

# fundforum

# NEWS

N°3 gazeta konferencyjna

7/FUND FORUM

ANALIZ ONLINE

21 03  
2017

## Koniec zimy na GPW

Polski inwestor na rozdrożu \ strona 14

Na warszawskim parkiecie jeszcze do niedawna wiało chłodem. Inwestorom z rynku akcji nie pomagały ani lokalne ryzyka polityczne, ani zastój w inwestycjach, który wyraźnie wyhamował tempo rozwoju rodzimej gospodarki w II połowie 2016 roku. Czy ostatnie wzrosty to symptomy trwałej poprawy sytuacji świadczące o tym, że giełdowa zima zbliża się do końca? Perspektywy dla polskiego rynku akcji przedstawia Szymon Borawski-Reks z BZ WBK TFI.

## Jesień życia po nowemu

Czy reforma będzie sukcesem? \ strona 16

Już wkrótce tzw. umowa międzypokoleniowa w polskim systemie emerytalnym odejdzie w przeszłość. Znamy zarys nowej koncepcji, jednak diabeł tkwi w szczegółach. A te w przypadku reformy zaproponowanej przez Ministerstwo Rozwoju są wciąż nieznane. Jak może wyglądać system emerytalny w Polsce po 2018 roku? Jaka będzie rola doradcy po wprowadzeniu w życie Programu Budowy Kapitału?

## Wiosna na rynkach wschodzących

Wywiad z Markiem Mobusem \ strona 4

Ponad 40-letnie doświadczenie na rynkach finansowych to coś, czym pochwalić się może niewielu inwestorów. W przypadku Marka Mobiusa aż 30 z nich przypadło na pracę w jednej instytucji – Franklin Templeton. Jakie są perspektywy dla rynków wschodzących na najbliższe miesiące? Na co uważać? Jakie szanse można wykorzystać?

Tylko u nas unikatowy wywiad z guru rynków wschodzących.

## Szukamy okazji na globalnym rynku długu

Obligacje skarbowe to nie wszystko \ strona 10

Globalne obligacje korporacyjne to klasa aktywów wciąż mało popularna wśród klientów polskich funduszy. Tymczasem może się okazać, że będzie to jeden z niewielu segmentów szeroko rozumianego rynku długu, na którym będą oni mogli uzyskać satysfakcjonujący dochód w najbliższych miesiącach. Przybliżamy szczegóły aktualnej sytuacji i perspektyw zgodnie z prognozami PIMCO – jednego z globalnych liderów inwestycji w instrumenty dłużne.

**08:30** Rejestracja uczestników, kawa powitalna

**09:00**

**09.00** Słowo wstępne i przywitanie gości *Michał Duniec \ Analizy Online*

**09.15**

**09.15** Zjeść ciastko i mieć ciastko – do czego prowadzi sprzedaż

**09.45** za wszelką cenę *Grzegorz Zalewski \ Dom Maklerski BOŚ*



Nikt nie ma wątpliwości, że misselling to strzał w stopę dla niejednej branży. Zbyt często jednak w praktyce sprawdza się motto: „Klient klientem, ale sprzedaż musi być.” Czy naprawdę pomiędzy interesem dystrybutora i doradcy, a dobrem klienta musi istnieć sprzeczność? Czy jest jakiś sposób, aby je pogodzić? Swoją diagnozę sytuacji i możliwości jej uzdrowienia przedstawi Grzegorz Zalewski – inwestor, komentator i edukator rynkowy, autor wielu książek o tematyce inwestycyjnej.

**09:45** Rynki wschodzące – wiosenne ożywienie

**10:30**

*Dr Mark Mobius \ Templeton Emerging Markets Group*



Jest jednym z największych autorytetów świata inwestycji. Choć jego biografia została wydana w formie komiksu, inwestowanie na rynkach wschodzących traktuje bardzo serio. Wielokrotnie doceniany i nominowany do prestiżowych nagród branżowych. Perspektywy rynków wschodzących zaprezentuje ich „Ojciec”, dr Mark Mobius, który inwestowaniem na emerging markets zajmuje się od przeszło 40 lat.

**10:30** Inwestor w gąszczu możliwości – sztuka wyboru

**10:55** w świecie funduszy *Ewa Bartosiak \ Analizy Online*



Wybór konkretnego produktu, to problem niejednego konsumenta. Niekiedy zdarza się, że sama liczba dostępnych możliwości jest tak przytłaczająca, że zniechęca do działania w obawie przed podjęciem niewłaściwej decyzji. Nie inaczej wygląda sytuacja na rynku funduszy inwestycyjnych. W takich przypadkach dobrze sprawdzają się proste metody. Istotę problemu oraz kilka metod jego rozwiązania przedstawi Ewa Bartosiak – analityk Analiz Online, która na co dzień zajmuje się analizą funduszy inwestycyjnych.

**10:55** Przerwa kawowa

**11:25**

**11:25** Alfy 2016 – wręczenie nagród

**11:45**

**11.45** Obligacje skarbowe to nie wszystko. Szukamy okazji na globalnym

**12.10**

rynku długu *Anna Dragesic \ PIMCO*



W środowisku historycznie niskich stóp procentowych inwestorom z rynku długu nietatwo jest znaleźć satysfakcjonujący dochód. W okresie wzrostu kosztu pieniądza i inflacji może być to jeszcze trudniejsze. Jakie możliwości są zatem do dyspozycji? Swoją opinię zaprezentuje Anna Dragesic z PIMCO - jednej z największych i najbardziej znanych globalnych instytucji finansowych, specjalizującej się w inwestycjach na międzynarodowych rynkach długu.

**12:10** FIZ w portfelu, czyli co dalej z funduszami zamkniętymi?

**12:55** *Jakub Adamowicz \ Trigon TFI, Piotr Osiecki \ Altus TFI, Jarosław Wikaliński \ IPOPEMA TFI, Michał Duniec \ Analizy Online \ moderator*

Fundusze zamknięte zdominowały zarówno segment produktów dedykowanych, jak i detalicznych, a ich popularność przekroczyła najśmielsze oczekiwania. Realnym zagrożeniem dla tego typu rozwiązań okazały się propozycje zmian legislacyjnych, związanych z ich opodatkowaniem. W jakim kierunku będzie rozwijał się ten segment funduszy? Czy FIZ-y zdołają utrzymać popularność zdobytą pośród inwestorów i miejsce w ofercie TFI? Jakie są szanse i zagrożenia? Na te i inne pytania odpowiedzą nasi eksperci.



**12:55** Gorący okres na rynku walut – jak się nie sparzyć?

**13:20** *Dr Martin Lueck \ BlackRock*



Po burzliwym 2016 roku rozgrywka na rynku walutowym jest coraz bardziej zacięta. Systematycznie umacniający się dolar to zagrożenie m.in. dla systemów finansowych rynków wschodzących. Nadchodzące wybory na Starym Kontynencie to z kolei powód do niepokoju o wspólną europejską walutę. Jak rozgrywać swoje karty będą główni gracze na tym rynku i jaki wpływ będzie to miało na inwestycje w ujęciu globalnym? Na te pytania odpowie dr Martin Lueck z BlackRock.

**13:20** Lunch

**14:20**

**14:20** Jesień życia po nowemu – system emerytalny w odmienionej formie

**15:10** *Paweł Borys \ Polski Fundusz Rozwoju, Prof. Robert Gwiazdowski \ Warsaw Enterprise Institute, Leszek Jedlecki \ NN Investment Partners TFI, Paweł Pytel \ Aviva, Patrycjusz Wyżga \ moderator*

Już wkrótce tzw. umowa międzypokoleniowa w polskim systemie emerytalnym odejdzie w przeszłość. Czy wiesz jak może wyglądać system emerytalny w Polsce po 2018 roku i jaka będzie rola doradcy po wprowadzeniu w życie Programu Budowy Kapitału? Czego przyszli emeryci mogą oczekiwać od profesjonalistów z branży funduszy inwestycyjnych? Omówimy najważniejsze szczegóły, szanse i zagrożenia.



**15:10** Polski inwestor na rozdrożu – szanse na zmiany trendu na warszawskiej GPW

**15:55** *Szymon Borawski – Reks \ BZ WBK TFI, Péter Bódis \ Pioneer Pekao TFI, Piotr Karnkowski \ BPH TFI, Łukasz Kijek \ moderator*

Na warszawskim parkiecie jeszcze do niedawna wiało chłodem. Inwestorom z rynku akcji nie pomagały ani lokalne ryzyka polityczne, ani zastój w inwestycjach, który wyraźnie wyhamował tempo rozwoju rodzimej gospodarki w II połowie 2016 roku. Czy śladem niektórych Polaków warto więc wyemigrować z kapitałem na rynki zagraniczne, czy też ostatnie wzrosty to symptomy trwałej poprawy sytuacji świadczące o tym, że giełdowa zima zbliża się do końca? Zaproszeni przez nas eksperci zdradzą na co możemy liczyć.



