

# INWESTOR GF



## Zaoszczędzić na emeryturę, czyli IKE i IKZE bez tajemnic

**W ciągu ostatnich miesięcy temat odkładania pieniędzy na emeryturę stał się bardzo głośny, głównie za sprawą nowej reformy emerytalnej zaprezentowanej przez rząd. I nawet pomimo tego, że znamy szczegóły PPK, to wciąż nie wiadomo co stanie się z Otwartymi Funduszami Emerytalnymi – i jednocześnie ze środkami w nich zgromadzonymi. Czy myśląc więc o swojej przyszłości, warto polegać na państwie? Moim zdaniem niekoniecznie.**

**Szymon Juszczyk**  
dyrektor Departamentu  
Zarządzania Portfelami,  
RDM Wealth Management

### 20 lat minęło...

Otwarte Fundusze Emerytalne rozpoczęły funkcjonowanie jeszcze w latach 90-tych. Miały one wówczas być znaczącym remedium na przyszłą, nienajlepszą perspektywę emerytalną. Z różnych względów system stał się coraz mniej wydolny, a pierwotne założenia reformy nie znajdowały odzwierciedlenia w rzeczywistości. Pierwszą poważną poprawkę OFE przeszły w 2014 roku, gdy do ZUS zostało przekazanych ponad 51 proc. aktywów w postaci polskich obligacji skarbowych. Poza tym wprowadzono m.in. suwak bezpieczeństwa oraz dobrowolność przekazywania przyszłych składek do systemu. Nie trzeba było długo czekać, a nowy rząd również rozpoczął dyskusję na temat dalszych zmian, czego efektem jest właśnie reforma wprowadzająca PPK. Ale co dalej z OFE i aktywami, które są w nich zgromadzone? Tego właśnie nie wiemy w skutek czego zaufanie do systemu emerytalnego wciąż

spada. Jak więc zabezpieczyć swoją przyszłość, po zakończeniu aktywności zawodowej? Najlepiej na własną rękę.

### Jakie są możliwości?

Odkładając pieniądze na przyszłą emeryturę na własną rękę mamy sporo możliwości. Możemy kupować akcje, obligacje, nieruchomości, dzieła sztuki, czy innego rodzaju aktywa, które w perspektywie nadchodzących lat mogą przynieść zyski. Jednak taki sposób zapewnienia bezpieczeństwa finansowego na jesień życia jest nieraz problematyczny. Papierami wartościowymi właściwie ciągle trzeba się zajmować, kupowanie nieruchomości wymaga dużego kapitału, a sztuka czy „innego rodzaju aktywa” wymagają niejednokrotnie specjalistycznej wiedzy. A na domiar ziego brak w tym wypadku jakichkolwiek preferencji podatkowych czy innego rodzaju udogodnień. Może więc lepiej wybrać oszczędzanie w formie IKE lub IKZE?

### W co inwestować przez IKE lub IKZE?

Sposób funkcjonowania oraz formę Indywidualnych Kont Zabezpie-

czenia Emerytalnego i Indywidualnych Kont Emerytalnych reguluje ustawa o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego. Zgodnie z literą prawa środki zgromadzone na IKE lub IKZE są gromadzone na wyodrębnionym zapisie w rejestrze uczestników funduszu inwestycyjnego (również rachunku w dobrowolnym funduszu emerytalnym), rachunku papierów wartościowych i rachunku pieniężnym służącym do jego obsługi, rachunku w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym oraz rachunku bankowym. To oznacza, że w ramach IKE oraz IKZE możemy inwestować w papiery wartościowe, fundusze inwestycyjne, fundusze ubezpieczeniowe, dobrowolne fundusze emerytalne oraz w depozyty bankowe. Naturalnie w zależności od naszej preferencji i oferty dostępnej na rynku. Lepiej wybrać więc IKE czy IKZE?

### Czym różni się IKE od IKZE?

Jedną z głównych różnic obu form prawnych jest roczny limit wpłat. Niestety w ramach IKE i IKZE nie możemy oszczędzać tyle ile byśmy chcieli, a górny pułap jest ustalony przez ustawodawcę. W przypadku IKE limitem jest trzykrotność prognozowanego średniego wynagrodzenia za dany rok, a w IKZE to 1,2 krotność prognozowanego średniego wynagrodzenia za dany rok. Warto zaznaczyć, że wartość środków wpłaconych na IKZE możemy odliczyć od podatku w zeznaniu za

dany rok kalendarzowy. To rozwiązanie bardzo korzystne szczególnie dla osób płacących podatek dochodowy wg 32 proc. stawki. Naturalnym jest, że w przypadku osiągnięcia zysku z inwestycji kapitałowych, jesteśmy zobowiązani do zapłacenia 19 proc. daniny. W przypadku oszczędności emerytalnych sytuacja jest odmienna. Jeżeli założymy, że środki wypłacimy dopiero po osiągnięciu wieku emerytalnego, od każdej wypłaty z IKZE zapłacimy 10 proc., zryczałtowaną daninę (nie od zysków, ale od aktywów!), w przypadku IKE podatków nie ma żadnych. Jeżeli chcemy wypłacić środki przed osiągnięciem wieku emerytalnego, wówczas w przypadku IKE płacimy 19 proc. podatek Belki od zysków kapitałowych, a w przypadku IKZE kwotę tę dopisujemy do zeznania podatkowego i płacimy podatek zgodny ze skalą podatkową. Aby zachować podatkowe ulgi, środki z IKE możemy wypłacić po osiągnięciu 60, lub 55 lat, i nabyciu praw emerytalnych i spełnieniu dwóch dodatkowych warunków. Sposób wypłaty może być jednorazowy lub częściowy. W przypadku IKZE musimy osiągnąć 65 lat i dokonywać wpłat na kontowo w co najmniej 5 dowolnych latach kalendarzowych. W przypadku wcześniejszej wypłaty i utracie opisanych powyżej ulg podatkowych, sposób wypłaty jest bardzo podobny. Tzn. z IKE możemy wypłacić środki „na raz” lub w ratach – z konta IKZE tylko w jednej racie.

### Podobieństwa

W przypadku obu kont sposoby wpłaty środków są bardzo podobne. Tzn. możemy dokonywać nieregularnych wpłat, wtedy kiedy posiadamy odpowiednią ilość wolnych środków finansowych, możemy odkładać środki regularnie, np. w odstępie jednego miesiąca, albo wpłacić całość limitu jednorazowo. Sposób oszczędzania należy tylko do oszczędzającego. Co również ważne, środki zgromadzone w IKE oraz IKZE całkowicie podlegają dziedziczeniu, bez konieczności zapłaty podatku od spadków i darowizn, z tą różnicą, że gdy uzyskujemy w ten sposób środki w ramach IKZE, jesteśmy zobowiązani do zapłaty zryczałtowanego podatku dochodowego w wysokości 10 proc. (chyba, że środki zostaną przeniesione na inne IKZE).

