

Szanowni Czytelnicy,

Z przyjemnością oddajemy w Wasze ręce kolejny numer Biuletynu Inwestycyjnego Xelion. W tym wydaniu eksperci zaproponują m.in. rozwiązania inwestycyjne na niepewne czasy.

Zapraszamy do lektury.

Afryka alternatywą inwestycyjną dla rynków rozwiniętych w czasach zawirowań?

Liczni inwestorzy zaniepokojeni bieżącą sytuacją rynkową i jednoczesnymi spadkami wielu kategorii lokat zastanawiają się obecnie nad sensem dywersyfikacji posiadanych portfeli aktywów: **skoro wszystko spada tak samo, to po co kłopotać się doborem kilkunastu czy kilkudziesięciu instrumentów, zamiast po prostu kupić dwie lub trzy akcje (ewentualnie fundusze)?** Pytania takie rzeczywiście same narzucają się każdemu obserwatorowi rynków.

W okresie silnych trendów spadkowych rzeczywiście rosną korelacje pomiędzy poszczególnymi klasami aktywów, a tym bardziej w ramach danej klasy. Typowym przykładem jest rosnąca zbieżność zachowań konkretnych krajowych indeksów giełdowych. W czasie dobrej koniunktury poszczególne rynki „żyją” specyficznymi dla nich informacjami lokalnymi: najważniejszy jest wzrost gospodarczy, przyrost wyników finansowych przedsiębiorstw, czy też skłonność inwestorów do inwestowania w konkretnym kraju: Turcji, Brazylii, Korei czy Nigerii. W czasie hossy inwestorzy mają skłonność do ignorowania informacji lokalnych, a zamiast tego skupiają się na wiadomościach „globalnych” – w praktyce najczęściej ze Stanów Zjednoczonych. Analiza amerykańskich danych makroekonomicznych i posunięć FED-u zajmuje wtedy inwestorom zdecydowanie więcej czasu.

Nieco statystyki...

Dla okresu ostatnich 10 lat, obejmującego zarówno okres hossy, jak i bessy, korelacje większości indeksów rynków rozwijających z indeksem S&P500 wynoszą ok. 0,65. Jeśli jednak zawęzić okres obliczeń do okresu ostatnich czterech lat, a więc – mówiąc umownie – czasu kryzysu finansowego, to współczynnik korelacji rośnie do ok. 0,75. Ponieważ ilościowa interpretacja współczynnika korelacji jest trudna, matematycy przetwarzają ten wskaźnik do postaci „współczynnika determinacji”, który określa, jaką część zmienności zmiennej objaśnianej (indeksu lokalnego) wyjaśniają wahania zmiennej objaśniającej (tu: indeksu S&P500). W naszym przypadku, w okresie ostatnich 10 lat ok. 43% wahań lokalnych indeksów wybranych indeksów giełd lokalnych zależało od zmian S&P500, a w okresie ostatnich czterech lat – aż 57%.

Dla giełd w krajach afrykańskich zauważalna jest podobna tendencja, choć poziom korelacji jest nieco niższy: dla giełd w Kenii, Nigerii i Egipcie wynosił średnio ok. 0,3 dla okresu ostatnich 10 lat i ok. 0,5 dla umownego czteroletniego okresu kryzysowego. **Giełdy tych krajów nie są aż tak silnie powiązane z parkietem amerykańskim i większe jest znaczenie czynników lokalnych.** Nie można

W numerze:

- Afrykę jako obszar inwestycyjny przedstawi Paweł Homiński z Noble Funds TFI S.A.,
- sposób na ochronę przed wahaniami kursów pokaże Franklin Templeton Investment Funds,
- usługa asset management wg Skarbiec TFI S.A.,
- o rozwiązaniu inwestycyjnym na każdą porę - Ewa Dąbrowska z AXA Życie TU S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Nadzieja pomaga bykom,
- co oznacza tajemniczy skrót C/Z, opowie Paweł Mielcarek, Analityk Xelion. Doradcy Finansowi.

jednak całkowicie uciec od związków z globalnym systemem finansowym, chociażby dlatego, że to przecież ci sami międzynarodowi inwestorzy obecni są na poszczególnych rynkach.