**15:55** Zakończenie konferencji

**16:00**

**Analizy Online**

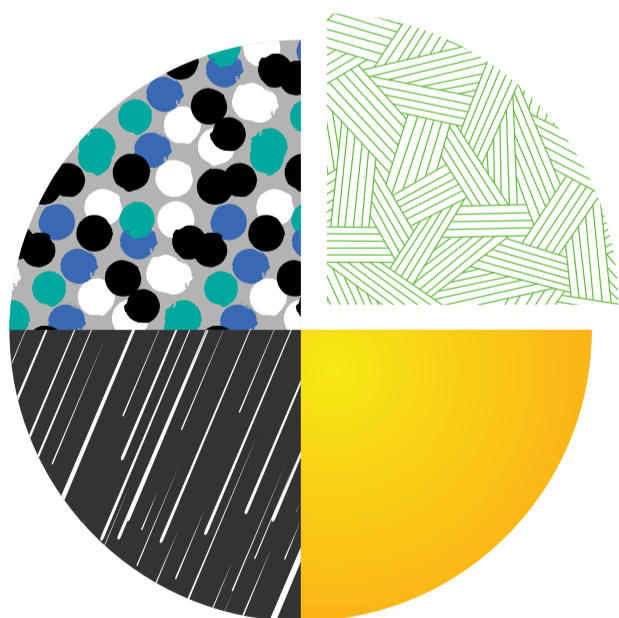
Tekst nawiązuje  
do prelekcji

**09:45 - 10:30**

Rynki wschodzące –  
wiosenne ożywienie

# Rynki wschodzące mogą być jedną z najlepszych inwestycji w 2017 r.

Z Markiem Mobusem, prezesem Templeton Emerging Markets Group, „Ojcem” rynków wschodzących, rozmawiały Analizy Online



**Na początek proszę przyjąć gratulacje z okazji niedawnej 30 rocznicy pracy we Franklin Templeton. Co najbardziej ceni Pan w swojej pracy w Templeton Emerging Markets Group i jak wygląda Pana praca na co dzień?**

Dziękuję. W mojej pracy prawdziwym błogostawieństwem jest możliwość odkrywania nowych rynków wschodzących, poznawanie nowych branż, wspaniałych ludzi z całego świata, ale przede wszystkim bycie częścią rodziny Templeton Emerging-Markets. Na przestrzeni lat rozwinąłem w sobie głębokie przekonanie o opłacalności samodzielnego pozyskiwania informacji o podmiotach, w które inwestujemy. Mam wtedy informacje z pierwszej ręki, jednak sprawia to, że jestem w podróży co najmniej 250 dni w roku. Ponad 30 milionów mil przebytych samolotami to nietatwe dokonanie, jednak bardzo satysfakcjonujące. Obecnie najczęściej podróżuję z moimi współpracownikami z Franklin Templeton, dysponującymi wiedzą lokalną o konkretnym rynku, aby zebrać dodatkowe informacje. To naprawdę zespołowy wysiłek na każdym etapie – stale ze sobą dyskutujemy, szczegółowo wypyujemy zarówno przedstawicieli rządowych, jak i zarządy oraz kierownictwo spółek. Lubimy odwiedzać nie tylko centrale poszczególnych firm, ale także ich fabryki i inne miejsca, w których odbywa się produkcja, żeby poznać warunki i proces, a także porozmawiać z pracownikami.

Osobiście uważam, że kraje, które są otwarte na podróżujących, są też bardziej przyjazne zagranicznym inwestorom. Zawsze gdy odwiedzam nowy kraj mój „radar” włącza się od razu jak tylko wysiadam z samolotu i przechodzę przez odprawę. Jego czujność wzmacnia się w drodze do miasta, w trakcie meldowania się w hotelu, rozmowy z kierowcą taksówki, spacerów po okolicy czy w rozmowach z obsługą w sklepach. Odkryłem, że stan infrastruktury jest często oznaką gospodarczej efektywności kraju i chociaż nie lubię stać w korkach, to są one dla mnie symptomem siły gospodarki.

**Proszę zdradzić, co Pana najbardziej zaskoczyło podczas ostatnich podróży z punktu widzenia możliwości inwestycyjnych?**

Najbardziej zaskakujące było dla mnie ogólnoswiatowe rozprzestrzenianie się Internetu i sprzedaż smartfonów. Wpłynęło to na wszystkie branże, a szczególnie na politykę na rynkach wschodzących.

**Jakie według Pana – jako eksperta od rynków wschodzących – są szanse, że okażą się one jedną z najlepszych inwestycji 2017 roku?**

Faktycznie istnieje spora szansa, że w 2017 rynki wschodzące okażą się jedną z najlepszych inwestycji. Uważamy, że może tak być z uwagi na trend powrotu na rynki wschodzące przez inwestorów instytucjonalnych, którzy niedowierzali je przez ostatnie 3 lata. Co więcej, na przestrzeni 2016 roku obserwowaliśmy lepszą koniunkturę na rynkach wschodzących w porównaniu do tych rozwiniętych, co z kolei przyciągnęło kolejne inwestycje i skłoniło inwestorów do zwiększenia przez nich ekspozycji, aby nie przegapić początków ożywienia.

**Jakie czynniki sprzyjające akcjom rynków wschodzących w tym roku wskazałby Pan jako kluczowe?**

Po pierwsze, wysoki poziom wydatków konsumentów z rynków wschodzących, będący efektem wyższego dochodu per capita oraz poprawy ich sytuacji finansowej. Po drugie, szybsze tempo rozwoju gospodarczego rynków wschodzących – dwa razy wyższe niż w przypadku krajów rozwiniętych. Po trzecie, wysoki udział ludności w wieku produkcyjnym, wraz z towarzyszącym temu wysokim poziomem konsumpcji związanym z zawieraniem małżeństw i posiadaniem dzieci. Wreszcie po czwarte, wzrost cen surowców, na czym korzystają niektóre rynki wschodzące nastawione na ich wydobycie.

**Co - z drugiej strony - może negatywnie przyczyniać się do koniunktury akcji z tego regionu?**

Czynnikiem niesprzyjającym może być niewątpliwie wzrost zmienno-



ści na rynkach całego świata – zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. Może to skutkować niepewnością, a nawet strachem wśród inwestorów. Negatywnie przyczynić się może też nieoczekiwany rozwój wydarzeń politycznych w USA, Chinach, Indiach i Europie. Problemem mogą też okazać się różnice w inflacji i stopach procentowych tam, gdzie stopy w ujęciu realnym osiągnęły zbyt wysokie poziomy.

---

**W kontekście wymienionego przez Pana problemu różnic w stopach procentowych, czy uważa Pan, że perspektywy kolejnych podwyżek stóp w USA i ewentualny wpływ tego faktu na dalsze umacnianie dolara mogą hamować tempo ożywienia na rynkach wschodzących?**

Nasze analizy pokazują, że związek pomiędzy stopami procentowymi w USA a koniunkturą akcji na rynkach wschodzących nie jest silny. Wyższym stopom w USA często towarzyszyły wzrosty cen akcji i odwrotnie. Przypisywanie im korelacji byłoby więc błędem, jako że w grę wchodzi tak wiele innych czynników determinujących zachowanie akcji rynków wschodzących. Istnieje też duże prawdopodobieństwo, że umocnienie dolara nie potrwa długo – obserwowaliśmy już przecież znaczący wzrost siły walut rynków wschodzących. Przykładem może być brazylijski real czy rosyjski rubel. Podsumowując, nie uważamy, że umocnienie amerykańskiego dolara – o ile będzie miało miejsce – zaszkodzi rynkom wschodzącym.

---

**Kontynuując wątek zagrożeń, czy istnieją jakieś wiadome niewiadome, z możliwością wystąpienia których inwestorzy powinni się liczyć?**

Największymi tego typu zagrożeniami dla rynków wschodzących są katastrofy naturalne takie jak np. tsunami, trzęsienia ziemi, epidemie chorób, a także poważne zmiany w obszarze polityki.

---

**Jeśli miałby Pan zainwestować tylko na 3 rynkach wschodzących, to które by to były?**

Trudno jednoznacznie powiedzieć. Ogólnie rzecz biorąc, to nie podjęlibyśmy się takiej decyzji, ponieważ szukamy okazji na wszystkich rynkach wschodzących i nie ograniczalibyśmy się tylko do tego typu wyboru. W naszych inwestycjach stosujemy podejście typu bottom-up, dlatego skupiamy się na konkretnych akcjach, a nie rynkach.

---

**Jaka jest Pana opinia o Polsce jako jednym z rynków wschodzących? Czy pokusi się Pan o prognozę?**

Polska jest jednym z największych państw wschodnioeuropejskich, a więc niewątpliwie istotnym. Jako kraj korzysta na byciu członkiem Unii Europejskiej, co umożliwia swobodny eksport dóbr i usług na rynki wspólnoty. Nasze prognozy dla tego rynku są pozytywne, ponieważ spodziewamy się ogólnej poprawy sytuacji gospodarczej państw Unii Europejskiej.

---

**Na koniunkturę polskiej giełdy w dużym stopniu wpływa sentyment instytucjonalnych inwestorów zagranicznych. Jednym z kluczowych czynników determinujących ich inwestycje jest natomiast płynność akcji. Czy dla Pana – jako inwestora – relatywnie niewielka płynność polskiego rynku stanowi istotną barierę przy podejmowaniu decyzji?**

Tak, jak najbardziej. Kwestia płynności jest najważniejszym czynnikiem zaraz po wycenie instrumentów na rynku. Potrzebujemy płynności najpierw, aby kupić dany instrument w określonej ilości bez większego wpływu na rynkową wycenę, a następnie potrzebujemy jej, aby móc wyjść z rynku gdy dojdziemy do wniosku, że wyceny są zbyt wysokie.

---

**Jak wiemy już kilkakrotnie odwiedził Pan Polskę. Co najbardziej się Panu podobało lub zapadło w pamięć, abstrahując na koniec od wątku inwestycji?**

Ludzie. Polacy są bardzo kreatywni i zarazem praktyczni. Miło jest odwiedzić Wasz kraj, dowiedzieć się o jego niesamowitej historii, o tym jak Polacy znosili trudy doświadczeń swojego kraju w jego historii i jak udało im się zachować ich kulturę, kręgosłup moralny i tolerancyjność.



Dr Mark Mobius ma za sobą ponad 40 lat pracy na rynkach wschodzących z całego świata. Do Franklin Templeton dołączył w roku 1987 jako prezes Templeton Emerging Markets Fund, Inc. Autor licznych książek, laureat wielu nagród, w tym m.in. dla najbardziej wpływowych ludzi na świecie według Bloomberg Markets.

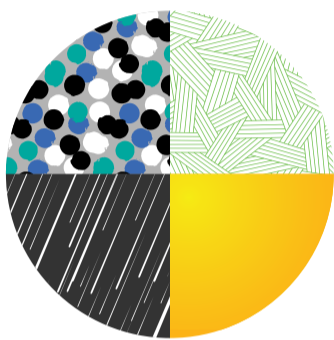
**Grzegorz Zalewski**  
ekspert  
Dom Maklerski BOŚ

Tekst nawiązuje  
do prelekcji  
9:15 – 9:45  
Zjeść ciastko i mieć  
ciastko – do czego  
prowadzi sprzedaż  
za wszelką cenę

# O etyce i wzroście

**Sprzedawcy są świadomi faktu, że w Polsce mamy do czynienia z nieetycznymi praktykami sprzedażowymi. Według 84% z nich „bardzo często sprzedawcy wskazują jedynie na zalety oferowanych produktów lub usług”, według 68% - „często zdarza się, że sprzedawcy wykorzystują niewiedzę klientów w celu ułatwienia sobie sprzedaży produktu lub usługi”. Jednak mimo to nie zgadzają się na potraktowanie tego typu praktyk jako normę, swego rodzaju wymóg obecnych czasów. 76% sprzedawców nie zgadza się ze zdaniem: „Pełna uczciwość wobec klienta, któremu oferuje się usługi lub produkty jest obecnie nieopłacalna”.**

Wnioski z badania MillwardBrown przeprowadzonego dla Polish National Sales Awards (PNSA) – luty 2014



Podczas hossy 2005-2007 roku spotykałem wielokrotnie sprzedawców różnego rodzaju produktów finansowych. Młodzi ludzie nafaszerowani wiedzą o tym, jak sprzedawać, przekonaniem o własnej skuteczności, wierzący w produkty firm, które reprezentowali, opowiadali takie rzeczy, że włosy jeżyły się na głowie. Słowo ryzyko było jednym z ostatnich o jakim wspominali. Przede wszystkim opowiadali o zyskach, pewności, procencie składanym (z obowiązkowym sloganem o Einsteinie,

który rzekomo uznał tenże za największe odkrycie matematyki). Nawet przez moment nie czuli się skrępowani tym, że zadają im pytania świadczące o mojej jako takiej wiedzy na tematy związane z inwestowaniem.