### Które wybrać? IKE czy IKZE?

Niestety jednoznaczne stwierdzenie, która z dostępnych form prywatnego oszczędzania na emeryturę jest lepsza, będzie niefortunne, chociażby dlatego, że każdy oszczędzający ma swoje preferencje. Aczkolwiek, gdyby założyć, że na oba konta wpłacamy taką samą kwotę już po uwzględnieniu odpisu od PIT (do limitu IKZE, który jest niższy) i w tym samym czasie zarabiamy tyle samo, to przy wypłacie po osiągnięciu wieku emerytalnego okaże się, że więcej środków uzbieramy lokując kapitał za pośrednictwem Indywidualnego Konta Zabezpieczenia Emerytalnego.

## INWESTOR GF

## 10 NAJLEPSZYCH PRODUKTÓW INWESTYCYJNYCH

Kolejny raz oddajemy w Państwa ręce zestawienie najlepszych produktów inwestycyjnych dostępnych na rynku. Wybraliśmy je spośród kilkudziesięciu propozycji przesłanych do redakcji przez przedstawicieli domów maklerskich, TFI, banków i firm ubezpieczeniowych. Kryterium decydującym o trafieniu do naszego zestawienia były różnorodność, nowoczesność i przystępność. To te cechy sprawiają, że inwestorzy, czy to

indywidualni, czy instytucjonalni, chętniej, mimo różnych obaw i wątpliwości, sięgają po produkty pozwalające im lokować wolne środki. Wszak każdy z nas chce, żeby nadwyżki pracowały i przynosiły korzyści. Naturalnie na rynku inwestycyjnym nikt nie zagwarantuje nam, że zyskamy, większą jednak mamy w tej materii gwarancję, jeśli sięgniemy po pewne produkty stabilnych firm. Zapraszam do analizy i lektury komentarzy ekspertów.

