów w polskie obligacje. **Obniżka stóp ECB oraz jastrzębie podejście RPP zachęciły zagranicznych inwestorów do grania na różnicach stóp procentowych, zwiększając popyt na złotówkę.** W tym samym czasie kolejne negatywne zaskoczenia danymi wzrostowymi z USA i Azji rozpoczęło rewidowanie w dół prognoz globalnego wzrostu, co również nasiliło zainteresowanie inwestorów zagranicznych obligacjami oferującymi wysokie rentowności i niskie ryzyko fiskalne, a takimi są polskie obligacje. Dodatkowym czynnikiem na umocnienie złotówki była również wypowiedź Mario Draghi pod koniec lipca, kiedy oświadczył że ECB gotów jest zrobić wszystko, co niezbędne, aby zachować euro.

W najbliższym czasie na kurs złotego mogą znacznie wpłynąć decyzje banków centralnych oraz zaproponowane rozwiązania na kryzys zadłużenia w Euro-landzie. Obecnie bardzo wyczekiwanym rozwiązaniem przez inwestorów jest potencjalne rozpoczęcie nielimitowanego skupu obligacji - dalsze informacje na ten temat są oczekiwane przez rynek podczas posiedzenia ECB 6 września. Ważną datą także pozostaje 12 września, kiedy niemiecki Trybunał Konstytucyjny ma wypowiedzieć się, czy przystąpienie do ESM jest zgodne z niemiecką konstytucją. Negatywne zaskoczenie rynku pod tym względem może wpłynąć na bardziej gwałtowne osłabienie się złotówki. Dodatkowy wpływ będzie miało posiedzenie Fed-u 13 września. Po opublikowanych Fed „minutes” z ostatniego posiedzenia FOMC wynika, że rośnie prawdopodobieństwo na luzowa-

nie ilościowe (QE3) w USA już w tym roku, jeśli tylko dane z gospodarki nie ulegną widoczniej poprawie.

Istotne znaczenie będą również miały decyzje RPP i budżet Państwa na 2013 rok. Na majowym posiedzeniu RPP referencyjna stopa procentowa została nieoczekiwanie podniesiona z 4.5% do 4.75%. Jednak przy spowalniającej gospodarce zwiększa się prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych jeszcze w tym roku. Dużym wyzwaniem jest też budżet Państwa, a także to czy rynki pozytywnie przyjmą fakt, że rząd pozwoli na wzrost deficytu w 2013 roku w zamian za ochronę wzrostu gospodarczego. Aby tak się stało, konieczne będzie przedstawienie działań uwiarygodniających ścieżkę schodzenia z deficytem poza rokiem 2013.

Moim zdaniem przed końcem roku na kurs złotówki mogą znacznie wpłynąć dane pokazujące spowolnienie gospodarcze w Polsce i z tym związana możliwość obniżek stóp procentowych. Negatywne zaskoczenia rynku odnośnie rozwiązań kryzysu zadłużenia w strefie euro mogą wpłynąć na bardziej gwałtowne osłabienie się złotówki. Biorąc pod uwagę powyższe okoliczności oczekuję, że EURPLN powinien utrzymać się na poziomie 4.30 pod koniec roku 2012.

Grzegorz Prażmo

Analitik Akcji z Zespołu Zarządzających Aktywami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Sierpień przedsięwzięciem do ważnych decyzji



K o Ń -
c ó w k a
p i e r w -
s z e g o
t y g o -
d n i a
s i e r p -
n i a

była zdecydowanie zwariowana. Giełdy (szczególnie europejskie) zareagowały 2 sierpnia na wyniki posiedzeń FOMC i ECB ostrą wyprzedzą. Jednak już następnego dnia indeksy wzrosły po trzy, cztery procent. Wyjaśnienia wymaga powód takiej zmienności.

Euforia wynikała z reinterpretacji tego, co na swoich posiedzeniach postanowiły FOMC, a przede wszystkim ECB. Ben Bernanke, szef Fed, nie uruchomił co prawda kolejnego skupu obligacji (QE3), ale komunikat po posiedzeniu sygnalizował, że bankowcy są zdecydowanie bliżej podjęcia decyzji o urucho-

mieniu tego programu. Bernanke wyraźnie powiedział, że jeśli sytuacja na rynku pracy się nie poprawi, to Fed będzie musiał program uruchomić. Jak widać, nie dostarczył tego, czego rynki żądały, ale dał nadzieję na podjęcie działań we wrześniu.