Czy mnie to zaskakiwało? Ani trochę. Rozumiałem, że najważniejsze dla nich były ich własne prowizje, które wówczas bywały naprawdę tłuszciki oraz wykonywanie planów sprzedażowych. Im bardziej rynek był rozpędzony, tym ludzie chętniej kupowali polisy inwestycyjne, kredyty hipoteczne, produkty strukturyzowane. Im dłużej trwała hossa, tym bardziej zapominano o tym, że rynki są cykliczne, że dobra koniunktura może kiedyś się skończyć. Coraz częściej większość sprzedawców uważała, że są faktycznie doradcami, a oferowane przez nich produkty należą do wyjątkowo wyrafinowanych. Tak wyrafinowanych, że nie próbowano się zastanawiać co wydarzy się, gdy scenariusze prezentowane w różowych okularach przestaną się realizować.

Co będzie, gdy ceny akcji spadną o kilkanaście a może kilkadziesiąt procent. Jak będzie wyglądała spłata kredytu hipotecznego w walucie, gdy dojdzie do osłabienia złotego. Czy tenże kredyt będzie „sam się spłacał”, bo jednostki agresywnego funduszu inwestycyjnego będą rosły. Oraz – przy różnego rodzaju wieloletnich produktach – czy na pewno jesteś w stanie co miesiąc przez długi okres opłacać różnego rodzaju składki w wysokości nawet kilku tysięcy miesięcznie. Przyszły krach, spowolnienie, recesja i marzenia ludzi boleśnie zostały zweryfikowane. Firmy sprzedażowe też musiały poradzić sobie z nową rzeczywistością, choć początkowo plany sprzedażowe były nadal wyśrubowane, a zachęty równie atrakcyjne.

Cytowane na początku tego tekstu podsumowanie badań wśród sprzedawców nie obejmowało wyłącznie pracowników i współpracowników sektora finansowego. Należy więc jasno stwierdzić, że nie jest tak, że branża inwestycyjna jest jakoś specjalnie zepsuta. 68 % ogółu sprzedawców z różnych branż wykorzystuje niewiedzę klientów do tego, aby sprzedać im produkt lub usługę. Jako klienci wiemy o tym doskonale. Mimo tego pytamy o radę w sklepach budowlanych, z artykułami AGD, salonach samochodowych. Jeśli kupując garnitur usłyszymy, że doskonale wyglądamy w jakimś modelu, wystarczy odrobina zawahania z naszej strony, żebyśmy usłyszeli, że może faktycznie ten poprzedni był lepszy. Koniec końców cel jest jeden – sprzedać produkt. Najlepiej jak najdroższy.

Jeśli chodzi o produkty finansowe, nie ma tu żadnej różnicy. Jak najdroższy produkt, żeby prowizja była odpowiednio wysoka. To jest



**OFERUJEMY SZEROKI  
WACHLARZ USŁUG**

Poznaj ekspertów profesjonalnych usług dla TFI  
i outsourcingu kadr IT





faktyczny cel przy sprzedaży, a nie dobro klienta. Plus oczywiście realizowanie ustalonych w danym okresie planów sprzedażowych.

Sprzedawca jest więc narażony na wewnętrzny konflikt między tym, co faktycznie jest dobre dla klienta, a wymaganiami własnej firmy. W uproszczeniu przyjęto się uważać sprzedawców za nieetycznych, nierzetelnych, kierujących się wyłącznie własnym interesem. Profesor Andrzej Blikle tak skomentował wyniki ankiety MillwardBrown:

---

*Czy stąd wynika, że korporacyjni sprzedawcy są ludźmi szczególnie nieuczciwymi? Moim zdaniem nie do końca. Oczywiście trudno deklarowane zachowania uznać za etyczne, należy jednak pamiętać, że w wielu (choć nie we wszystkich!) korporacjach sprzedawcy poddawani są bardzo silnej presji na osiągnięcie wyśrubowanych wyników. Narzędziem tej presji jest zwykle system agresywnego premiowania, który sówicie nagradza za tzw. „dowiezienie wyniku” i dotkliwie karze (brak premii) za porażkę. Te „systemy motywacyjne” idą zwykle w parze z cichym przyzwoleniem na nieuczciwe metody sprzedaży, zdarza się też, że sprzedawcy są wręcz szkoleni, jak oszukiwać klienta.*

---

Mamy więc problem nie z etyką zatrudnianych osób, tylko z systemem, który stawia odpowiednie wymagania. Kilka miesięcy temu brałem udział w debacie dotyczącej pogarszającego się wizerunku branży finansowej. Padło tam wiele okrągłych słów o tym, że być może doszło do pewnych nieprawidłowości, sprzedaży nie do końca rzetelnych produktów. Wszystko bezpiecznie, nie pod hasłem „my sprzedawaliśmy” lecz „sprzedawane były”.

Proponowane rozwiązania przywrócenia zaufania do instytucji finansowych były

równie piękne, co nieskuteczne. Większa otwartość na klienta. Wstuchiwanie się w jego faktyczne potrzeby. Rzetelna analiza oceny sytuacji klienta. Dużo okrągłych zupełnie nic niewnoszących haseł. Ani razu nie padła drobna sugestia, że aby zrealizować te plany firmy musiałyby poskromić swój apetyt na zysk.

Żyjemy w świecie, który wpadł w pułapkę wzrostu. Wzrost PKB, wzrost sprzedaży, wzrost gospodarczy, wzrost zysków firm, wzrost dochodów. Żeby to zrealizować musimy sprzedawać więcej i więcej. Czasem produktów i usług o coraz gorszej jakości, czasem zupełnie niepotrzebnych. Miejsce na refleksje o etyce pojawiają się dopiero, gdy zupełnie zatracimy się w sprzedaży i zaczniemy przekraczać pewne granice. Odbudowanie zaufania rozczarowanych klientów bywa później bardzo trudne.

Można mieć tylko świadomość, że czas goi rany. To gorzkie podsumowanie, ale tak właśnie jest. Wystarczy kolejna odpowiednio długa hossa na rynku, by znów ludzie zapragnęli szybko się bogacić. Za wszelką cenę, nie słuchając o ryzyku. A wtedy pojawi się usłużny doradca, który podsunie odpowiednie rozwiązania. Początkowo ostrożnie, ale w miarę wzrostu koniunktury podpowiadający coraz bardziej odważne i agresywne produkty. Czasem część z nich będzie niezbyt rzetelna. Firmy zauważą te zmiany i zaczną „produkować” coraz ciekawsze rozwiązania, które przynosić będą coraz większe zyski. Czy to znak czasów? Tak. Odkąd istnieją rynki finansowe. W 1859 roku James Gibbons opisując boom, a następnie panikę bankową z połowy XIX wieku stwierdził „nie ma chyba wzmianki o ujawnionym oszustwie bankowym, którego sprawca nie byłby do niedawna uczciwym człowiekiem”. Być może świadomość tego, jak ludzie zachowują się podczas dobrej koniunktury mogłaby ograniczyć pewne nadużycia. Ale to wiązałoby się z gotowością do ograniczenia zysków.

DZIEDZICTWO, KTÓREMU MOŻNA ZAUFAĆ, ZAAWANSOWANE MYŚLENIE

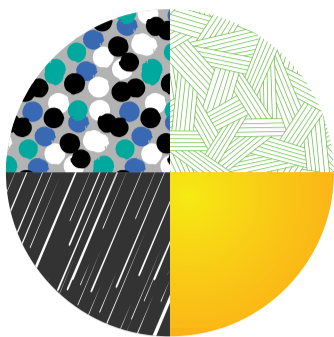
## Najszersza oferta globalnych inwestycji w PLN<sup>1</sup>

- 15 funduszy dostępnych w polskim złotym
- Kompletny portfel zabezpieczony przed ryzykiem walutowym
- Zasięg globalny, ekspertyza lokalna

Dowiedz się więcej już dziś:  
[schroders.pl](http://schroders.pl)



**Schroders**



# Nic, co ludzkie, nie jest mu obce – czyli o grzechach inwestora na rynku funduszy

**Ewa Bartosiak, CFA**  
analityk  
Analizy Online

Tekst nawiązuje do prelekcji  
**10:30 – 10:55**  
Inwestor w gąszczu możliwości – sztuka wyboru w świecie funduszy

O tym, że życie to sztuka wyboru nie trzeba chyba nikogo przekonywać. Każdy dzień składa się z szeregu decyzji, o mniejszym lub większym znaczeniu dla poziomu naszego szczęścia dziś i w przyszłości. Przy ogromnej liczbie możliwych scenariuszy, nietrudno o pomyłkę, czy nietrafioną decyzję. Winę zaś najlepiej przetrzucić na kogoś innego lub los. Podobnie zdarza się w przypadku oszczędzania i inwestowania zgromadzonego przez nas kapitału. Niemniej jednak warto zdawać sobie sprawę, że to również i postać w lustrze nie pozostaje bez wpływu na efekty dokonywanych inwestycji. Powołując się na słowa „dziekana” Wall Street, wybitną postać w świecie rynków kapitałowych, a zarazem nauczyciela Warrena Buffeta – Benjamina Grahama: „*największym problemem, a wręcz wrogiem inwestora jest zazwyczaj on sam*”.