Nazwa produktu inwestycyjnego	Nazwa instytucji zgłaszającej	Opis produktu
AGIO Kapitał (subfundusz AGIO SFIO)	Bank Millennium	Cel inwestycyjny: uzyskiwanie stałej, powtarzalnej premii w stosunku do lokat bankowych przy jednoczesnej ochronie kapitału w ujęciu realnym i nominalnym (po uwzględnieniu inflacji). Polityka inwestycyjna: zakłada długoterminowe zaangażowanie w poszczególne inwestycje, a nie dynamiczne dostosowywanie się do chwilowych trendów rynkowych. Kryterium doboru lokat – ocena ryzyka kredytowego emitenta Zakres lokat funduszu: * obligacje korporacyjne: najbardziej atrakcyjne pod względem premii w relacji do ryzyka kredytowego obligacje polskich przedsiębiorstw (również z rynku Catalyst), * obligacje Skarbu Państwa: Polska, * obligacje komunalne: obligacje jednostek samorządu terytorialnego, * gotówka: lokaty krótko i długoterminowe. Stopa zwrotu na dzień 24.01.2018 r. liczona od początku działalności 44,45 proc.
Autolokacja	PKO Bank Polski	Rozwiązanie, które polega na inwestowaniu wpłaconych środków w regularnych odstępach czasu oraz w możliwie jednakowej wysokości, niezależnie od panującej koniunktury rynkowej. Dzięki temu klient może uśrednić cenę zakupu jednostek uczestnictwa wybranych produktów inwestycyjnych. W ten sposób można uniknąć kupowania „na górce”. Środki przeznaczone na inwestycję wpłacane są na początku w 1/13 do wybranego subfunduszu, a pozostała ich część (12/13) deponowana na atrakcyjnie oprocentowanej lokacie. Następnie środki są systematycznie przekazywane do wybranego subfunduszu poprzez 12 cyklicznych nabyć, wskutek których 100 proc. środków znajdzie się w subfunduszu docelowym. Dzieje się to zupełnie automatycznie, co jest nie tylko wygodne, ale także pozwala ograniczyć wpływ emocji na ostateczny wynik inwestycji. Od 3 stycznia 2018 r. Autolokacja jest dostępna z czterema subfunduszami wydzielonymi w ramach PKO Portfele Inwestycyjne - sfio. Zastąpiły one subfundusze, które były dostępne w Autolokacji w 2017 roku. Aktualnie dostępne subfundusze to gotowe, profesjonalnie przygotowane rozwiązania inwestycyjne, dzięki którym klienci mogą korzystać z potencjału krajowego i globalnego rynku finansowego (różne klasy aktywów, m.in. akcje i obligacje).
BPS Płynnościowy	BPS TFI	Subfundusz BPS Płynnościowy wchodzi w skład funduszu BPS SFIO zarządzanego przez BPS TFI S.A. BPS Płynnościowy jest laureatem nagrody „Złoty Portfel” przyznawanej przez Gazetę „Parkiet”, w kategorii najlepszy fundusz gotówkowy i pieniężny. Subfundusz uzyskał w 2017 roku stopę zwrotu +4,69 proc., podczas gdy średnia dla tej kategorii funduszy wyniosła zaledwie 2,80 proc. Zarządzający subfunduszem, na przestrzeni ostatnich czterech lat, już po raz trzeci zostali wyróżnieni tą nagrodą. Wyniki osiągnięte przez subfundusz BPS Płynnościowy są znacząco wyższe niż średnia dla funduszy gotówkowych i pieniężnych, co sprawia, iż od początku działalności jest on w czołówce w swojej kategorii. Aktywna subfunduszu w przeważającej części inwestowane są w obligacje skarbowe, które stanowią ok. 50 proc. całego portfela. Ponadto w portfelu znajdują się starannie dobrane papiery korporacyjne, a także depozyty bankowe. Minimalna pierwsza wpłata do funduszu to 100 zł, każda kolejna to min. 50 zł. Jednostki subfunduszu dostępne są online za pośrednictwem strony www.bpstfi.pl oraz w placówkach dystrybutorów.
Indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego z funduszami AXA FIO.	AXA TFI	Brak jakichkolwiek opłat poza opłatą za zarządzanie funduszy inwestycyjnych (brak opłat za założenie/powadzenie/transfer/wypłatę/wpłatę/alokację, opłaty dystrybucyjnej, zniesiona nawet opłata za likwidację w pierwszym roku od otwarcia). Same opłaty za zarządzanie obciążone o 40-60 proc. w stosunku do opłat pobieranych na jednostkach detalicznych kat. A. Opłaty za zarządzanie wynoszą od 0.5 proc. (AXA Lokacyjny) do 1.9 proc. (wszystkie fundusze akcji), gdzie opłaty rynkowe to odpowiednio 1-4 proc. Proces otwierania jest w pełni online łącznie z możliwością dokonania wpłaty poprzez system szybkich płatności (pierwsze w Polsce wdrożenie dla IKZE, drugie dla TFI). Otwarcie IKZE online trwa ok. 5 minut z dokonaniem wpłaty. Weryfikacja klienta odbywa się na podstawie przelewu weryfikującego (pierwsza wpłata). W grudniu Towarzystwo prowadziło promocję polegającą na wypłacie 200zł (w dwóch ratach po 100zł w 1q2018 i 1q2019) klientom, którzy otworzą IKZE i wpłacą na nie co najmniej 2000 zł. Klienci mogą zacząć inwestować już od 50 zł. Nie wprowadzono limitów zamian funduszy dokonywanych w ciągu roku, a same zamiany są oczywiście darmowe.
Inwestycje na giełdach zagranicznych	Dom Maklerski BZ WBK Bank Zachodni WBK	Doskonała możliwość dywersyfikacji portfela – tysiące instrumentów: akcje światowych gigantów, obligacje, ETFy. Dostępne rynki kasowe: NYSE EURONEXT, XETRA, MADRID SE, LONDON SE, MILAN SE, VIENNA SE, NASDAQ OMX HELSINKI, NYSE, NASDAQ. Szeroki dostęp do ETF – na NYSE, Nasdaq, Euronext, Xetra, Borsa Italiana, SIX SIS oraz London Stock Exchange. Możliwość wykorzystania różnic kursowych – poprzez przenoszenie aktywów pomiędzy różnymi rynkami dzięki dostępowi do wielu giełd z jednego rachunku. Niskie prowizje – stawki dla akcji i ETFów takie same jak na rynku polskim. Możliwość inwestycji bez waluty obcej – dzięki usłudze automatycznego przewalutowania. Notowania online – wygodny dostęp poprzez przeglądarkę do notowań w czasie rzeczywistym m.in. z giełd w Nowym Jorku, Frankfurtu, Londynie. W pakiecie notowań z rynków zagranicznych również notowania z GPW. Wsparcie ekspertów – m.in. analizy Tydzień na giełdach zagranicznych, Zagraniczna okazja dnia, Raport surowcowy.
Nest Solidne Inwestycje	Nest Bank	Produkt z wpłatą jednorazową umożliwiającą inwestowanie w wybrane Fundusze Inwestycyjne Otwarte lub Portfele Modelowe. Minimalna składka: 5 000 PLN. Wiek wstępu: 18-75 (od 70 wariant Dojrzały) Kluczowe zalety: możliwość aktywnego zarządzania inwestycją; odroczenie podatku od zysków kapitałowych; dywersyfikacja portfela inwestycyjnego klienta; brak podatku od spadków i darowizn; ochrona na wypadek śmierci klienta; niska kwota wejścia; kilkadziesiąt Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych, w tym 3 Portfele Modelowe (kilkanaście firm zarządzających funduszami inwestycyjnymi). Dodatkowe cechy unikalne: kwartalna wypłata ewentualnych zysków („Automatyczny Częściowy Wykup”); „Konwersja Dopasowana do Wieków” (tzw. Konwersja Life Cycle); nieograniczona ilość konwersji bez kosztów.
Plan regularnego oszczędzania Program Inwestycyjny Przyszłość +	Bank Millennium	Klienci korzystający z programu nie płać prowizji za jego otwarcie i prowadzenie, nie ponoszą też kosztów nabycia jednostek uczestnictwa. Program Inwestycyjny Przyszłość + Millennium TFI to propozycja dla każdego, kto chce regularnie oszczędzać nawet niewielkie kwoty oraz inwestować zgromadzone środki na krajowych, europejskich i globalnych rynkach kapitałowych. Program oparty jest o jednostki uczestnictwa sześciu subfunduszy w ramach funduszu parasolowego Millennium SFIO, przy czym środki muszą być podzielone na co najmniej dwa subfundusze. Klienci nie ponoszą kosztów otwarcia i prowadzenia programu, nie płać też za nabycie jednostek uczestnictwa. Strategia inwestycyjna może być zmieniana dowolną ilość razy bez opłat za zmianę alokacji środków. Warunki prowadzenia Programu Przyszłość + są bardzo elastyczne. Czas trwania programu jest ustalany indywidualnie, w przedziale od 5 do 18 lat. Minimalna suma rocznych wpłat to jedynie 1200 zł z zastrzeżeniem, że pojedyncza wpłata nie może być niższa niż 100 zł. Klient nie deklaruje częstotliwości wpłat, ustala je indywidualnie w zależności od potrzeb i możliwości finansowych.
Subfundusz Caspar Ochrony Kapitału	Caspar TFI	Subfundusz realizuje politykę inwestycyjną poprzez lokowanie aktywów w Instrumenty Rynku Pieniężnego oraz Instrumenty Dłużne. Ograniczone ryzyko emitenta. Towarzystwo inwestuje wyłącznie w obligacje Skarbu Państwa (97,90 proc. portfela na 29/12/2017). Ograniczone ryzyko stóp procentowych. Towarzystwo inwestuje w obligacje o krótkim terminie zapadalności i obligacje zmienneokuponowe (kupon = WIBOR). Brak ryzyka walutowego. Towarzystwo inwestuje wyłącznie w instrumenty denominowane w PLN. Brak ryzyka płynności, wycena rynkowa. Obligacje Skarbu Państwa są najpłynniejszymi instrumentami dłużnymi na rynku polskim.
Subfundusz Ipopema Globalnych Megatrendów	Ipopema	Fundusz dedykowany klientom o wysokim poziomie akceptacji ryzyka inwestycyjnego i horyzoncie inwestycyjnym odpowiednim dla rynków akcyjnych. Produkt odpowiedni dla osób poszukujących ekspozycji na wzrostowe segmenty gospodarki światowej. Polityka inwestycyjna zaangażowanie w rynkach akcji na poziomie od 66 proc. do 100 proc. W centrum zainteresowania funduszu są spółki z dużym potencjałem wzrostu, które są beneficjentami globalnych zmian – tzw. mega trendów, Subfundusz koncentruje się na spółkach, których wyniki finansowe uzyskiwane są we wzrostowych sektorach globalnej gospodarki, akcje pojedynczego emitenta w portfelu nie przekraczają 5 proc., benchmark: 75 proc. Bloomberg World Index + 25 proc. WIBID 0/N
Ubezpieczenie inwestycyjne „Wymarzone perspektywy”	Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Europa	Produkt inwestycyjny nowego typu, który charakteryzuje się bardzo niskimi opłatami. Grupa Europa pobiera rocznie od klientów tylko 1,3 proc. opłaty administracyjnej. W produkcie nie ma żadnej opłaty likwidacyjnej, co oznacza, że klient może zakończyć inwestycję w dowolnym momencie bez ponoszenia jakichkolwiek dodatkowych kosztów. Produkt sprzedajemy we współpracy z Raiffeisen Polbankiem. By z niego skorzystać, trzeba wpłacić pierwszą składkę w wysokości 5 tys. zł. Klient może w kolejnych krokach zwiększać wartość inwestycji, dokonując kolejnych wpłat (minimum 200 zł), dzięki czemu otrzymuje możliwość stworzenia regularnego planu inwestycyjnego. Przy tym klient nie musi dokonywać żadnych regularnych wpłat. Do wyboru ma 22 ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe oraz 4 portfele modelowe, zróżnicowane pod kątem akceptowanego poziomu ryzyka.