Mario Draghi, szef ECB pozornie rozczarował, bo przecież 26 lipca obiecywał, że uczyni wszystko, co może zrobić ECB, żeby obronić strefę euro. Teoretycznie 2. sierpnia nie zrobił nic, ale przecież zapowiedział uruchomienie programu ograniczonego skupu obligacji. Draghi stwierdził też, że jeśli jakiś kraj zgłosi się o pomoc do funduszu pomocowego, to ECB będzie wspomagał jego wysiłki kupując obligacje. W ten sposób również szef ECB dał rynkom nadzieję

Pojawiło się też wiele komentarzy chwalebnych decyzje ECB. Były też takie, w których mówiono właśnie o użyciu pra-

wie bazooki (nielimitowanego skupu obligacji). W tej sytuacji reakcja rynków mogła być tylko jedna. Czekająca w ukryciu masa pieniędzy (przypominam, że stopa depozytowa w ECB wynosi od miesiąca zero, a 1 bilion euro z dwóch pożyczek LTRO parzy ręce bankowców) ruszyła na rynki.

Czekamy teraz na wrzesień z kolejnymi posiedzeniami FOMC i ECB i z nadziejami na podjęcie zapowiadanych przez banki działań. Widać to bardzo dokładnie na wszystkich rynkach – od rynku długu, gdzie rentowność obligacji włoskich i hiszpańskich spada, do surowcowego, gdzie ropa pokonała 50-procentowe zniesienie Fibonacciego. Indeksy giełdowe też szybko rosną podążając w kierunku maksimów z tego roku.

Co może te wzrosty zatrzymać? **Początek września będzie miał najprawdopodobniej bardzo duży wpływ na póź-**

niejsze zachowanie rynków. 30 sierpnia rozpoczyna się bowiem sympozjum Fed w Jackson Hole, a dzień potem pojawi się tam z wystąpieniem Ben Bernanke, szef Fed. Później zbiera się ECB (6 września) i FOMC (12-13 września). Rynki będą czekały na wyniki obrad banków z nadzieją, a potem ich decyzje wydłużą hossę albo ją załamią. Problemem może być 12 września, kiedy to Trybunał Konstytucyjny Niemiec ma wy-

dać orzeczenie w sprawie legalności działań funduszu pomocowego ESM i innych decyzji Bundestagu mających na celu pomoc krajom strefy euro.

Zakładam jednak, że Trybunał nie będzie chciał doprowadzić do krachu na rynkach i jego decyzje bykom pomogą. Gdybym się jednak mylił, to przecena, która nastąpiłaby po ogłoszeniu niekorzystnych dla byków decyzji, powinna być wykorzystana do kupna aktywów.

Pozostają bowiem ciągle Fed i ECB, które w tak złej sytuacji po prostu będą zmuszone podjąć decyzje, których przez długi już czas starały się nie podjąć.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Niebezpieczne obligacje? Nie do końca...

Ostatnie miesiące na pewno nie były najszczęśliwsze dla inwestorów lokujących swoje środki w obligacjach korporacyjnych. Upadłość DSS, Sky Club czy PBG mocno nadwyrężyły zaufanie inwestorów do sektora obligacji przedsiębiorstw, sektora, który w ostatnich czasach święcił prawdziwe chwile chwały. **Informacje o kolejnych upadłościach firm czy problemach z wypłatą należnych odsetek przyczyniły się do pewnego zwrotu inwestorów z obligacji korporacyjnych do bezpiecznych obligacji skarbowych.**