Co powoduje, że czasem sami działamy na swoją niekorzyść? Odpowiedź brzmi podobnie jak dla wielu innych dziedzin życia – pozwalamy wziąć górę emocjom lub mirażom umyślnemu kosztem racjonalnego postępowania. Temu, że emocje są nierozdzielnie związane z naszą naturą trudno zaprzeczyć, choć w klasycznym ujęciu teorii ekonomii człowiek funkcjonuje jako jednostka kierująca się wyłącznie zdrowym rozsądkiem. O jego dodatkowych, psychicznych uwarunkowaniach traktują finanse behawioralne, będące dość świeżym nurtem w naukach ekonomicznych. Wydawać by się mogło, że wiele „ułomności” ludzkich, postulowanych właśnie na gruncie badań finansów behawioralnych, brzmi intuicyjnie. Co więcej, ich świadomość powinna nam pozwalać je przewyższać, tymczasem zamiast tego nagminnie im ulegamy. A zatem przypomnijmy – jakie błędy popełniają inwestorzy i czym one skutkują?

Punktem wyjścia niech będzie druga część pytania. Już od ponad 20 lat bostońska firma DALBAR przeprowadza badanie, w którym ocenia zachowanie inwestorów i jego wpływ na osiągnięte stopy zwrotu. Bazuje przy tym na historii dokonywanych przez klientów wpłat, umorzeń i konwersji pomiędzy funduszami inwestycyjnymi. Wnioski są dość uderzające i nie przedstawiają uczestników rynku w najlepszym świetle. Okazuje się bowiem, że średnio na przestrzeni 20 lat poprzedzających koniec 2015 r. inwestujący w fundusze akcji zarabiali rocznie o 3,52 pkt proc. mniej niż indeks S&P500. Przy 30-letnim horyzoncie rozbieżność była jeszcze wyższa (6,69 pkt proc. per annum) Skąd taka luka? Naturalnie jedną z przyczyn jest fakt, że inwestujący w fundusze ponoszą koszty z tym związane, podczas gdy wyniki indeksu nie uwzględniają opłat (których po prostu nie ma). Co ciekawe jednak, to nie koszty mają największe przełożenie na przewagę S&P500 nad klientami funduszy akcyjnych – kluczową rolę odgrywa natomiast zachowanie inwestorów (tabela poniżej). To właśnie my, poprzez przereagowanie sytuacji na giełdzie lub próby zidentyfikowania tzw. „górek i dołków” sami strzelamy sobie w stopę.



**Altus**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



**Absolutnie dobry wybór**

## GLÓWNE PRZYCZYNY LUKI MIĘDZY WYNIKAMI OSIĄGANymi PRZEZ INWESTORÓW A RYNKOWYMI STOPAMI ZWROTU\*

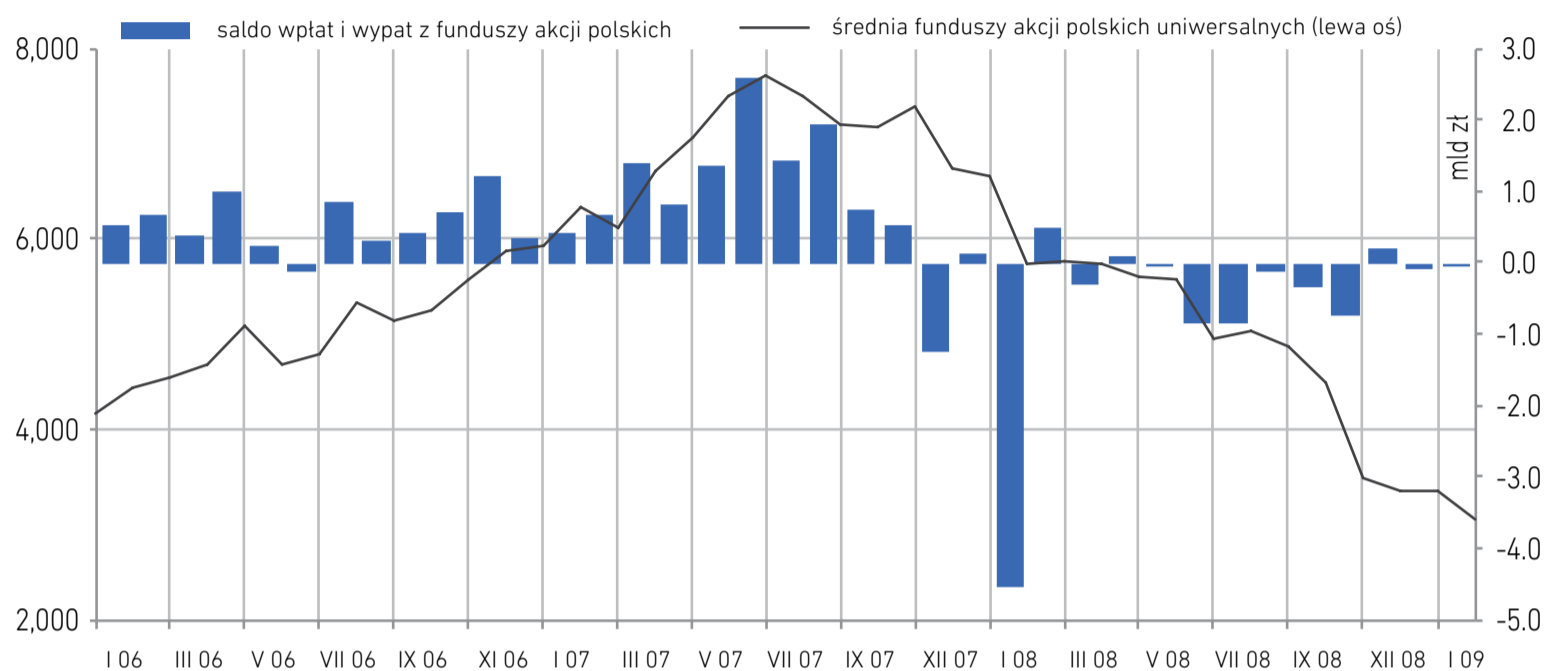
Przyczyna	luka w pkt proc.	luka w mld USD
Brak gotówki do zainwestowania	0.54	44
Potrzeba upłynnienia inwestycji	0.68	55
Koszty funduszu	0.79	65
Zachowania inwestorów	1.5	122
Suma	3.52	286

\* na podstawie badania obejmującego okres 20 lat poprzedzających koniec 2015 r.  
Źródło: Quantitative Analysis of Investor Behavior, 2016; DALBAR, Inc. www.dalbar.com



Podjęcie przez nas błędnych decyzji inwestycyjnych ma swoje korzenie w sposobie odbierania przez nas informacji, ich przetwarzania, jak też w dokonywaniu skrótów myślowych, poprzez które staramy się uwolnić nasz umysł od nadmiernego wysiłku. Przykładem ułomności (ang. bias), która towarzyszy nam przy lokowaniu kapitału, jest chociażby zjawisko owczego pędu. Polega ono na naśladowaniu zachowania innych, nawet gdy racjonalne przestanki sugerowałyby zaniechanie takiego kroku. W pogoni za tłumem wielu spóźnia się na hossę, kupując drogo, a następnie sprzedając tanio (czyli odwrotnie niż mówi maksyma). Jaskrawo obrazuje to zachowanie klientów funduszy (tu na przykładzie rozwiązań akcji polskich) przed i po wybuchu kryzysu finansowego, którego apogeum przypadło na rok 2008.

#### ZJAWISKO OWCEGO PĘDU NA PRZYKŁADZIE FUNDUSZY AKCJI POLSKICH



stopy partycypacji o 1,5-2%. Innymi słowy im więcej funduszy do oszczędzania na emeryturę pracownicy mieli do wyboru, tym rzadziej decydowali się na uczestnictwo w programie. Taki rezultat zrodził pytanie o ludzką ułomność podczas podejmowania decyzji przy dostępności licznych opcji. Autorka badania sama postawiła je w tytule swojej pracy – Ile wyboru to za dużo? (How much choice is too much?)

Jakie niesie to przesłanie dla instytucji zarządzających aktywami i inwestujących w fundusze? Dla tych pierwszych jest wskazaniem, że szeroka paleta produktów bez odpowiedniej ich prezentacji czy narzędzi ułatwiających wybór klientowi, może być niewystarczająca (i zniechęcająca) aby znaleźć nabywców na oferowane rozwiązania. Sama Sheena lyengar nie krytykowała bogatej oferty produktowej, lecz wskazywała na rolę odpowiedniego komunikatu dla klienta – przykładowo przybliżenia mu 10 najbardziej adekwatnych opcji, a reszty jako

pozostałe. Co natomiast z inwestorami? Ich bronią, chroniącą przed paraliżem decyzyjnym, jest z jednej strony edukacja, a z drugiej – umiejętność filtrowania informacji. Naturalnie w obydwu obszarach doradcy finansowi, dostawcy produktów, czy też ich przeglądarki (jak analityczne serwisy internetowe) mogą być bardzo pomocni. Klient zaś powinien mieć świadomość, że decyzja o niepodejmowaniu decyzji z powodu natłoku danych to również konkretny wybór o określonych konsekwencjach, niekoniecznie dla niego korzystnych.

Największy strumień pieniężny płynął do wspomnianych produktów, kiedy rynek już się przegrzewał. W efekcie nabrzmiwała tylko bańka spekulacyjna, której podłożem były już nie fundamenty kupowanych walorów, a jedynie kapitał płynący od goniących za trendem.

Niechęć do strat, nadmierny optymizm, czy złudzenie kontroli to tylko jedne z kolejnych błędów wkradających się do procesu podejmowania przez nas decyzji. Wśród nich warto zwrócić uwagę na jeden z bardziej aktualnych, ale również bardzo kontrowersyjnych problemów. Związany jest on bowiem z dobrą globalizacją, Internetem, coraz łatwiejszego dostępu do informacji i bogatszej oferty wszelkiego rodzaju produktów i usług. Ekspert z pogranicza psychologii i ekonomii zaczęli zadawać sobie pytanie, czy owa mnogość wyboru w pewnym momencie z pożądanego przez nas dobra, nie staje się utrapieniem. Pytanie to pozostaje otwarte, bo nie dowiedziono jednoznacznie czy lub w jakich warunkach występuje tzw. „paraliż decyzyjny”. Niemniej jednak kwestia stopnia różnorodności oferty może mieć dość duże znaczenie zarówno z perspektywy dostawców produktów inwestycyjnych, jak i ich odbiorców. Przed przykładem z branży finansowej, warto posłużyć się historią znanej firmy, która w sektorze elektroniki użytkowej odniosła bezdyskusyjny sukces – Apple Inc. Kiedy dołączył do niej Steve Jobs, jedną z jego pierwszych decyzji była redukcja oferty produktowej spółki o ok. 70%. Stało się to w reakcji na brak prostej odpowiedzi na pytanie, który produkt amerykański biznesmen mógłby polecić swojemu przyjacielowi. Zawężenie oferty wyszło firmie na dobre, a ograniczenie wyboru nie popsło satysfakcji klientów (choć teoretycznie im więcej mamy opcji, tym lepiej).