# WPLYW DZIAŁAŃ PROTEKCJONISTYCZNYCH

**Jakie będą skutki wprowadzenia ceł na stal i aluminium przez Donalda Trumpa? Działania protekcjonistyczne Stanów Zjednoczonych wpłyną na kondycję branży metalurgicznej na całym świecie oraz są zapowiedzią kolejnych kroków administracji rządowej USA, ale i UE czy Państwa Środka.**



**Arkadiusz Taraszkiewicz**

dyrektor regionalny ds. oceny  
ryzyka w Atradius

Wprowadzając cła na stal i aluminium, prezydent USA spełnił jedną z głównych obietnic wyborczych. Prezydent USA Donald Trump podpisał 2 marca specjalne rozporządzenie na wprowadzenie ceł do 25 proc. na cały import stali i 10 proc. na import aluminium. Większymi podatkami nie zostały objęte metale pochodzące z Meksyku i Kanady ze względu na trwające negocjacje układu NAFTA.

Do tych państw dołączyła także Australia, która jest w trakcie negocjacji z administracją prezydenta Trumpa „porozumienia o bezpieczeństwie”. Nowe taryfy nakładane są na podstawie rzadko stosowanego prawa, które pozwala na nadzwyczajne sankcje handlowe w celu ochrony „bezpieczeństwa narodowego”. Chodzi przede wszystkim o pomoc w zachowaniu miejsc pracy dla amerykańskich hutników, którzy stracili pracę w wyniku automatyzacji i globalizacji.

## Zmiany personalne w Białym Domu większym zagrożeniem niż cła

Z administracji Trumpa coraz bardziej słyszany jest głos doradców o silnych poglądach protekcjonistycznych, którzy popierają stosowanie kolejnych środków handlowych, takich jak zapowiadane cła. Jednocześnie na arenie międzynarodowej rosną obawy przed

reakcją innych krajów, które już teraz zapowiadają wdrożenie środków protekcjonistycznych, na których czele stanęły Chiny. To zaś źle wróży międzynarodowemu handlowi.

W analizie Atradius szczegółowo nakreślony został światowy rynek stali i aluminium, a następnie przedstawiona została ocena ekonomicznego wpływu wzrostu ceł za stal i aluminium dla USA, jego partnerów handlowych i poszczególnych sektorów. Zdaniem analityków wpływ ten nie jest aż tak szokujący, zwłaszcza że obecnie Kanada, będąca największym eksporterem, Meksyk i Australia mogą być zwolnione z dodatkowych opłat. Bardziej niepokojące jest m.in. rezygnacja Gary'ego Cohna, głównego doradcy ekonomicznego Donalda Trumpa i przeciwnika wprowadzania ceł, a także to, że administracja amerykańska zdaje się iść w kierunku stopniowego pozbywania się ograniczeń dla przyszłych działań protekcjonistycznych. Administracja USA, a może i sam prezydent Stanów Zjednoczonych, zrobiła wielki krok, by zrealizować obietnice powzięte w czasie kampanii wyborczej dotyczące podniesienia ceł, by ożywić

amerykański przemysł stalowy i aluminiowy. Partnerzy handlowi objęci wzrostem wysokości podatków będą działać odwetowo, co widać już po ostatnich reakcjach Chin i UE. W dłuższej perspektywie odczują to również konsumenci dóbr finalnych. Co więcej, rząd USA prawdopodobnie zaproponuje kolejne środki protekcjonistyczne. Jeszcze nie doszliśmy do wojny handlowej, ale niewątpliwie się do niej zbliżamy i musimy taki scenariusz zakładać.

## Dotychczasowa dominacja Chin i niemoc Stanów Zjednoczonych

Charakterystyczną cechą rynku stali i aluminium jest dominacja Chin, zarówno w produkcji, jak i – choć w mniejszym stopniu – konsumpcji. Mówiąc dokładniej, z 1687 milionów ton stali wyprodukowanych w 2017 roku, nieco ponad 50 proc. pochodziło z Państwa Środka. Chińskie zapotrzebowanie to około 44 proc. globalnej konsumpcji, co sugeruje nadwyżkę 134 mln ton stali. Co ciekawe UE odpowiada za 10 proc. produkcji, Japonia 6 proc., Indie 6 proc. i Stany Zjednoczone 5 proc. Ceny stali znalazły się pod

presją po globalnym kryzysie gospodarczym w 2009 roku i spowolnieniu gospodarczym Chin. Jednak w ostatnim czasie ceny zaczęły rosnąć po pobudzeniu globalnej gospodarki i ogłoszeniu przez władze chińskie, zamknięcia znaczącej liczby centrów produkcyjnych.

Z kolei amerykańscy producenci nie są wystarczająco konkurencyjni. Wynika to przede wszystkim z braku inwestycji w nowe technologie, nieelastycznych umów o pracę i rosnących kosztów (zdrowotne i emerytalne). W efekcie względnie nieefektywne kosztowo amerykańskie fabryki stali i aluminium są wypierane z rynku, na co wskazuje zmniejszająca się skala produkcji. Biorąc pod uwagę, że produkcja w Stanach Zjednoczonych maleje, a zużycie metali rośnie, kluczowym dla USA jest import w celu nadrobienia różnicy. Wzrost cen importowanej stali i aluminium kolejno o 25 proc. oraz 10 proc. są znaczącymi podwyżkami i mają zapewnić ochronę amerykańskim producentom metali. Jednakże dla firm, takich jak producenci samochodów, którzy wykorzystują oba surowce, będzie to niewątpliwie oznaczać wyższe koszty.

REKLAMA



**BPS TFI**  
Grupa BPS

**BPS Płynnościowy**  
**Najlepszy fundusz**  
**gotówkowy i pieniężny**  
**w 2017 roku!**

Zainwestuj online na [www.bpstfi.pl](http://www.bpstfi.pl)



Źródło danych: Analizy Online S.A.  
BPS Płynnościowy nie gwarantuje osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani realizacji określonego wyniku finansowego. Uczestnik Funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Przed przystąpieniem do inwestycji należy szczegółowo zapoznać się z prospektem informacyjnym BPS SF10 oraz Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów dotyczącymi danego subfunduszu, które zawierają szczegółowy opis czynników ryzyka, oraz informacje o opłatach i prowizjach. Prospekt informacyjny, KIID oraz Tabela Opłat BPS SF10 dostępne są na stronie [www.bpstfi.pl](http://www.bpstfi.pl). Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie reklamowy i informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny, usługi doradztwa finansowego, inwestycyjnego, prawnego lub podatkowego, lub rekomendacji o takim charakterze.

## INWESTOR GF

## Zainwestować w mieszkanie pod wynajem

**Mieszkania deweloperskie nabywane są w większości za gotówkę, ale coraz więcej osób inwestuje także w nieruchomości na wynajem, kupując je na kredyt.**



**Tomasz Sadłocha**

ekspert Ochnik Development

Trzy z czterech mieszkań sprzedanych w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku na rynku deweloperskim kupione zostały ze środków własnych nabywców, wskazują dane zawarte w najnowszym raporcie Narodowego Banku Polskiego. Tylko jedna czwarta kupujących zaciągnęła na ten cel kredyt. Zbliżone wyniki przyniosła analiza sprzedaży nowych mieszkań w tym samym okresie w siedmiu największych miastach w Polsce, opracowana rok wcześniej.