Można dyskutować, czy zmiana i coraz większa zbieżność zachowań indeksów wynika tylko z tego „stadnego” instynktu inwestorów, którzy kupując akcje postępują rozważnie i racjonalnie wybierając najlepsze z inwestycyjnego punktu widzenia rynki, a sprzedając pozbywają się całego portfela, chcąc jak najszybciej zwiększyć ilość posiadanej gotówki. Być może pewną rolę pełnią także takie czynniki, jak łatwiejszy dostęp do informacji, większa swoboda w przepływie kapitału w okresie ostatnich kilku lat. Jestem jednak przekonany, że w trakcie następnego długoterminowe-

go trendu wzrostowego wzajemne korelacje pomiędzy poszczególnymi indeksami będą spadać.

Nieracjonalne i stadne zachowania inwestorów dają okazję do zarobku. Jeśli wierzymy, że pewne konkretne kraje będą w długim terminie rozwijać się ponadprzeciętnie, to właśnie okresy tej „korelacyjnej”, stadnej wyprzedaży zapewniają dobrą okazję do zajęcia pozycji na rynku. Wydaje się, że wiele rynków afrykańskich znajduje się obecnie w takiej sytuacji. Długoterminowe perspektywy wzrostu państw tego kontynentu były już wielokrotnie omawiane. **W obecnym czasie gorszej koniunktury globalnej warto przypomnieć sobie lata recesji 2008 i 2009, w których właściwie tylko gospodarki Czarnego Łądu notowały nieprzerwany wzrost**

gospodarczy, podczas gdy niemal wszystkie inne rynki rozwijające się wpadały w recesję lub znacząco spowalniały swój wzrost – wbrew głoszonej przez niektórych idei tzw. „decouplingu”. Teraz wydaje się, że prawdziwy „decoupling” możliwy jest tylko w Afryce, ale na spadki korelacji i większą odrębność lokalnych giełd będziemy musieli poczekać, aż wykształci się kolejny długoterminowy trend wzrostowy.

Paweł Homiński, CFA

Fund Manager

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Sposób na ochronę przed wahaniami kursów

Hedging poprzez zabezpieczenie klas tytułów uczestnictwa

Inwestując złotówki w fundusz, którego walutą bazową jest dolar amerykański, ryzykujemy niższe zyski lub wyższe straty w rezultacie osłabienia się USD wobec PLN. Z drugiej strony możemy liczyć na wyższe zyski lub niższe straty, jeżeli kurs dolara do złotego wzrośnie. Przykładowo, jeżeli fundusz przyniesie 2% zwrotu z inwestycji w USD, ale dolar amerykański osłabi się względem PLN o 2% w tym samym okresie, stopa zwrotu z inwestycji netto wyniesie 0%.

Aby zapewnić możliwość ochrony przed takim ryzykiem, polskim inwestorom oferowane są klasy tytułów uczestnictwa zabezpieczonych przed zmianami kursu PLN.

Taki rodzaj hedgingu polega na oferowaniu inwestorom klasy tytułów uczestnictwa, których wartość netto (NAV – Net Asset Value) jest wyrażona w walucie innej niż bazowa waluta funduszu, mając na celu zredukowanie wpływu wahań kursu waluty, w jakiej

denominowane są oferowane tytuły do bazowej waluty funduszu. Przykładowo, tytuły PLN-H1 funduszu, którego walutą bazową jest dolar amerykański, denominowane są w polskim złotym. Celem takiego hedgingu jest zapewnienie zgodności stóp zwrotu dla inwestorów operujących dwoma różnymi walutami.

W teorii wynik zabezpieczonych tytułów uczestnictwa nie powinien odbiegać od wyniku tytułów denominowanych w walucie bazowej, jednak pomiędzy tymi wynikami mogą występować nieznaczące rozbieżności spowodowane takimi czynnikami, jak koszty hedgingu czy różnice w czasie realizacji.