Przechodząc do świata funduszy, należy sięgnąć po wyniki badania przeprowadzonego przez profesor Sheena lyengar, która przyglądała się pracowniczym planom emerytalnym w Stanach Zjednoczonych. W przekroju różnych firm plany te składały się z odmiennej liczby funduszy do wyboru – w niektórych dostępnych było tylko kilka opcji, a w innych kilkadziesiąt. Ogólny wniosek, jaki płynął z analizy, brzmiał: każdorazowe rozszerzenie programu o kolejne 10 funduszy skutkowało spadkiem

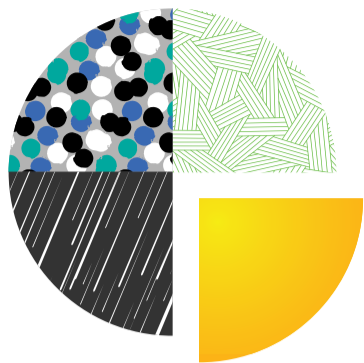


## Jeśli chodzi o emeryturę, decyzja jest prosta.

### Ty też oszczędzaj z IKE Plus.

Materiał przygotowany przez NN Investment Partners TFI S.A. TFI posiada zezwolenie KNF na prowadzenie działalności. Inwestycje w fundusze inwestycyjne wiążą się z ryzykiem – więcej na nntfi.pl





# Selekcja kluczem również na rynku obligacji

Rok 2017 będzie wymagał od inwestorów z rynku obligacji korporacyjnych jeszcze większych zdolności do identyfikacji i przystosowania się do zmian. Eksperti z PIMCO, jednego ze światowych liderów inwestycji na rynkach długu, w Globalnej Prognozie Dla Obligacji Korporacyjnych stawiają tezę, że będzie on jednak pełen okazji dla menedżerów aktywnie zarządzających portfelami.

**Paweł Gruber**  
analityk  
Analizy Online

Tekst nawiązuje do prelekcji  
**11:45 - 12:10**  
Obligacje skarbowe to nie wszystko - szukamy okazji na globalnym rynku długu

W globalnej gospodarce następują istotne zmiany wywołane wyborczym zwycięstwem Donalda Trumpa i zwrotem w nastrojach społecznych panujących w wielu krajach. Wzrost sentymentów populistycznych i niechęci do akceptacji polityki zaciskania pasa sprawia, że na znaczeniu traci kluczowa dotychczas polityka monetarna, a zyskują narzędzia fiskalne. Co więcej, coraz powszechniej kwestionowane są korzyści wynikające z procesu globalizacji, co wzmacnia pokusę działań o charakterze protekcjonistycznym. Wszystkie te czynniki sprzyjają zmianom, jednak co istotne, ich efekty mogą być zarówno silnie pozytywne, jak i skrajnie negatywne.

Według ekspertów PIMCO zarówno rynki akcji, jak i długu korporacyjnego na przestrzeni ostatnich miesięcy w znacznie większym stopniu dyskutowały potencjał korzystnych zmian, niż narastających zagrożeń. Właśnie dlatego zdecydowali o ograniczeniu poziomu ryzyka zarządzanych portfeli, m.in. w obszarze instrumentów komercyjnych. Ich zdaniem na rynku nadal istnieje wiele okazji inwestycyjnych, jednak rozsądnym jest zwiększenie udziału gotówki i podwyższenie jakości kredytowej. W swojej Prognozie Alokacji Aktywów 2017 specjaliści z PIMCO zalecają co prawda przeważanie w portfelach długu korporacyjnego, jednak podkreślają istotę selekcji i skupienia na emitentach z konkretnych sektorów. Zwracają jednocześnie uwagę, że ważnym jest aby dobrze zrozumieć specyfikę późnego etapu cyklu obligacji korporacyjnych. Po pierwsze, charakteryzuje go niewielki potencjał korzyści wynikający z carry trade i ewentualnego zawężania się spreadów. Po drugie, wysokie jest wtedy zarówno ryzyko bankructw emitentów, jak i prawdopodobieństwo rozszerzania się spreadów.

Inwestorzy powinni zatem stawiać na firmy, których instrumenty dłużne oferują najlepszy stosunek zysku do ryzyka. Zdaniem specjalistów PIMCO najbardziej atrakcyjne są te o relatywnie wysokiej jakości kredytowej, m.in. z branż nastawionych na amerykańskiego konsumenta – operatorów kablowych, telekomunikacji, gier czy linii lotniczych, które powinny korzystać m.in. na wzmocnienie siły kupujących, ogólnej poprawie nastrojów i oczekiwanych zmianach w podatkach. Atrakcyjny wydaje się też sektor finansowy, któremu sprzyjają nieco wyższe stopy procentowe oraz perspektywa mniej restrykcyjnych regulacji prawnych pod rządami administracji Donalda Trumpa. Okazje powinny pojawiać się także w obszarze instrumentów dłużnych amerykańskich, brytyjskich i europejskich banków i instytucji finansowych o nieco wyższym ryzyku kredytowym. Poprawie powinna ulegać ich sytuacja fundamentalna m.in. w efekcie stopniowego przyspieszania tempa nominalnego rozwoju gospodarczego, wzrostu poziomu osiąganych zysków i kapitalizacji rynkowej. Na ich korzyść przemawiają także wyceny atrakcyjniejsze niż w przypadku długu high yield.

Osobną kategorią, która zdaniem ekspertów PIMCO zasługuje na uwagę inwestorów, są hipoteczne instrumenty dłużne, emitowane zarówno przez amerykańskie podmioty prywatne, jak i agencje rządowe. W przypadku tych pierwszych na korzystną relację zysku do ryzyka wpływa aktualny poziom spreadów skorygowanych prawdopodobieństwem bankructwa oraz dobra sytuacja panująca na tamtejszym rynku nieruchomości. Z kolei wysokiej jakości instrumenty agencyjne, których ceny na przestrzeni kilku minionych miesięcy znacząco spadły, obecnie wydają się atrakcyjne zarówno same w sobie, jak i w porównaniu z amerykańskimi obligacjami skarbowymi.



Z tradycją  
poza horyzont

**SATURN Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. obecne jest na rynku od 2008 roku**

Towarzystwo prowadzi politykę opartą na bezpieczeństwie inwestycji przy tworzeniu indywidualnie konstruowanych funduszy, najwyższej jakości obsługi oraz zaufaniu. Posiada setki milionów złotych ulokowanych w kilkunastu aktywnie zarządzanych FIZ opartych na nowoczesnych strategiach inwestycyjnych.

[www.saturntfi.pl](http://www.saturntfi.pl)

[relacje\\_inwestorskie@saturntfi.pl](mailto:relacje_inwestorskie@saturntfi.pl)

Fundusze inwestycyjne zarządzane przez SATURN TFI S.A. nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy. Inwestycje w Fundusze Inwestycyjne zarządzane przez SATURN TFI S.A. są obciążone ryzykiem inwestycyjnym. Uczestnik musi liczyć się z istnieniem możliwości utraty części zainwestowanych środków. Informacje o Funduszach Inwestycyjnych zarządzanych przez Saturn TFI S.A. oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w poszczególnych Statutach Funduszy, warunkach emisji tych Funduszy dostępnych w siedzibie SATURN TFI S.A. i na stronie [www.saturntfi.pl](http://www.saturntfi.pl).

# Fundusze Inwestycyjne Zamknięte - zmiany, zmiany, zmiany....

**Zmiana jest jedną z cech życia. Ci, którzy skupiają się jedynie na przeszłości, lub teraźniejszości z całą pewnością przegapią przyszłość. John F. Kennedy**

## **Stawomir Kamiński**

prezes Saturn Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. Absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, specjalista w dziedzinie prawa rynku kapitałowego. Radca prawny, Członek Okręgowej Izby Radców Prawnych w Warszawie. Przez kilkanaście lat związany z Bankowym Domem Maklerskim PKO BP, m.in. jako kierujący Wydziałem Emisji i Finansów Spółek oraz Zespołem Prawnym.

## **Kamil Sieczka**

Dyrektor Departamentu Prawnego w Saturn Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. Radca prawny, absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz Uniwersytetu w Utrechcie, Holandia (MA IELS). Członek Okręgowej Izby Radców Prawnych w Warszawie. Specjalista z dziedziny prawa bankowego, finansowego, handlowego, rynków kapitałowych oraz papierów wartościowych.



**SaturnTFI**

artykuł sponsorowany

wadzonymi przez FIZ, poprzez nieprzerwany monitoring portfela inwestycyjnego funduszy. Natomiast stawiane przed zarządzającymi wymogi dotyczące wdrażania procedur zarządzania ryzykiem z pewnością polepszą ich system samokontroli wewnętrznej. Z drugiej strony, nowa legislacja stawia przed zarządzającymi funduszami inwestycyjnymi nie lada wyzwania na poziomie operacyjnym oraz regulacyjnym, gdyż sprawia, iż wszystkie podmioty, objęte jej stosowaniem, od tej pory będą miały zwiększone obowiązki dotyczące samokontroli funkcjonowania, w szczególności w zakresie zarządzania ryzykiem i raportowania. Istnieje w tym względzie obawa, iż w wielu przypadkach, koszty i nakład pracy związane z takim raportowaniem do regulatora, czy też rosnącym katalogiem dodatkowych czynności samokontroli wprowadzonych w ramach pogłębionego systemu zarządzania ryzykiem okażą się dla Towarzystw zarządzających FIZ-ami bardzo wysokie.