#### 22 mld zł wycofanych z lokat bankowych

Nowe mieszkania kupowane są przede wszystkim z oszczędności, w tym ze środków zgromadzonych na lokatach, które masowo są zamykane, bo nie przynoszą zysku. Statystyki mówią, że tylko w 2017 roku o prawie 22 mld zł zmalała wartość bankowych lokat gospodarstw domowych w naszym kraju. Ten kapitał inwestowany jest głównie w nieruchomości, bo wynajem mieszkań bardziej się opłaca. Jest nawet na tyle dochodowy, że coraz więcej osób decyduje się zaciągać kredyty na zakup nieruchomości w celach inwestycyjnych. Zainteresowanie hipotekami rośnie, o czym świadczą dane zawarte

w ostatnim raporcie Amron-SAR-FiN. Pomimo wcześniejszych, pesymistycznych przewidywań, w 2017 roku sprzedaż kredytów hipotecznych była najwyższa od 2011 roku. Duży udział mieli w tym inwestorzy. Szacuje się, że już jedna trzecia mieszkań na rynku deweloperskim kupowana jest pod wynajem, a prognozy analityków mówią, że osób inwestujących w nieruchomości nadal będzie przybywać.

#### Coraz więcej zaciąganych zobowiązań

Utrzymujące się niskie stopy procentowe przekładają się na niższe oprocentowanie kredytów. To zachęca do zaciągania zobowiązań, nie tylko na zakup nieruchomości na własne cele mieszkaniowe, ale również inwestycyjnie. Na wyraźny wzrost popularności hipotek wskazują też ostatnie dane rynkowe. W pierwszych miesiącach tego roku popyt na kredyty hipoteczne był dużo wyższy niż rok wcześniej. W styczniu ich sprzedaż była wyższa o ponad 7 proc., a w lutym aż o ponad 13 proc., licząc rok do roku. Jeszcze lepsza była końcówka 2017 roku. Grudzień ubiegłego roku pod względem sprzedaży hipotek był lepszy od ostatniego miesiąca 2016 roku o ponad 33 proc. Wyniki podbił wtedy dodatkowo zamknięty program MdM. W całym 2017 roku indeks popytu na kredyty mieszkaniowe był także sporo wyższy niż rok wcześniej, bo o prawie 13 proc., a wartość sprzedaży hipotek była najwyższa od sześciu lat. Podpisano ponad 190 tys. umów kredytowych, prawie o 7 proc. więcej niż rok wcześniej.

#### Niższe marże kredytowe

Rośnie też średnia wartość udzielanych kredytów. Do zaciągania wyższych zobowiązań zachęca



wzrost poziomu wynagrodzeń w naszym kraju, ale także obserwowany w ostatnim czasie spadek ich oprocentowania. Dzieje się tak dzięki obniżkom marż bankowych. Jak podają analitycy, średnia marża dla kredytów z wysokim, 25 procentowym wkładem własnym kształtuje się obecnie na poziomie 2,05 proc., a z 10 procentowym wkładem wynosi 2,31 proc. Podczas, gdy sześć miesięcy temu było to odpowiednio 2,17 i 2,38 proc. Wcześniej marże kredytowe rosły niemal nieustannie od 2012 roku, ale od sierpnia ubiegłego roku możemy obserwować ich niewielkie, ale regularne obniżki.

Wysokość oprocentowania kredytów hipotecznych z wysokim wkładem własnym wynosi dziś średnio 3,8 proc. Składa się na nie marża bankowa i stawka WIBOR. Ta ostatnia wpływa na poziom stóp procentowych, które od dawna

utrzymują się na bardzo niskim poziomie. I nic nie wskazuje na to, żeby w najbliższym czasie miało się to zmienić. Przewodniczący RPP poinformował bowiem ostatnio, że stopy pozostaną na obecnym poziomie nawet do 2020 roku. I do tego czasu niskie oprocentowanie lokat nie będzie zachęcało do trzymania pieniędzy w bankach.

#### Wyższe ceny mieszkań

Rosnąca średnia wartość zaciąganych kredytów ma też związek ze stabilnym, ale systematycznym wzrostem cen mieszkań. Od połowy zeszłego roku tempo podwyżek jednak przyspieszyło, co jest związane ze wzrostem kosztów wykonawstwa i cen gruntów inwestycyjnych. W skali roku mieszkania drożeją o kilka procent, ale można się spodziewać dalszych wzrostów rzędu kilku i kilkunastu procent w zależności od lokalnego rynku.

Podwyżki cen mieszkań to nie tylko polska domena, tak dzieje się w większości krajów europejskich. Stawki wyrównują teraz do poziomu sprzed ostatniego kryzysu. W Polsce, gdzie podwyżki nie są jeszcze tak duże, jak w innych krajach ceny może windować dodatkowo utrzymujący się od dawna ogromny popyt na mieszkania. Mimo, że deweloperzy budują tak dużo, jak nigdy odkąd istnieje wolny rynek, nie nadążają z produkcją. W rekordowym przedziale utrzymuje się, zarówno liczba oddawanych mieszkań, rozpoczynanych inwestycji, jak i wydawanych pozwoleń na budowę. Sprzedaż rośnie prawie o jedną piątą rocznie, ale cała nowa podaż natychmiast wchłaniana jest przez rynek. Tak duże zainteresowanie zakupem mieszkań, przy ich ewentualnym niedoborze może dodatkowo stymulować wzrost cen.

## Wysłuchiwać się w nastroje rynkowe, czyli na czym

**Decyzje inwestycyjne można opierać na różnorodnych podstawach. I od podejścia posiadacza kapitału, jego wiedzy ekonomicznej, preferencji, stylu inwestowania, horyzontu inwestycyjnego, itp. zależy, które z nich mają decydujące znaczenie. Istotną rolę odgrywa również wybór rodzaju instrumentu finansowego w jaki lokuje się pieniądze. Inne czynniki dominują przy inwestycji w obligacje skarbowe, inne przy inwestycji w akcje poszczególnych spółek, a jeszcze inne przy lokowaniu w fundusze inwestycyjne, czy np. instrumenty typu ETF.**



**Alfred Adamiec**

zarządzający aktywami  
w Niezależnym Domu Maklerskim

Informacja to podstawowy czynnik wykorzystywany w procesie inwestycyjnym. Zbieranie informacji, ich selekcja i analiza pochłaniają największą część czasu i pracy dysponenta kapitału. Narzędzia wykorzystywane w trakcie tej pracy szybko się zmieniają. Jeszcze kilka dekad temu największy problem stanowił niedostatek

informacji i przesunięcie czasowe między zaistnieniem faktu, a momentem dotarcia informacji o nim do odbiorcy. Obecnie, w świecie bardzo szybkiego obiegu informacji, problem z czasem ich przesyłu i odbioru zszedł już na dalszy plan. Zresztą na publicznym rynku finansowym kwestia równego dostępu do informacji różnych uczestników rynku stanowi jeden z priorytetów regulacji prawnych i działań organu nadzoru. Podobnie zresztą, jak wiarygodność rozpowszechnianych wiadomości. Pojawił się natomiast inny kłopot: analitycy bardzo często odczuwają wręcz zalew najróżniejszych wiadomości, które potencjalnie mogłyby mieć wpływ na kształtowanie się wartości róż-

nych inwestycji. Z tego względu jednym z najważniejszych, ale i najtrudniejszych zadań jest odpowiednie filtrowanie informacji mających następnie zostać poddanych analizie. Pod tym względem analizy makroekonomiczne stawiają największe wymagania, ponieważ zakres publicznie dostępnych danych w tym zakresie jest ogromny. Głównie od wirtualności pracy analityka zależy, jak sprawnie poradzi sobie z tym zadaniem. Mniejsze wyzwanie stanowi selekcja w zakresie analizy sektorowej, a najłatwiej poradzić sobie z selekcją danych dotyczących poszczególnych przedsiębiorstw – w tym wypadku zdarza się wręcz narzekanie na niedostatek informacji.