Inne istotne kwestie

Hedging nie eliminuje całkowicie ryzyka walutowego portfela. Przykładowo, jeżeli fundusz utrzymuje aktywa denominowane w walucie innej niż bazowa waluta funduszu, wahania kursów tych walut mogą mieć wpływ - negatywny lub pozytywny - na stopy zwrotu z tych aktywów. **Jednak, zarządzający portfe-**

lem może podjąć decyzję o zmniejszeniu ryzyka walutowego poprzez zmodyfikowanie ekspozycji na ryzyko walutowe w ramach strategii inwestycyjnej funduszu.

Wyniki zabezpieczonych klas tytułów uczestnictwa funduszy mogą w pewnym stopniu różnić się od wyników klas tytułów uczestnictwa w walucie bazowej na skutek takich czynników, jak koszty hedgingu czy różnice w czasie realizacji.

Koszty. Z technikami hedgingu ryzyka walutowego związane są koszty transakcji, zwykle odliczane od wartości zabezpieczonych tytułów uczestnictwa, co ma określony wpływ na wyniki tych tytułów uczestnictwa. Na koszty hedgingu zwykle składają się następujące elementy:

- różnica pomiędzy stopami procentowymi waluty bazowej funduszu i waluty zabezpieczonych tytułów uczestnictwa;
- faktyczne koszty zakupu walutowego kontraktu terminowego (forward) na rynku;
- zwiększone koszty wskutek nabycia

Fundusz światowych rynków akcji o łącznej wartości aktywów na poziomie 100 milionów USD inwestuje środki o tej samej wartości w USA, Japonii oraz Europie i oferuje trzy klasy tytułów uczestnictwa:

- Klasa tytułów uczestnictwa USD – aktywa o wartości 33,3 milionów USD
- Klasa tytułów uczestnictwa EUR – aktywa o wartości 33,3 milionów USD
- Klasa tytułów uczestnictwa PLN-H1 – aktywa o wartości 33,3 milionów USD.

Klasa PLN-H1 to tytuły uczestnictwa w 100% zabezpieczone przed wahaniami kursu dolara poprzez trzymiesięczny walutowy kontrakt forward na sprzedaż dolara amerykańskiego i zakup polskiego złotego, o łącznej wartości 33,3 milionów USD. W rezultacie wyniki tytułów klasy USD i PLN-H1 mogą z czasem być bardzo zbliżone.

lub umorzenia dużej liczby tytułów danej klasy.

Czas realizacji. Realizacja walutowego kontraktu forward może zająć nawet do czterech dni, a zatem wahania kursów walut nie będą dokładnie odzwierciedlane.

Koszty niewykorzystanych możliwości.

Zabezpieczone tytuły uczestnictwa mogą także ponieść koszty niewykorzystanych możliwości, tytuły niezabezpieczone mogą czasem zyskiwać na zmianach kursów wymiany walut, podczas gdy tytuły zabezpieczone hedgingiem tracą szansę na dodatkowe zyski w takich okolicznościach.

Brak gwarancji. Stopień pewności hedgingu uzależniony jest od zdolności do pokrycia ostatnio notowanej wartości zabezpieczanych aktywów walutowymi kontraktami terminowymi typu forward.

Franklin Templeton Investment Funds*

Asset Management w niepewnych czasach

III kwartał 2011 kończy się ucieczką inwestorów z rynku akcyjnego w obligacje państw uważanych za bezpieczne. Po sierpniowej panice obligacje amerykańskie osiągnęły najniższe historycznie rentowności spowodowane nagłym wzrostem ich cen. Awersja do ryzyka spowodowana jest spadkami na rynkach akcji, przecenami na rynku surowców oraz dużą niepewnością co do scenariusza wydarzeń na najbliższe miesiące. Sytuacja taka przemawia za zasadnością szukania nowych inwestycji, które pozwolą bezpiecznie przeczekać trudny okres. **Spokojne zachowanie polskich obligacji podczas sierpniowej paniki na rynkach kapitałowych pozwala właśnie w nich upatrywać możliwości bezpiecznej inwestycji na najbliższe miesiące.**