To z kolei będzie skutkowało tym, iż na rynku przetrwają tylko najwięksi gracze, którzy posiadają niezbędne zasoby ludzkie oraz środki finansowe, aby odpowiedzieć na stawiane im przez nową regulację wymogi. Co się zaś tyczy zwiększonego katalogu informacji przekazywanych inwestorom, nie ma wątpliwości, iż powyższe rozwiązania będą miały wpływ na bezpieczeństwo ich inwestycji w FIZ-y. Z drugiej zaś strony jak pokazuje praktyka, inwestorzy częstokroć lokujący swoje środki w daną inwestycję, skuszeni są wysoką stopą zwrotu bez względu na przedstawiane im ryzyka. Omawiając skutki wejścia w życie w stosunku do FIZ-ów nowych regulacji, nie sposób pominąć także jej wpływu na możliwość outsoursowania czynności zarządzania portfelem inwestycyjnym na rzecz podmiotów zewnętrznych. W ostatnim czasie wzrosła liczba FIZ-ów, z zamysłem

powierzenia zarządzania ich portfelem inwestycyjnym podmiotowi zewnętrznemu. Dawało to możliwość bezpośredniego zarządzania przedsięwzięciami biznesowymi danego FIZ-a tzw. inicjatorom, którzy mieli pomysł oraz doświadczenie w zakresie wybranego projektu inwestycyjnego.

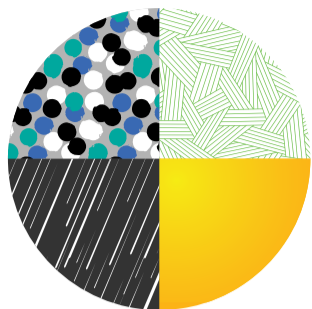
Struktura FIZ-ów przynosiła im z kolei finansowanie w postaci środków zbieranych kolektywnie od potencjalnych uczestników. Przewagą takich projektów było to, iż z jednej strony, formy takiego pozyskiwania kapitału wpisane były w instytucjonalne ramy i dawały inwestorom regulacyjną ochronę, z drugiej zaś pomysłodawcy projektów mający przecież najlepszą wiedzę w sferze projektowanej inwestycji mogli sprawować bezpośrednią kontrolę nad projektem w ramach czynności zarządzania portfelem funduszy powierzonych im przez TFI. Skutkiem nowelizacji, zewnętrzny zarządzający FIZ winien posiadać zgodę Komisji na prowadzenie takiej działalności.

Podsumowując, nie ma wątpliwości, iż przedstawione powyżej zmiany w regulacjach zakończą swoista eksplozję FIZ-ów na polskim rynku, zapoczątkowaną deregulacją ustawową w 2011 roku. Zmiany te z pewnością zapoczątkują z kolei tworzenie się nowych trendów w ramach istniejących struktur finansowych z użyciem FIZ-ów. Nowa legislacja wdroży nowe instytucjonalne ramy sprzyjające większej przejrzystości oraz ochronie inwestorów lokujących swe środki w tego typu formy inwestowania, z drugiej strony sprawi, iż z katalogu tego typu inwestycji wyeliminowane zostaną przedsięwzięcia nie do końca przemyślane, jak również potencjalne formy defraudacji pieniędzy inwestorów oraz nie mające nic wspólnego z inwestowaniem konstrukcje drapieżnej optymalizacji.

W 2016 roku fundusze inwestycyjne typu zamkniętego, a w szczególności zarządzające tymi funduszami Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych musiały się zmierzyć ze swoistym regulacyjnym tsunami, zapoczątkowanym w głównej mierze transponowaniem do polskiego porządku prawnego regulacji europejskich. Zmiany w obowiązującym prawie z jakimi pod koniec roku musiały się zmierzyć fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ), a w szerszym wymiarze Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych zarządzające tymi funduszami związane są z wejściem w życie w grudniu 2016 sporej grupy przepisów przewidzianych nowelizacją ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 31 marca 2016 r. Zmiany te bazują w głównej mierze na implementacji dyrektywy 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dyrektywa AIFMD) oraz dyrektywy 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniającej dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (Dyrektywa UCITS V). Ich głównym celem jest stworzenie nowych ram działalności dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych, klasyfikowanych teraz, obok specjalistycznych funduszy otwartych jako alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) oraz wzmocnienie nadzoru zewnętrznego i wewnętrznego nad zarządzającymi takimi alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), głównie nad Towarzystwami Funduszy Inwestycyjnych. Ma to ten skutek, iż szereg dotychczasowych rozwiązań zastosowanych dla FIZ-ów na polskim rynku do tej pory będzie musiało ulec zmianie. Dlatego też w pierwszym rzędzie należy pochwalić wprowadzane zmiany gdyż sprawiają one w istocie, iż rynek funduszy inwestycyjnych, a w szczególności FIZ-ów będzie skuteczniej monitorowany, nadzorowany i zarządzany, a co za tym idzie zwiększona zostanie ochrona inwestorów.

Temu ma służyć wprowadzenie dodatkowych obowiązków informacyjnych w zakresie FIZ-ów względem Komisji Nadzoru Finansowego poprzez wprowadzenie szerszego katalogu działań FIZ-ów wymagających raportowania, jak również wprowadzenia obowiązku opracowania wzoru udostępnianych okresowo i regularnie informacji dla inwestorów lokujących swoje środki w FIZ-y. Temu też celowi podporządkowano wymóg zaprojektowania i wdrożenia systemu zarządzania ryzykiem związanym z działalnością danego FIZ-u. Aby zaś ograniczyć koncentrację ryzyka w ramach jednego podmiotu, Towarzystwa zostały zobowiązane w przyjętym systemie zarządzania do ustanowienia systemu limitów wewnętrznych dla danego typu inwestycji w ramach FIZ-u, w tym dotyczących stosowania przezeń dźwigni finansowych, jak również określenia zasad wyznaczania całkowitej ekspozycji danego funduszu oraz do wskazywania konkretnej metody jej obliczania. W tym względzie należy przyznać, iż szersze raportowanie do Komisji pozwoli temu regulatorowi na sprawowanie pogłębionej kontroli nad inwestycjami pro-





# ALFA 2016

**Czym jest Alfa?** Alfa to nagroda przyznawana przez Analizy Online dla najlepszego funduszu inwestycyjnego w minionym roku kalendarzowym w ośmiu kategoriach.

Alfę przyznajemy również TFI, którego portfel funduszy został najwyżej oceniony przez naszych analityków. Każdy fundusz, który spełnia warunki klasyfikacyjne (m.in. czas trwania, forma i zasięg działania, minimalna wartość aktywów) jest oceniany za efektywność (mierzoną na podstawie wskaźnika information ratio) w różnych horyzontach czasu. **Więcej na analizy.pl**

## TFI

### TFI

#### NN Investment Partners TFI

WYRÓŻNIENIA  
PKO TFI

TFI PZU

## FUNDUSZE PIENIĘŻNE

### FUNDUSZE Gotówkowe i Pieniężne

#### KBC Gamma (KBC Biznes SFIO)

firma: KBC TFI

zarządzający: Bogdan Jacaszek

WYRÓŻNIENIA

Altus Pieniężny (FIO Parasolowy)

firma: Altus TFI

zarządzający: Remigiusz Zalewski

#### KBC Pieniężny (KBC FIO)

firma: KBC TFI

zarządzający: Artur Ratyński

## FUNDUSZE DŁUŻNE

### FUNDUSZE

#### Polskich Papierów Dłużnych

#### Ipopema Obligacji (Ipopema SFIO)

firma: Ipopema TFI

zarządzający: Paweł Gąsior,

Bogusław Stefaniak, Mariusz Zaród

WYRÓŻNIENIA

Pioneer Obligacji - Dynamiczna Alokacja FIO

firma: Pioneer Pekao TFI

zarządzający: Radosław Cholewiński, Michał Stawicki

#### Pioneer Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2 (Pioneer FIO)

firma: Pioneer Pekao TFI

zarządzający: Radosław Cholewiński, Michał Stawicki

### FUNDUSZE

#### Polskich Papierów Skarbowych

#### NN Obligacji (NN FIO)

firma: NN Investment Partners TFI

zarządzający: Jarosław Karpiński

WYRÓŻNIENIA

MetLife Obligacji Skarbowych (Krajowy FIO)

firma: MetLife TFI

zarządzający: Tomasz Adamus, Krzysztof Bednarczyk,  
Tomasz Karsznia, Łukasz Siwek

#### Skarbiec Obligacji Instrumentów Dłużnych (Skarbiec FIO)

firma: Skarbiec TFI

zarządzający: Grzegorz Zatrzyb

### FUNDUSZE

#### Polskich Papierów Korporacyjnych

#### Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych (Aviva Investors FIO)

firma: Aviva Investors Poland TFI

zarządzający: Radosław Gałęcki, Grzegorz Latała, Marcin Mężykowski

WYRÓŻNIENIA

AGIO Kapitał (AGIO SFIO)

firma: AgioFunds TFI

zarządzający: Adam Dakowicz, Zbigniew Kowalczyk

#### Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych (Arka Prestiż SFIO)

firma: BZ WBK TFI

zarządzający: Paweł Pisarczyk

# alfa.

# 2016

## FUNDUSZE MIESZANE

### FUNDUSZE

#### Stabilnego Wzrostu

##### Investor Zabezpieczenia Emerytalnego (Investor FIO)

firma: Investors TFI

zarządzający: Maciej Chudzik

#### WYRÓŻNIENIA

##### NN Stabilnego Wzrostu (NN FIO)

firma: NN Investment Partners TFI

zarządzający: Jarostaw Karpiński, Marcin Szortyka

##### PKO Stabilnego Wzrostu (Parasolowy FIO)

firma: PKO TFI

zarządzający: Karol Chrystowski, Robert Florczykowski, Rafał Matulewicz, Lech Mularzuk, Remigiusz Nawrat, Radostaw Pela, Sławomir Sklinda, Jarostaw Stefanoff, Artur Trela, Rafał Walczak,

### FUNDUSZE

#### Zrównoważone

##### PZU Zrównoważony (PZU FIO Parasolowy)

firma: TFI PZU

zarządzający: Konrad Augustyński, Jakub Chruściel, Paweł Kowalski, Justyna Trojan

#### WYRÓŻNIENIA

##### NN Zrównoważony (NN FIO)

firma: NN Investment Partners TFI

zarządzający: Jarostaw Karpiński, Marcin Szortyka

##### PKO Zrównoważony (Parasolowy FIO)

firma: PKO TFI

zarządzający: Karol Chrystowski, Robert Florczykowski, Rafał Matulewicz, Lech Mularzuk, Remigiusz Nawrat, Radostaw Pela, Sławomir Sklinda, Jarostaw Stefanoff, Artur Trela, Rafał Walczak, Łukasz Witkowski

## FUNDUSZE AKCYJNE

### FUNDUSZE

#### Akcji Polskich

##### UniAkcje Wzrostu (UniFundusze FIO)

firma: Union Investment TFI

zarządzający: Tomasz Matras

#### WYRÓŻNIENIA

##### Arka Prestiż Akcji Polskich (Arka Prestiż SFIO)

firma: BZ WBK TFI

zarządzający: Szymon Borawski-Reks

##### QUERCUS Agresywny (Parasolowy SFIO)

firma: QUERCUS TFI

zarządzający: Sebastian Buczek, Bartłomiej Cendecki

### FUNDUSZE

#### Akcji Polskich Małych i Średnich Spółek

##### Millennium Dynamicznych Spółek (Millennium FIO)

firma: Millennium TFI

zarządzający: Anna Otręba-Górecka, Mirosław Dziótko

#### WYRÓŻNIENIA

##### NN Średnich i Małych Spółek (NN FIO)

firma: NN Investment Partners TFI

zarządzający: Michał Witkowski

##### PZU Akcji Małych i Średnich Spółek (PZU FIO Parasolowy)

firma: TFI PZU

zarządzający: Jakub Chruściel, Justyna Trojan

## NAGRODA SPECJALNA

### BESTSELLER

Najlepiej sprzedający się fundusz w 2016 r.