**W oparciu o analizę statystyczną**  
Zupełnie inaczej wygląda budowanie strategii inwestycyjnej opartej na analizie statystycznej, analizie technicznej, czy szerzej - analizie ilościowej. Tutaj decydującą rolę odgrywa sama matematyczna „obróbka” zgromadzonych danych. Sens tej analizy opiera się na pojęciu finansów behawioralnych. Najróżniejsze metody matematycznej analizy danych dotyczących instrumentów finansowych służą określeniu rynkowych nastrojów inwestorów i ich podejścia do rynku obrotu każdego z nich. Kluczowe dla inwestora jest określenie momentu zmiany faz w cyklu koniunktury giełdowej. Ponieważ ten cykl zazwyczaj jest przesunięty w stosunku do cyklu faz koniunktury gospodarczej, analiza

## Zainwestować nadwyżki finansowe

**Każde przedsiębiorstwo, stoi przed dylematem optymalnego zagospodarowywania gotówki. Tak naprawdę środki finansowe są przysłowiowym „być albo nie być” każdego przedsięwzięcia gospodarczego. Brak płynności okazał się już wielokrotnie gwoździem do trumny nawet w dużych firmach.**

**Norbert Talarczyk**

dyrektor zarządzający  
Skarbiec TFI, Departament  
Klientów Instytucjonalnych

Bieżące zarządzanie finansami to tzw. „krótkoterminowe finanse”. Składają się na nie trzy podstawowe powody do gromadzenia rezerw gotówkowych.

**Powód transakcyjny** – gotówka jest niezbędna do przeprowadzenia zaplanowanych transakcji gotówkowych. W praktyce nie zawsze udaje się zsynchronizować wartości wpływów i wydatków gotówkowych.

**Powód ostrożnościowy** – przedsiębiorstwo zabezpiecza się przed nieprzewidywalnymi potrzebami gotówkowymi, których koszt i czas nie są możliwe do określenia odpowiednio wcześniej przed ich wystąpieniem. **Powód inwestycyjny** – środki pieniężne są utrzymywane w celu umożliwienia firmie inwestycji o stopie zwrotu przekraczającej przeciętną stopę zwrotu uzyskaną z depozytu bankowego.

**Gotówka jest, ale co dalej?**

Tak zdefiniowane rezerwy, czy inaczej nadwyżki finansowe, nie powinny być po zostawione na nieoprocentowanym rachunku bieżącym firmy, ponieważ siła nabywcza pieniądza w czasie maleje. Podstawowym instrumentem służącym zagospodarowaniu powstających każdego dnia nadwyżek finansowych są produkty typowo bankowe: oprocentowane rachunki, czy lokaty terminowe krótko i średnioterminowe.

Jedną z możliwych wad takiego rozwiązania jest konieczność nieustannego dopasowywania terminów zapadalności do zaplanowanych (lub i nie) płatności, a jeśli nie jest to możliwe, pozostaje korzystanie z najslabiej oprocentowanych lokat typu overnight. Ponadto dla przedsiębiorstw o dużych zasobach gotówki nie bez znaczenia są limity koncentracji depozytu w jednej instytucji (depozyty instytucjonalne są wyłączone z gwarancji objętych Bankowym Funduszem Gwarancyjnym). Efektem czego może być konieczność korzystania z usług wielu banków, co w wielu przypadkach może być sporym wyzwaniem.

**A może jednak warto spróbować robić to inaczej?**

Jednym z ciekawszych narzędzi wspomagających zarządzanie pieniędzmi firmowymi są fundusze inwestycyjne, a właściwie fundusze pieniężne, nazywane też gotówkowymi. Ta specyficzna grupa rozwiązań cechuje się przede wszystkim tym, że inwestuje w instrumenty rynku pieniężnego, obligacje skarbowe, komunalne, obligacje korporacyjne...

Z reguły średni termin wykupu portfela funduszu nie przekracza jednego roku, a w portfelach nie znajdziemy akcji. Najstarsze tego typu rozwiązania funkcjonujące na rynku finansowym mogą się pochwalić ponad 20 letnią historią. Ich strategie okazały się odporne na wszystkie możliwe kryzysy finansowe w tym okresie.

**Jak to wygląda w praktyce?**

Tak naprawdę wszystko rozpoczyna się od wizyty przedstawiciela fundu-

szu, który dopasuje proponowane rozwiązanie do specyfiki prowadzonej działalności, przepływów finansowych, poziomu oczekiwanej stopy zwrotu i akceptowalnego ryzyka. Po zaakceptowaniu rozwiązań wystarczy otwarcie rejestrów i ewentualna aktywacja dostępu elektronicznego.

Od tego momentu można rozpocząć wspomaganie procesu zarządzania gotówką w firmie. W najprostszej wersji wykorzystywany jest tylko jeden fundusz, na przykład Skarbiec Kasa. Inwestowanie odbywa się poprzez przelew na rachunek funduszu, bez konieczności sporządzania dodatkowych dokumentów, a także bez konieczności deklarowania czasu lokowania środków. W przeciwieństwie do lokat terminowych, w każdej chwili można dopłacić kolejną kwotę. W przypadku, gdy środki są potrzebne na realizację zobowiązań wystarczy tylko złożyć zlecenie odku-

pienie jednostek – w przypadku zleceń składanych w Skarbcu Kasa do godz. 12, środki na rachunku przedsiębiorstwa znajdą się następnego dnia, zapewniając obsługę zaplanowanych zobowiązań. Można wycofać z funduszu tylko niezbędną kwotę, a reszta środków pracuje dalej.

Podsumowując, fundusz łączy w sobie zalety lokaty overnight z lokatami średnio i długoterminowymi, zapewniając jednocześnie dochodowość znacznie przekraczającą poziom stawk depozytowych oferowanych dla klientów firmowych, które z reguły są znacznie niższe niż oferowane osobom fizycznym. Przedsiębiorstwa, które z a deklarują uzgodnione poziomy minimalnych „osadów” na swych rejestrach mogą liczyć na dodatkowy zwrot opłaty za zarządzanie pobieranej przez TFI, co daje dodatkowe kilkadziesiąt punktów bazowych dochodu w skali roku. Cały

proces odbywa się jednocześnie bez pobierania opłat za prowadzenie rejestrów, wpłaty, wypłaty.