Wychodząc naprzeciw oczekiwaniom Inwestorów Skarbiec TFI S.A. w ramach zarządzania Portfelem Instrumentów Finansowych stworzył Indywidualną Strategię Obligacyjną. Strategia ta łączy

w sobie cechy inwestycji bezpiecznej, skupionej na obligacjach, bonach skarbowych i lokatach bankowych, a także, co istotne, zabezpiecza płynność inwestycji w tak trudnym okresie. Na ten rodzaj portfela w większości przypadków decydują się osoby prawne, które poszukują na rynku inwestycji przewyższających rentownością lokaty bankowe i pozwalających bezpiecznie wkomponować inwestycję w niełatwy proces zarządzania płynnością w firmie. Bardzo ważnym elementem jest tutaj poczucie bezpieczeństwa. Wszystkie środki powierzone do zarządzania są ewidencjonowane na rachunkach papierów wartościowych należących do Inwestora.

Towarzystwo, na podstawie otrzymanego pełnomocnictwa, dokonuje w imieniu Klienta inwestycji w wybraną grupę aktywów. Wybór instrumentów finansowych poprzedza analiza sytuacji makroekonomicznej, kondycji finansowej emitenta obligacji i jego zdolność

Dlaczego Portfel Zarządzany?

- środki zdeponowane na rachunku należącym do Klienta - środki nie wchodzą do masy upadłościowej podmiotu który je przechowuje,
- brak opłat za dodatkowe dopłaty lub wypłaty z rachunku,
- aktywne zarządzanie przez zespół doświadczonych specjalistów, który buduje portfel w oparciu o bieżącą sytuację rynkową i dynamicznie reaguje w przypadku zmian na rynku kapitałowym,
- niskie koszty zarządzania,
- dywersyfikacja portfela inwestycyjnego

do spłaty zadłużenia w przyszłości. Pod uwagę brane jest także przewidywane zachowanie stóp procentowych. Przy podejmowaniu decyzji o nabyciu obligacji korporacyjnych analizowana jest ponadto sytuacja finansowa spółki będącej emitentem tych obligacji, przeprowa-

*Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży ani zachęty do kupna tytułów uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu zarejestrowanej w Luksemburgu spółki SICAV Franklin Templeton. Żadnych informacji zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako porady inwestycyjnej.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane przez Franklin Templeton Investments z zachowaniem zasad profesjonalizmu i należytej staranności. Niemniej jednak,

dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton.

Opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulegać zmianom bez odrębnego powiadomienia.

Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i mają charakter informacji pobocznych.

Franklin Templeton Investments nie ponosi żadnej odpowiedzialności wobec odbiorców niniejszego dokumentu ani żadnych innych osób czy podmiotów z tytułu nieścisłości, błędów lub pominięć w treści niniejszego dokumentu, niezależnie od przyczyn takich nieścisłości, błędów lub pominięć.

Dokument wydany przez Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o. Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warszawa - Tel.: +48 22 337 13 50 - Faks: +48 22 337 13 70. www.franklintempleton.pl.

dzana jest analiza fundamentalna spółki oraz sprawdzane są perspektywy rozwoju sektora w którym działa.

Trzon inwestycji stanowią obligacje Skarbu Państwa, zarówno w PLN jak i denominowane w EUR, oraz obligacje korporacyjne.

Obligacje Skarbu Państwa wchodzące w skład funkcjonujących portfeli wypłacają kupon w przedziale od 5 do 5,75% oraz zapewniają bardzo wysoką płynność i bezpieczeństwo inwestycji. W przypadku obligacji denominowanych w EUR możliwe jest zabezpieczenie wahań

kurów walut transakcją FX SWAP. W takim przypadku znaczna różnica krótkich stóp procentowych dla PLN i dla EUR pozwala podnieść rentowność inwestycji o około 3 punkty procentowe (jest to uzależnione od wysokości stóp procentowych w chwili zawierania transakcji). Zakup obligacji przy poziomie rentowności YTM 5,2368 i zabezpieczenie jej transakcją FX SWAP pozwalało we wrześniu bieżącego roku osiągnąć rentowność inwestycji na poziomie 8,15%.