##### Investor Płynna Lokata (Investor FIO)

firma: Investors TFI

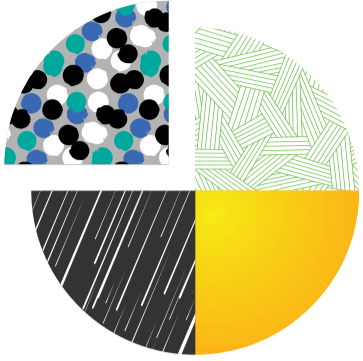
#### WYRÓŻNIENIA

##### Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych (Arka Prestiż SFIO)

firma: BZ WBK TFI

##### QUERCUS Ochrony Kapitału (Parasolowy SFIO)

firma: QUERCUS TFI



# Czy rok 2017 okaże się udany dla polskich akcji?

**Szymon Borawski - Reks**  
dyrektor  
inwestycyjny  
BZ WBK TFI SA

Tekst nawiązuje do panelu  
**15:10 - 15:55**  
Polski inwestor na rozdrożu – szanse na zmiany trendu na warszawskiej GPW

Miniony rok był udany dla inwestorów na polskim rynku akcji chociaż pierwsza połowa roku 2016 tego zupełnie nie zapowiadała. Początek 2017 roku również zaczął się obiecująco. Uwzględniając efekt niskiej bazy z pierwszego kwartału roku 2016, roczne stopy zwrotu wielu funduszy akcyjnych wyglądają naprawdę imponująco. Kondycja naszego rynku jest bardzo dobra wbrew dość powszechnie występującym jeszcze kilka miesięcy temu przeciwnym opiniom.

Oczywiście, można powiedzieć, że na tle innych rynków, np. USA, polska giełda nadal wygląda blado, bo tamtejsze indeksy już dawno pokonały poziomy sprzed kryzysu finansowego, wyznaczając co jakiś czas kolejne maksima. W Polsce natomiast dopiero odrabiamy straty z lat ubiegłych, a do poziomów z 2007 roku wciąż sporo brakuje. Działo się tak przede wszystkim za sprawą dużych spółek. Warto zaznaczyć, że indeks WIG20 wyrażony w dolarze od szczytu w 2014 roku spadł ok. 40%! To z punktu widzenia np. amerykańskiego inwestora spora strata, ale też z drugiej strony patrząc - duża okazja inwestycyjna. Polska od dłuższego czasu była przez zagranicznych inwestorów „nie lubiana”, co miało odzwierciedlenie w niedowierzaniu naszego kraju w portfelach zagranicznych funduszy. W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy, że postrzeganie Polski się zmienia, co również przyczyniło się do wzrostów na GPW.

Co jeszcze się zatem zmieniło w ostatnich miesiącach 2016r. i na początku 2017 r., że rynek polski odbił się tak dynamicznie? W ciągu ostatnich dwóch lat szereg negatywnych czynników nie pomagał wycenom spółek państwowych lub silnie regulowanych, co skutkowało przeceną tego segmentu. Ponad 40 % kapitalizacji indeksu WIG stanowią spółki, w których głównym akcjonariuszem jest Skarb Państwa, a kolejne kilkanaście procent to spółki będące pod dużym wpływem regulacji - mamy tutaj przede wszystkim prywatne banki. Niekorzystne decyzje polityczne zostały już jednak w dużej mierze uwzględnione w cenach akcji. Wystarczy spojrzeć o ile spadła łączna kapitalizacja polskich banków od czasu rozpoczęcia dyskusji o konwersji hipotek frankowych czy wprowadzenia podatku bankowego. Wydaje się, że wymuszonej konwersji nie będzie, a KNF będzie próbował ograniczać wartość kredytów walutowych innymi, tańszymi sposobami. Pod wpływem decyzji politycznych pozostają także spółki energetyczne, ale ich wartość spadła już tak bardzo, że nie stanowią tak ważnego sektora, jak kiedyś.

Poza wyżej wymienionymi czynnikami mamy w Polsce dobre otoczenie makroekonomiczne. Co prawda na przełomie roku tempo wzrostu PKB w Polsce nieco wyhamowało, ale to spowolnienie wynika w dużej mierze z przestoju w wykorzystaniu funduszy unijnych i co się z tym wiąże - z dużego spadku w inwestycjach sektora publicznego. W tej chwili obserwujemy duże przyspieszenie w zakresie przetargów na drogi czy koleje. Po podpisaniu kontraktów pieniądze będą stopniowo wydatkowane. W drugiej połowie 2017 roku można się spodziewać zatem dużego odbicia w inwestycjach. Do tego polskiej gospodarce sprzyja stosunkowo słaby złoty, co powinno napędzać eksport. Konsumpcja, która w 2016 roku napędzała gospodarkę, w dalszym ciągu powinna pozostać silna, za sprawą bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy oraz dużego wsparcia socjalnego ze strony rządu. Zatem, jeśli chodzi o najważniejsze składowe wzrosty PKB, wszędzie spodziewamy się poprawy.

Koniunktura gospodarcza na świecie w dalszym ciągu jest stosunkowo mocna. W Stanach Zjednoczonych po zwycięstwie Donalda

## TFI Allianz – razem z globalnymi partnerami Allianz Global Investors i PIMCO



Allianz  
Global Investors

PIMCO

Fundusze Inwestycyjne

Allianz

TFI Allianz Polska S.A. nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego funduszy ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu zależy od pobranych opłat za nabycie oraz dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych. Wymagane prawem informacje znajdują się w prospekcie informacyjnym i w Kluczowych Informacjach dla Inwestorów (fundusze otwarte) oraz w warunkach emisji i statutach (fundusze zamknięte) dostępnych na stronie www.allianz.pl/tfi, w Towarzystwie oraz u dystrybutorów. TFI Allianz Polska S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 19 listopada 2003 roku.



Trumpe w wyborach prezydenckich oraz Partii Republikańskiej w wyborach do Kongresu panuje spory optymizm odnośnie wzrostu gospodarczego. Optymizm ten jest uzasadniony pod warunkiem, że nowa administracja skupi się przede wszystkim na wydatkach infrastrukturalnych oraz obniżkach podatków a protekcyjnistyczne plany zostaną mocno ograniczone. Fed jest w cyklu podwyżek stóp ale pamiętajmy, że wynika on z dobrej sytuacji na rynku pracy oraz powoli odbijającej się inflacji. Jeśli chodzi o Europę to wskaźniki makroekonomiczne są niezłe a tu dodatkowo bank centralny, w przeciwieństwie do USA nadal kontynuuje bardzo łagodną politykę monetarną. Wydaje się też, że wydarzenia zewnętrzne, które nas czekają w 2017 roku, czyli głównie wybory w kilku krajach europejskich czy start procedury tzw. Brexitu, nie powinny mieć już tak dużego wpływu na polski rynek jak wydarzenia z 2016 roku. Oczywiście, zawsze coś nowego może inwestorów zaskoczyć, ale tak to już jest, że pewnych zdarzeń nie da się przewidzieć. Zresztą, zauważmy, jak inwestorzy reagowali na zeszłoroczne wydarzenia. Po raczej niespodziewanych rozstrzygnięciach akcje na rynkach światowych np. mocno zyskiwały.

Wyceny polskich spółek, mierzone np. wskaźnikiem P/E są jeszcze stosunkowo atrakcyjne zwłaszcza w porównaniu do giełd na rykach rozwiniętych. Przy dalszej sprzyjającej koniunkturze gospodarczej małe i średnie spółki powinny jeszcze dać zarobić akcjonariuszom. Jednocześnie do inwestycji w tym sektorze trzeba podchodzić selektywnie, gdyż wyceny niektórych spółek nie są już tak atrakcyjne. Pamiętajmy, iż ta część rynku radziła sobie w ciągu ostatniego roku dużo lepiej niż spółki duże.

Pozostaje pytanie, co z wpływem kwestii OFE na polską giełdę. Jeszcze przed Świętami Bożego Narodzenia Komitet Ekonomiczny Rady Ministrów zaakceptował rekomendację Ministerstwa Rozwoju, aby przenieść 25% aktywów (tę nieakcyjną) do Funduszu Rezerwy Demograficznej. Pozostałe 75% (czyli wszystkie akcje) mają zostać przekazane na indywidualne konta prowadzone przez TFI (powstałe z przekształcenia OFE). Jest to rozwiązanie zgodne z planem przedstawionym przez premiera Morawieckiego latem i jest ono

pozytywne dla rynku kapitałowego. Zatem, gdzie w najbliższym czasie należy inwestować pieniądze? Oczywiście zachowując wszelkie reguły inwestycyjne (odpowiedni horyzont, skłonność do ryzyka, dywersyfikacja itd.) na pewno warto ciepłej spojrzeć na polski rynek akcji. Po paru latach relatywnie słabego zachowania w porównaniu do giełd z rynków dojrzałych, ale także do innych krajów wschodzących wydaje się, że jest jeszcze miejsce na odrabianie dystansu do innych rynków. Nie zapominajmy jednak o dywersyfikacji. To, że zwracamy uwagę na polskie akcje nie oznacza, że należy teraz całkowicie zrezygnować np. z udziału zagranicznych papierów wartościowych w portfelu inwestycyjnym.