**Jakimi więc cechami powinien charakteryzować się taki fundusz?**

Przede wszystkim musi się cechować maksymalnie niską zmiennością wartości jednostki uczestnictwa, tak by do minimum ograniczyć ryzyko związane z momentem wypłaty środków z funduszu. Portfel funduszu powinien charakteryzować się wysokim poziomem płynności, by zabezpieczyć środki na wypłatę nawet największych kwot, bez konieczności pozbywania się aktywów o niskim poziomie płynności, co mogłoby wpłynąć na obniżenie poziomu wycen jednostek uczestnictwa. Nie bez znaczenia jest rygorystyczne zarządzanie ryzykiem kredytowym składników portfela funduszu, jak i poziomem koncentracji pojedynczego emitenta, powtarzalność wyniku inwestycyjnego, ora z kompetencje zespołu zarządzającego funduszem. Wszystkimi tymi cechami charakteryzuje się wspomniany już fundusz Skarbiec Kasa, przetestowany w skrajnych realiach rynkowych cechujących ostatnie dwie dekady.

**Fundusze inwestycyjne jako atrakcyjne uzupełnienie typowych rozwiązań inwestycyjnych**

Fundusze inwestycyjne mogą i powinny być atrakcyjnym uzupełnieniem typowych rozwiązań bankowych umożliwiającym generowanie dodatkowych dochodów odsetkowych z posiadanego kapitału, przy jednoczesnym zapewnieniu wysokiego poziomu płynności jak i bezpieczeństwa. Wszak przed nami ciągle jeszcze odsetkowe chude lata, co jest wynikiem mocnych deklaracji członków RPP w sprawie niepodwyższania stóp procentowych w najbliższym okresie.



## opierać się, podejmując decyzje inwestycyjne

statystyczna/techniczna (ilościowa) może okazać się bardzo przydatna jako uzupełniająca w stosunku do analizy makroekonomicznej i fundamentalnej. Stopień jej wykorzystania przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zależy między innymi od wielkości portfela inwestycyjnego i horyzontu czasowego inwestycji. Inwestorzy indywidualni i instytucjonalni z relatywnie mniejszymi aktywami, które podlegają płynnemu obrotowi, mogą bardzo szybko zmienić alokację w instrumenty finansowe. Dla nich nawet niezbyt długie trendy, jeśli tylko są skutecznie wskazane przez analizę ilościową, mogą przynieść ponadprzeciętne stopy zwrotu. Natomiast wielomiliardowe portfele inwestycyjne cechują się dużą in-

cją w zakresie zmian ich struktury. Nawet jeśli część aktywów jest lokowana na płynnych rynkach obrotu, to i tak przeniesienie dużej części kapitału z jednego rodzaju aktywów na inny trwa tygodniami, a czasami miesiącami. Ma to największe znaczenie w momentach krachów rynkowych.

**W zależności od perspektywy**

Z tym zróżnicowanym sposobem inwestowania, używania różnego rodzaju analiz i horyzontu inwestycyjnego, wiąże się również przydatność najróżniejszych opracowań analitycznych udostępnianych publicznie. Większość tego typu analiz tworzą największe instytucje finansowe, jak banki inwestycyjne i wielkie firmy zarządzające aktywami.

Mają one rozbudowane i świetnie przygotowane merytorycznie działy analiz. Z tego względu ich publikacje mogą dostarczać wiele ciekawych opracowań przydatnych innym inwestorom. Jednak wnioski z przedstawianych danych i prognoz ekonomicznych każdy powinien wyciągać sam – adekwatnie do własnego stylu i strategii inwestycyjnej. Z natury rzeczy wielkie instytucje opierają się bowiem głównie na długoterminowych tendencjach gospodarczych i cyklach makroekonomicznych. Mniejsi inwestorzy mają inną perspektywę. To, co dla wielkiej firmy inwestycyjnej może być jedynie drobną korektą spadkową w długoterminowym trendzie wzrostowym, dla drobnego inwestora może okazać

się szansą na zwiększenie stopy zwrotu co najmniej o kilka procent w skali rocznej. Zarządzający dużym portfelem nie będzie w stanie odpowiednio szybko pozbyć się jednych instrumentów i nabyć innych, a strukturę małego portfela można zmienić niemal w jeden dzień.

**Pozyskać dane**

Duże instytucje finansowe mają z kolei istotną przewagę nad drobnymi inwestorami w zakresie łatwości pozyskiwania danych i dysponowania instrumentarium analitycznym do oceny przedsiębiorstw. Z tego względu informacje lub nawet same przypuszczenia o zaangażowaniu dużego inwestora po stronie popytu lub podaży na rynku akcji lub obligacji poszcze-

gólnych spółek są pilnie obserwowane przez wszystkich uczestników rynku. Warto jednak zauważyć, że kierowanie się głównie plotkami i domysłami, niepopartymi solidną analizą faktów, przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zbliża cały proces inwestycyjny do hazardu. Czyli zdecydowanie podnosi rolę przypadku w kreowaniu wyników inwestycyjnych. A przecież w inwestycjach chodzi o coś wręcz przeciwnego. Dodatkowo usilne próby zdobycia informacji, które nie są publicznie znane, a podlegają szczegółowym regulacjom prawnym, mogą być potraktowane przez organy nadzoru nad rynkiem jako dążenie do popełnienia jednego z najbardziej znanych przestępstw giełdowych – inside trading.

## INWESTOR GF

## Akcje czy obligacje? Dla każdego coś dobrego

**Budowa portfela inwestycyjnego wydaje się w teorii relatywnie prosta – im dłuższy okres inwestycyjny i większa skłonność inwestora do ryzyka, tym więcej ryzykownych aktywów (m.in. akcji) powinien on zawierać. Natomiast w przypadku relatywnie krótkiego okresu inwestycyjnego bądź dużej awersji do ryzyka, portfel powinien być zbudowany w znacznej części z instrumentów bezpiecznych (m.in. bonów pieniężnych, obligacji). Oczywiście to pewne uproszczenie procesu tworzenia portfela, niemniej to okres inwestycji w głównej mierze determinuje maksymalne ryzyko na jakie mogą być narażone aktywa inwestora.**



**Łukasz Wosch**

doradca inwestycyjny,  
Departament Zarządzania  
Aktywami SATURN TFI

ników. Uwzględniając jedynie trzy ostatnie lata, gdzie mamy do czynienia z pewnym wyhamowaniem spadku rentowności, średnioroczna stopa zwrotu z indeksy TBSP wyniosła „jedynie” 2,5 proc. Warto przy tym podkreślić, że w ostatnich latach krajowy rynek długo był omijany przez większe przeceny, co mogło uśpić czujność wielu inwestorów, głównie detalicznych. Patrząc

klasy aktywów zachowują się lepiej od innych w określonych fazach i to one powinny być wówczas przeważane w portfelu – oczywiście w ramach szerszej alokacji związanej w realizacją długoterminowego celu inwestycyjnego.