Starannie dobrane obligacje korporacyj-

ne, których przykładem mogą być obligacje emitowane przez Bank Poczty S.A., posiadają bieżący kupon odsetkowy wysokości 8,51% i pozwalają znacząco podnieść oczekiwaną stopę zwrotu z portfela.

Procentowy udział poszczególnych obligacji w portfelu ustalany jest indywidualnie z Inwestorem. Zwiększenie udziału obligacji korporacyjnych przy odpowiedniej dywersyfikacji pod kątem emitenta pozwala znacznie podnieść spodziewaną stopę zwrotu z inwestycji przy niewielkim wzroście ryzyka. Część portfela zainwestowana w obligacje korporacyjne umożliwia osiągnięcie rentowności na poziomie 400 bps ponad WIBOR 6M.

Łukasz Kasprowicz

Dyrektor Sprzedaży

Departament Klientów Prestiżowych

SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Dlaczego Obligacje?

- *spodziewany wzrost cen obligacji w wyniku przewidywanych obniżek stóp procentowych przez RPP,*
- *spodziewany wzrost cen obligacji wywołany systematycznymi napływami środków do strategii obligacyjnych spowodowany awersją klientów do bardziej ryzykownych produktów inwestycyjnych oraz coraz lepszymi wynikami funduszy obligacyjnych pokazywanymi przez TFI,*
- *słaby złoty dający inwestorom zagranicznym możliwość grania na jego umocnienie,*
- *ryzyko inwestycyjne na niskim poziomie,*
- *wysoka płynność,*
- *szansa na zyski przewyższające lokaty bankowe,*
- *duża różnica w wysokości stóp procentowych w PLN oraz w EUR (dotyczy obligacji denominowanych w EUR).*

Rozwiązanie inwestycyjne na każdą porę



Bardzo trudno jest przewidzieć przyszłość. Nigdy nie wiadomo, co przyniesie nowy dzień, a tym bardziej trudno przewidzieć, co będziemy robić za trzy lata.

Życie jest piękne, ale niestety potrafi również niemiłe zaskakiwać. Utrata pracy, wypadek czy przewlekła choroba - to tylko przykłady zdarzeń losowych, które mogą w znacznym stopniu pokrzyżować nam plany, a co za tym idzie niekorzystnie wpłynąć na naszą sytuację materialną. Dlatego powinniśmy wcześniej działać. **Jednym ze sposobów takiego działania jest oszczędzanie, inwestowanie i pomnażanie kapitału, czyli zbieranie środków pieniężnych na zabezpieczenie przed tym co nieprzewidziane.**

Czy przykładem takiego sposobu jest wykorzystanie do tego celu jednego z rozwiązań inwestycyjnych, a mianowicie połączenie polisolokaty z funduszami ubezpieczeniowymi?

Polisolokata - depozyt opakowany w formie ubezpieczenia na życie i dożycie.

Kwota, jaką wpłacamy, to suma ubezpieczenia, która po zakończeniu okresu umownego jest nam wypłacana wraz z narosłymi odsetkami, np. za 6 lub 12 miesięcy.

Ale czy polisolokaty to w ogóle dobra recepta na zarabianie? Wszystko zależy od tego, czy korzyści prawno-podatkowe z nabycia takiego produktu będą nam potrzebne oraz czy sama polisolokata przyniesie dla nas satysfakcjonującą stopę zwrotu.

W porównaniu z lokatami, które podlegają opodatkowaniu i z którymi polisy

rywalizują, są one już zdecydowanie bardziej dochodowe. Polisy mają też inne zalety. O ile depozyt z dzienną kapitalizacją chroni przed podatkiem tylko kwoty nieprzekraczające ok. 15 – 16 tys. zł (przy większych oszczędnościach, aby nie płacić podatku, trzeba założyć kilka lokat), to polisolokata może opiewać na dowolną kwotę. **Ubezpieczyciel zobowiązuje się, że po wygaśnięciu polisy wypłaci klientowi odpowiednią kwotę ubezpieczenia powiększoną o odsetki.**

Dodatkowo, dzięki temu, że jest to polisa, a nie lokata bankowa, to środki nie są opodatkowane podatkiem od zysku kapitałowego. W przypadku śmierci w trakcie trwania polisolokaty, wypłacane jest świadczenie w wysokości wpłaconego kapitału plus 1%.