Znany z książek podział obligacji na bezpieczne rządowe papiery i ryzykowne obligacje przedsiębiorstw jest powszechnie stosowany i nie budzi większych zastrzeżeń. Papiery dłużne emitowane przez państwa są bardzo bezpieczne, a często określane również jako pozbawione ryzyka, gdyż są gwarantowane całym majątkiem skarbu państwa. W historii znany jest tylko jeden przypadek, kiedy państwo zniknęło z mapy świata z powodu długów. Wyjątkiem tym był przypadek Nowej Funlandii, która w 1934 r. jako państwo demokratyczne mające status dominium w ramach Imperium Brytyjskiego nie było w stanie obsługiwać swoich długów i oddało realną władzę do Londynu, który później zdecydował o przyłączeniu Nowej Funlandii do Kanady. Niepodważalną zaletą obligacji skarbowych jest również duża płynność, która powoduje, że niemal w każdym mo-

mentie możemy się z danej inwestycji wycofać. Słabością dłużnych papierów emitowanych przez rządy na pewno jest mało sprecyzowany cel emisji oraz dochodowość zbliżona do lokat bankowych.

Warto jednak spojrzeć na rynek obligacji skarbowych i korporacyjnych z lekkim przymrużeniem oka. Okazuje się wówczas, że obligacje skarbowe wcale nie są takie bezpieczne, a korporacyjne aż tak ryzykowne. Bezsprzecznie największym atutem obligacji skarbowych jest bezpieczeństwo. Inwestorzy skłonni są zaakceptować niewielki zysk, właśnie z uwagi na gwarantowany zwrot z inwestycji. Spoglądając jednak na przypadki Argentyny, Grecji, a nawet Polski (przedwojenne obligacje do dziś można kupić na portalach aukcyjnych), można dojść do wniosku, że gwarancje państwowe nie do końca są warte swojej ceny. Państwa nie są bowiem skłonne do wyprzedazy posiadanego majątku, aby spłacić wierzycieli, a jedynym wyjściem jest restrukturyzacja zadłużenia, czyli pogodzenie się inwestora ze stratami. W przypadku obligacji korporacyjnych sytuacja ta wygląda inaczej. W przypadku upadłości przedsiębiorstwa majątek firmy podlega licytacji, aby tylko spłacić powstałe długi. Dodatkowo, jeśli obligacje były zabezpieczone (np. na nieruchomości), sprzedaż tej części majątku wyłączona jest z masy upadłościowo-



wej, a środki te mają zaspokoić roszczenia tylko zabezpieczonych wierzycieli.

Przewaga obligacji skarbowych nad korporacyjnymi w kontekście płynności jest niepodważalna. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie uruchomiła co prawda w 2009 r. rynek obligacji korporacyjnych Catalyst, ale wciąż niewielka płynność obrotu sprawia, że niektórych serii obligacji sprzedać bądź kupić nie sposób. Dodatkowo nie wszystkie serie dostępne są na rynku detalicznym, co mocno ogranicza dostęp mniej zamożnych inwestorów.

Większą uwagę warto jednak zwrócić na dochodowość obu zestawianych obligacji. **Papiery skarbowe zapewniają średnią rentowność na poziomie niecałych 5,4 proc., podczas gdy obligacje korporacyjne odznaczają się średnim oprocentowaniem (po wyłączeniu BGK i EBI) na poziomie 10,98 proc., a tylko dla obligacji ze stałym oprocentowaniem aż 11,37 proc.** Oczywiście problemem może być ich zakup, gdyż na rynku Catalyst notowane są zaledwie 33

serie stałokuponowych obligacji, co przy niewielkiej płynności może rodzić problemy z zawarciem transakcji.

Nie wszystko złoto co się świeci. Tym przysłowiem można trafnie podsumować to krótkie zestawienie obligacji korporacyjnych i skarbowych. Nie wszystkie obligacje skarbowe należy traktować jako inwestycje pozbawione ryzyka, co najlepiej ilustruje dziś przykład Grecji.

Nie można też jednak wszystkich traktować jedną miarą i zrównywać obligacje państw dbających o swoje finanse z tymi, które do polityki fiskalnej podchodzą w sposób mniej odpowiedzialny. Ta sama zasada odnosi się również do obligacji korporacyjnych. Na rynku Catalyst kwotowane są bowiem obok siebie zarówno obligacje bezpiecznych banków jak i mniej znanych firm, których wiarygodność jest mocno ograniczona. **Należy**

zatem z wielką skrupulatnością podchodzić do analizowania każdej inwestycji i starać się odcinać od panującej w danym czasie mody na rynku.

Paweł Mielcarek

Analityk

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.