#### Co zatem preferować w poszczególnych fazach cyklu?

Zacznijmy od fazy ożywienia gospodarczego, która na rynkach finansowych często określana jest mianem „Goldilocks”. To okres najlepszy zarówno dla posiadaczy obligacji, jak i akcji. Ich ceny napędzane są z jednej strony przez wciąż luźną politykę monetarną i fiskalną, z drugiej przez poprawiającą się sytuację finansową przedsiębiorstwa. Banki centralne, jak również rządy poszczególnych krajów, starają się pobudzić wzrost gospodarczy, który w początkowej fazie nie powoduje presji inflacyjnej. Spada-

woduje presję na ceny obligacji, które zaczynają spadać (rosnie ich rentowność). Tym samym w fazie rozkwitu inwestorzy powinni przeważać akcje w portfelu kosztem obligacji. Uzupełnieniem portfela mogą być również surowce, dla których faza rozkwitu gospodarczego objawia się w rosnącym popycie. Nie bez kozery mówi się, że miedź ma doktorat z ekonomii i jest wyznacznikiem siły globalnej gospodarki.

#### W zależności od fazy cyklu

Rozgrzana do czerwoności gospodarka napędzana dużym optymizmem konsumentów, niskim bezrobociem i często znacznym zadłużeniem powoduje, że nawet niewielkie potknięcie może zmienić krajobraz o 180 stopni. Gospodarka przechodzi wówczas do fazy kryzysu, który często poprzedzony jest istotnym wydarzeniem podko-

ograniczają wydatki, a gospodarka zaczyna okres dostosowania do nowej rzeczywistości. Okres ten pozostaje bardzo niestabilny dla rynku akcji, gdyż wiele pomiotów zmaga się problemami płynnościowymi i zadłużeniowymi, a banki bardzo ostrożnie podchodzą do ich finansowania. Tym samym w otoczeniu luzowania polityki monetarnej i dużej awersji do ryzyka (poszukiwanie „Safe Haven”) inwestor powinien przeważać w portfelu przede wszystkim obligacje, a bardziej wytrawny – poszukiwać mocno przecenionych spółek. Tym samym cykl się zamyka a gospodarka przechodzi następnie do fazy ożywienia. Cały powyższy wywód miałby się z celem, gdybyśmy nie spróbowali ocenić w której fazie cyklu znajdujemy się obecnie. Patrząc jedynie przez pryzmat krajowego podwórka, wiele wskazuje, że jesteśmy w fazie

Założenie, że portfel o długim okresie inwestycyjnym powinien być przeważony w instrumenty ryzykowne wydaje się logiczne na pierwszy rzut oka, gdyż, zgodnie z rynkowym powiedzeniem, „w długim terminie to akcje charakteryzują się najwyższą stopą zwrotu”. Wystarczy jednak rzut oka na główny indeks warszawskiej giełdy (WIG), aby dostrzec, że w ostatnich miesiącach jedynie otarł się o szczyty ustanowione... w 2007 roku. Rynek potrzebował zatem jedenastu lat, aby zbliżyć się do szczytów z poprzedniej hossy. Ktoś może zarzucić, że powyższy okres nie jest reprezentatywny i jest to oczywiście prawda. Niemniej gros inwestorów detalicznych pojawiało się na rynku akcji właśnie w 2007 roku a inwestycje, które z założenia miały trwać co najmniej 5 lat (minimalny okres dla funduszy akcyjnych), okazały się kilkumiesięczną bolesną i kosztowną lekcją. Gwoli ścisłości – gdyby jednak inwestor odwzorował w portfelu indeks WIG na lokalnych dołkach w 1995 roku, 2001 roku bądź 2009 roku, średnioroczna stopa zwrotu wyniosłaby około 11 proc. To całkiem przyzwoity wynik w długim terminie, jednak pomija wszystkie koszty, które po drodze poniesie inwestor. Ponadto, ilu inwestorów jest w stanie wstrześć się w samo dno bessy? Można w ciemno założyć, że dużo łatwiej jest kupić na szczycie hossy niż na dnie bessy...

#### Jak dostosowywać portfel do zmian

Wyniki rynku obligacji skarbowych, mierzone indeksem Treasury Bond-Spot Poland (TBSP) od 2009 roku wynoszą średniorocznie 5,5 proc. To przyzwoita stopa zwrotu, jednak trzeba podkreślić, że w tym okresie rentowność 10-cio letnich obligacji skarbowych spadła z 6 proc. do 3 proc., co w znacznym stopniu kontrybuowało do ostatecznych wy-



przy tym na rekordowe napływy do funduszy gotówkowych i pieniężnych w ostatnich miesiącach wskazane powinno być zachowanie dużej ostrożności.

Jak zatem inwestor powinien dostosowywać portfel do zmian zachodzących w krajowej i światowej gospodarce? Nie jest tajemnicą, że zarówno gospodarki, jak i rynki finansowe poruszają się w cyklach. Po każdej hossie na giełdzie przychodzi bessa, a po każdej recesji gospodarczej przychodzi ożywienie. Niewiadomą pozostaje jedynie czas trwania poszczególnych faz cyklu. Jednak, co istotniejsze, poszczególne

jące bezrobocie, poprawiające się odczyty makroekonomiczne czy rosnący optymizm przedsiębiorców tworzą idealne środowisko dla inwestorów. Następnie gospodarka przechodzi do fazy rozkwitu, która charakteryzuje się dalszym wzrostem poszczególnych wskaźników makroekonomicznych, ale już w wolniejszym tempie. Pojawia się również presja inflacyjna, która skutkuje zacieśnieniem polityki pieniężnej (m.in. podwyżka stóp). Dynamicznie rozwijająca się gospodarka wsparta mocnymi wynikami przedsiębiorstw tworzy przyjazne środowisko dla rynku akcji, jednak zacieśnianie polityki pieniężnej po-

pującym zaufanie inwestorów. Akcje zaczynają dyskontować znaczne spowolnienie gospodarcze, a cykl podwyżek stóp procentowych, zapoczątkowany w fazie rozkwitu, cały czas powoduje presję na ceny obligacji. W takim otoczeniu inwestor powinien przeważać w portfelu głównie bony pieniężne i gotówkę, kosztem akcji i obligacji.

Decydenci największych krajów, świadomi narastających problemów gospodarczych, przystępują do stymulowania gospodarki poprzez luzowanie zarówno polityki monetarnej, jak i pieniężnej. Najślabsze podmioty bankrutują, konsumenci

„Goldilock” przechodzącą powoli w fazę rozkwitu. To jednak zbyt powierzchowna ocena, gdyż z perspektywy globalnej to USA nadaje główny ton. Tamtejsza gospodarka jest o krok przed wszystkimi i weszła już w fazę rozkwitu, co w lepszej pozycji stawia posiadaczy akcji i surowców niż obligacji. Pytaniem otwartym pozostaje natomiast, jak długo w niej pozostanie i kiedy nastąpi przejście do kolejnej fazy? Dziś nikt nie jest w stanie tego ocenić, jednak musimy mieć w pamięci fakt, że jesteśmy w ostatniej fazie ekspansji gospodarczej, a po każdej hossie przychodzi bessa.



Jak inwestor powinien dostosowywać portfel do zmian zachodzących w krajowej i światowej gospodarce? Nie jest tajemnicą, że zarówno gospodarki, jak i rynki finansowe poruszają się w cyklach. Po każdej hossie na giełdzie przychodzi bessa, a po każdej recesji gospodarczej przychodzi ożywienie. Niewiadomą pozostaje jedynie czas trwania poszczególnych faz cyklu.