Czy kilkuprocentowe oprocentowanie jest rozwiązaniem wystarczającym?

Co wybrać - mniejszy, ale pewny zysk,

czy może jednak podjąć ryzyko i stworzyć sobie perspektywę lepszego zarobku w funduszu inwestycyjnym?

To chyba najczęstszy dylemat, z którym się borykamy. Dlatego powstał pomysł, aby połączyć obie metody oszczędzania. I tak powstały specjalne ubezpieczenia, w których wpłacane pieniądze dzielone są na dwie, równe części: polisolokatę i inwestycję w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe.

Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe to szeroka gama możliwości inwestycyjnych, pozwalająca odpowiednio ukształtować portfel, tak aby był adekwatny do sytuacji, jaka w danym momencie panuje na rynku. Co więcej, w dowolnym momencie można portfel modyfikować bez konieczności wypłacania środków i bez uszczuplania w tym momencie naszego kapitału o „podatek Belki”. Stanowi to olbrzymią przewagę

nad bezpośrednim wyborem inwestycji w fundusze.

W ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych nie mamy ograniczenia wyboru klasy aktywów funduszy. Pod parasolem ubezpieczeniowym mamy nieograniczony dostęp do kilkudziesięciu funduszy i wielu Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. To jeszcze jeden powód, dla którego warto zainteresować się tego typu rozwiązaniem.

Reasumując, jednoczesna inwestycja w polisolokatę i ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe jest odpowiedzią na:

- zaspokojenie potrzeb inwestycyjnych zarówno krótko jak i długoterminowych. Polisolokata oferowana jest z reguły na okresy 6 lub 12 miesięcy, a ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe to co najmniej 3 letni horyzont inwestycyjny, czyli taki o jakim zwykle mówimy przy inwestowaniu w

fundusze,

- częściową gwarancję kapitału i stworzenie perspektyw lepszego zarobku na funduszach,
- potrzeby zabezpieczenia bliskich na wypadek nieprzewidzianych zdarzeń, czyli wypłatę środków z tytułu świadczenia bez „podatku Belki” (zarówno z polisolokaty, jak i ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych) oraz z wyłączeniem owych wypłat z masy spadkowej,
- potrzebę tworzenia zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego z jednoczesną możliwością płynnego jego modyfikowania, czyli idealnego rozwiązania zarówno na czasy koniunktury, jak i dekonunktury na rynkach finansowych.

Ewa Dąbrowska

Członek Zarządu

AXA Życie Towarzystwo Ubezpieczeń S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego... Nadzieja pomaga bykom



We wrześniu, do ostatniego tygodnia nastroje nadal były na rynkach słabe. Komunikat po wrześniowym posie-

czeniu FOMC nie okazał się być przełomem. Rynek oczekiwał „operacji twist”, czyli zamiany w portfelu Fed obligacji krótkoterminowych na długoterminowe. I taką decyzję dostał. Fed obiecał też dalszą pomoc, jeśli sytuacja się pogorszy. Był też jeden fragment, który najprawdopodobniej doprowadził do przeceny na rynkach. **Fed po raz pierwszy od dwóch lat wspominał o zagrożeniach płynących z zewnątrz USA, czyli z Europy. Gracze doszli do wniosku, że sytuacja jest bardzo poważna i indeksy gwałtownie zanurkowały.**

Ostatni tydzień września był jednak dużo lepszy. Po rynku krążyły pogłoski, zgodnie z którymi szczyt G-20 zdecydował o rozwiązaniu do następnego szczytu (4 listopada) problemu zadłużenia krajów PIIGS. **Miałby to być (w dużym skrócie) plan z trzema filarami.** Pierwszym filarem byłoby pilne dokapitalizowanie banków europejskich, drugim

filarem byłoby to, że europejski fundusz pomocowy (EFSF) będzie zwielokrotniony (zlewarowany) przez kredyty z ECB. EFSF zostałby przekształcony w bank, co umożliwiłoby mu zaciąganie kredytów w Europejskim Banku Centralnym (ECB). Trzecim filarem byłaby restrukturyzacja długu Grecji, czyli redukcja długów.

Politycy gwałtownie zaprzeczali istnieniu planu. Wolfgang Schaeuble, minister finansów Niemiec, powiedział nawet coś, co w normalnych warunkach powinno całkowicie zmrozić rynki, a tym razem w niczym nie zaszkodziło bykom. Minister stwierdził, że zwiększenie możliwości funduszu EFSF jest „głupim pomysłem”, którego zrealizowanie doprowadziłoby do tego, że niektóre państwa z ratingiem AAA musiałyby go utracić.

Gracze doszli do wniosku, że albo Grecja dostanie w październiku kolejną transzę pomocy, co da jej czas do końca roku, albo rzeczywiście plan opisany wyżej zostanie wprowadzony w życie. Albo oba te warianty się nałożą (Grecja dostanie pomoc, a plan zostanie zrealizowany w końcu roku). W tej sytuacji, kiedy na dodatek kończył się kwartał (window dressing) fundusze doszły do wniosku, że przez pewien czas

nic im nie grozi, a to doprowadziło do potężnych wzrostów indeksów i innych aktywów.

Jeżeli politycy nie stracili zupełnie poczucia realizmu, to rozumowanie graczy jest poprawne. **Politycy nie mogą pozwolić na całkowitą dekompozycję sfery finansowej.** Ich zadaniem jest więc teraz doprowadzenie do przyjęcia regulacji pozwalających na poszerzenie funkcji Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF). Potem już decyzje o „zlewarowaniu” 440 mld euro tak, żeby otrzymać 1,5 lub nawet 2 biliony euro, byłoby poza decyzjami parlamentów narodowych.

Głosowania w Bundestagu było dla EFSF korzystne, ale są kraje, które przyjęciu tych rozwiązań mogą się opierać. Jeśli uda się opisać wyżej rozwiązanie przeprowadzić, to na dłuższy czas (rok, dwa) z zadłużeniem krajów PIIGS będziemy mieli spokój. Jeśli rozwiązanie nie zostanie przyjęte to Grecja dostanie kolejne finansowanie, ale najpóźniej po nowym roku niepokój na rynkach powróci.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

Wskaźnik C/Z prawdę Ci powie?

Wraz z panującymi w ostatnim okresie spadkami na giełdach bardzo często pojawiały się komentarze zarządzających funduszami wskazujące, że na polskiej giełdzie akcje są wyjątkowo tanie. W celu potwierdzenia tego faktu niejednokrotnie przytaczane były niskie wartości wskaźników cena/zysk. Warto jednak zastanowić się dłużej, jakie informacje niesie ze sobą ten wskaźnik oraz jak z niego należy korzystać.

Wskaźnik cena/zysk (z ang. P/E, price/earnings ratio) jest jednym z najbardziej popularnych wskaźników analizy fundamentalnej. Stanowi on iloraz ceny jednej akcji (P) i wartości zysku netto przypadającą na jedną akcję (EPS – earnings per share). **Wskaźnik informuje, ile jednostek pieniężnych trzeba zapłacić za nabycie jednostki zysku generowanego przez daną spółkę.** Na przykład, przedsiębiorstwo notowane ze wskaźnikiem równym 14 oznacza, że cena akcji odpowiada jej 14-krotnemu zyskowi netto w przeliczeniu na jedną akcję spółki. Z kolei odwrotność wskaźnika C/Z informuje inwestora jaka jest „zyskowność” danej akcji. Dla wcześniejszego przykładu będzie to 7,1 proc.

Podstawowa interpretacja wskaźnika cena/zysk informuje, jak wyceniana jest dana spółka. Niski poziom wskaźnika może sugerować, że inwestycja jest korzystna, ponieważ firma osiąga zyski, przy relatywnie niskiej wycenie giełdowej. Zbyt niski poziom tego wskaźnika sygnalizuje, że akcje spółki są niedowartościowane i zachęca do taniego ich nabycia. Z kolei zbyt duża wartość P/E może świadczyć o dużym, nieracjonalnym entuzjazmie inwestorów. Wysoka wartość wskaźnika P/E oznacza, że inwestorzy spodziewają się znacznego wzrostu zysku netto i są skłonni za to

Jak to liczyć?

W praktyce wyróżnić możemy dwa sposoby obliczania wskaźnika P/E. Należy zauważyć, że od przyjętej metodologii zależy nie tylko jego jakość, ale również użyteczność.

Pierwsze podejście polega na przyjmowaniu w obliczeniach zysku netto za ostatnie 12 miesięcy (krocząco, czyli np. od marca do marca, a nie za pełne lata kalendarzowe. W ten sposób wskaźnik aktualizuje się po każdym najnowszym wyniku spółki). Jest to rozwiązanie bardzo proste do zrealizowania, jednakże informuje wyłącznie o zyskach przeszłych, a nie tych spodziewanych w przyszłości, na których najbardziej zależy inwestorom.

Drugim podejściem jest wykorzystanie prognoz przyszłych wyników. To rozwiązanie ma z kolei tę wadę, że zarządy spółek zaprognozować mogą właściwie wszystko, przez co wyliczenia te nie zawsze muszą być dobrej jakości. Najlepszym rozwiązaniem wydaje się być samodzielne prognozowanie wyników spółki przez inwestora, jednak wiąże się to z dużą pracochłonnością, a i te wyniki mocno uzależnione są od przyjętych założeń. W związku z powyższym na rynkach finansowych dominuje pierwsze podejście, wykorzystujące do obliczeń zysk netto za ostatnich 12 miesięcy.

zapłacić. Jest to charakterystyczna sytuacja dla spółek rozwijających się, o znacznym potencjale wzrostu zysku.

Należy jednak pamiętać, że powyższa interpretacja jest bardzo dużym uproszczeniem. **Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zawsze należy sprawdzić czy sygnał, jaki wygenerował wskaźnik P/E ma pokrycie z innymi informacjami.** Dla przykładu, niski poziom wskaźnika może wynikać nie tyle z niskiej wyceny, ale wyłącznie ze zdarzenia jednorazowego (np. sprzedaży nieruchomości) lub bardzo złej kondycji finansowej (przez co przyszłe zyski mogą być zagrożone). Wykorzystując wskaźnik cena/zysk należy również pamiętać, aby porównywać spółki z tej samej branży czy tej samej wielkości. Mniejsze czy dopiero rozwijające się przedsiębiorstwa charakteryzują się z reguły wyższym wskaźnikiem C/Z, z uwagi na lepsze perspektywy wzrostu zysku w przyszłych okresach.

Przy korzystaniu ze wskaźnika C/Z należy również pamiętać, że na jego poziom wpływ mają również inne czynniki niż tylko zysk netto oraz bieżący kurs. Stopień dźwigni operacyjnej i fi-

nansowej, stopy procentowe czy premia za ryzyko całego rynku to niektóre czynniki, które wpływają na wysokość wskaźnika. Należy mieć również na uwadze, że wskaźnik P/E może być użyteczny tylko dla spółek, które generują zysk. Dla przedsiębiorstw osiągających straty wskaźnik ten nie jest obliczany.

Teoretyczne założenia metody analizowania wskaźnika C/Z są słuszne – tańsze spółki powinny rosnać, a droższe korygować wartość. **Pomimo wielu ograniczeń związanych ze stosowaniem w praktyce tego wskaźnika, jego statystyczna skuteczność potwierdza dużą przydatność. Należy jednak pamiętać, że kierowanie się wyłącznie jednym wskaźnikiem nie jest dobrym podejściem, ale wykorzystanie go jako jednego z narzędzi do oceny atrakcyjności inwestycji zwiększa prawdopodobieństwo udanej transakcji.**

Paweł Mielcarek

Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

Niniejszy dokument ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Xelion. Doradcy Finansowi sp. z o.o. („Spółka”) oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.