Zgodnie z powyższymi prognozami budujemy portfel w subfunduszu Arka Prestiż Akcji Polskich. W tym subfunduszu stawiamy na selekcję najlepszych polskich akcji w ramach skoncentrowanego portfela 40-50 spółek. Jednocześnie podejmujemy przede wszystkim „pozytywne” zakłady – dla tych o negatywnej opinii często po prostu nie ma miejsca, nawet w udziale niższym w stosunku do indeksu wzorcowego. Oczywiście - przy relatywnie wysokiej koncentracji portfela akcji najważniejszym czynnikiem determinującym to, jak dobre są osiągnięte rezultaty, jest selekcja spółek. Dzięki analizie fundamentalnej i bardzo dobrej selekcji, na koniec roku 2016 subfundusz ten osiągnął pięcioletnią stopę zwrotu na poziomie 53,9%.

Materiał jest prezentowany w celach informacyjnych i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia BZ WBK TFI S.A. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji powyższego dokumentu. Przed dokonaniem inwestycji w fundusz inwestycyjny Arka BZ WBK FIO należy zapoznać się z Prospektem Informacyjnym dostępnym na stronie [www.arka.pl](http://www.arka.pl) (w przypadku Arka Prestiż SFIO na stronie [www.prestiz.arka.pl](http://www.prestiz.arka.pl)).

## Fundusze Inwestycyjne

## BPH Globalny Żywności i Surowców



STOPA ZWROTU ZA 12 MIESIĘCY  
NA 31.01.2017

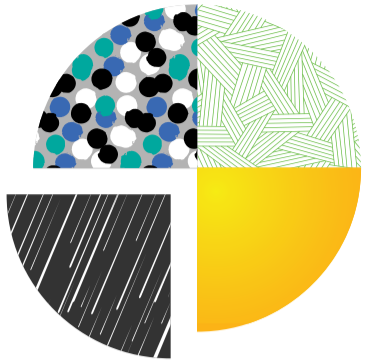
**SZANSA NA  
DOSTATNIE ŁOWY  
NA RYNKU ŻYWNOCI I SUROWCÓW**



SPRAWDŹ WYNIKI NA [WWW.BPHTFI.PL/GZIS](http://WWW.BPHTFI.PL/GZIS)



Niniejszy dokument został przygotowany przez BPH TFI SA (BPH TFI) zgodnie ze stanem na 17.02.2017 r. Materiał ma charakter promocyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Subfundusz BPH Globalny Żywności i Surowców jest subfunduszem wydzielonym w ramach BPH Funduszu Inwestycyjnego Otwartego Parasolowego. Prezentowane wyniki Subfunduszu są wynikiem osiągniętym w podanym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Prezentowane wyniki BPH Globalny Żywności i Surowców stanowią historyczną zmianę wartości jednostek uczestnictwa funduszu w okresie od 29.01.2016-31.01.2017. BPH Globalny Żywności i Surowców osiągnął także następujące stopy zwrotu w okresach: 24 miesiące (30.01.2015 – 31.01.2017): -5,6%; 36 miesięcy (31.01.2014 – 31.01.2017): -27,43%; za 60 miesięcy (31.01.2012 – 31.01.2017): -34,08. Źródło danych: [www.bphtfi.pl/wykresy](http://www.bphtfi.pl/wykresy) Prezentowane informacje finansowe nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego Subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa przez Fundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. W zależności od odpowiednich obowiązków podatkowych Uczestnik może być również zobowiązany do zapłacenia podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w Fundusz. Ze względu na skład portfela wartość aktywów netto danego Subfunduszu cechuje się dużą zmiennością – należy liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. W Prospekcie Informacyjnym zamieszczone są informacje o czynnikach ryzyka powodujących, że Fundusz nie gwarantuje realizacji celu inwestycyjnego oraz osiągnięcia określonego wyniku. BPH TFI rekomenduje zapoznanie się z informacjami wymaganymi przez prawo w zakresie funduszy, w tym z opisem czynników ryzyka oraz wskazaniem opłat manipulacyjnych, opisanych w Prospekcie Informacyjnym Funduszu, Kluczowych Informacjach dla Inwestorów oraz Tabeli Opłat, dostępnych w siedzibie BPH TFI, u Dystrybutorów lub na [www.bphtfi.pl](http://www.bphtfi.pl). Fundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów każdego z subfunduszy w papiery wartościowe wyemitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, a także w papiery wartościowe emitowane, przez Państwo Członkowskie lub jedno z państw należące do OECD, wskazane w Prospekcie, inne niż Rzeczpospolita Polska. Fundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów wskazanych w Prospekcie subfunduszy w papiery wartościowe poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, a także w papiery wartościowe poręczone lub gwarantowane przez Państwo Członkowskie lub jedno z państw należące do OECD, wskazane w Prospekcie, inne niż Rzeczpospolita Polska. Aktualne informacje finansowe dotyczące Funduszu oraz Subfunduszy dostępne są na stronie internetowej [www.bphtfi.pl](http://www.bphtfi.pl). Opracowanie niniejsze nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu postanowień Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Opracowanie niniejsze nie stanowi również usługi doradztwa finansowego lub inwestycyjnego, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego dokumentu, BPH TFI nie może zapewnić, że prezentowane opinie okażą się trafne, a sytuacja na rynku nie ulegnie zmianie, w szczególności w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Opinie BPH TFI mogą się zmieniać bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie. BPH TFI, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z BPH TFI nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego dokumentu, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. BPH TFI jest podmiotem zarządzającym portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych i jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego. BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna, ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa, wpisane do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy pod nr KRS 0000002970; kapitał zakładowy: 23 456 525,00 PLN, w pełni opłacony; NIP: 527-21-53-832, REGON: 013083243.



# Reforma systemu emerytalnego - czy wyjdzie to nam na dobre?

**Diabeł tkwi w szczegółach, a te w przypadku reformy zaproponowanej przez Ministerstwo Rozwoju są wciąż nieznane.**

**Wojciech Kiermacz**  
młodszy analityk  
Analizy Online

Tekst nawiązuje  
do panelu

**14:20 – 15:10**

*Jesień życia po nowemu – system emerytalny w odmienionej*

Na środki w II filarze ostrzą sobie zęby politycy po każdej stronie barykady. Wszyscy pamiętamy jak w 2014 r. środki z części dłużnej OFE (153 mld zł, czyli 51,5% wszystkich aktywów) zostały wytransferowane do ZUS-u, po to by finansować bieżące wydatki. W praktyce aktywo materialne, jakim są obligacje skarbowe zostało zamienione na wirtualny zapis na subkoncie w ZUS. Po tym wydarzeniu chęci Polaków do długoterminowego odkładania środków, choć i tak mizerne, osłabły jeszcze bardziej. Nic więc dziwnego, że jakakolwiek próba zagospodarowania przez państwo pozostałej, aktywnej części OFE (na koniec grudnia ok. 153 mld zł) budzi kontrowersje.

W maju 2016 roku media zaczęły spekulować o planach rządu związanych z przyszłością systemu emerytalnego. Według anonimowego źródła prywatne oszczędności Polaków miałyby zostać przeniesione do jednego dużego funduszu emerytalnego zarządzanego przez instytucję Skarbu Państwa. Sprawa rozgrzała do czerwoności prasę branżową. Jednak już na początku lipca wicepremier Mateusz Morawiecki pospieszył z wyjaśnieniami, dementując medialne doniesienia. Okazało się, że demontaż OFE faktycznie nastąpi, ale na innych warunkach.

*Dziś OFE nie służy nikomu, ani nie zapewnia wyższych emerytur, ani nie finansuje rozwoju gospodarczego. Generalnie plan jest taki, że pieniądze z OFE chcemy przekazać Polakom - mówił wicepremier podczas lipcowej prezentacji.*

Czego się dowiedzieliśmy? Środki z OFE mają zostać podzielone i przeniesione. 25% trafi na Fundusz Rezerwy Demograficznej, a ich wartość będzie zewidencjonowana na subkontach prowadzonych przez ZUS. Według zapowiedzi wicepremiera Morawieckiego, a także szefa Polskiego Funduszu Rozwoju Pawła Borysa (który będzie jednym z uczestników Fund Forum) pieniądze te mają być swoistym buforem bezpieczeństwa systemu finansowego. W przyszłości będą służyć również zabezpieczeniu współfinansowania przyszłych emerytur. Wspomina się również o wykorzystaniu ich do stworzenia zachęt do samodzielnego oszczędzania na emeryturę. Szczegółów na razie nie znamy.

Trzy czwarte środków zgromadzonych w OFE (na koniec grudnia ok. 115 mld zł) zostanie z kolei przeniesiona do nowych Indywidualnych Kont Emerytalnych prowadzonych w ramach III filaru. Zgodnie z rekomendacją mają one zostać funduszami inwestycyjnymi polskich akcji. Skąd ta kwota i, co za tym idzie, nazwa? Z wyliczeń Ministerstwa Rozwoju wynika, że właśnie ok. 75% aktywów w II filarze stanowią akcje polskie. Pomysł wzbudził kontrowersje, jednak większość ekspertów rynkowych zauważa, że jest to, mimo „znacjonalizowania” jednej czwartej środków, i tak bardziej prorynkowa propozycja niż przeniesienie wszystkich oszczędności do jednego, państwowego powiernika.

Oczywiście wątpliwości nie brakuje. Niejasna jest na przykład sprawa dotychczasowych kont IKE i IKZE. W końcu Polacy zgromadzili w nich przeszło 6,7 mld zł. Czy dobrowolne produkty trzeciofilare będą funkcjonować równoległe do nowych IKE? W tym wypadku szczegółów również nie znamy.

Nie ulega wątpliwości inna sprawa. Najważniejszym filarem nowego systemu emerytalnego mają być nie środki, które dotychczas praco-



**TECHNOLOGIA  
DLA FINANSÓW**

**ProService Agent Transferowy Sp. z o.o.**

to spółka świadcząca profesjonalne i kompleksowe usługi dla instytucji finansowych w Polsce i za granicą.

**Celem naszej firmy jest dostarczanie klientom profesjonalnych usług outsourcingowych dostosowanych do indywidualnych potrzeb i wymagań.** Nasza firma współpracuje głównie z funduszami inwestycyjnymi, funduszami emerytalnymi i firmami ubezpieczeniowymi, wspierając proces dystrybucji produktów i usług finansowych oraz obsługę klientów.

[www.psat.com.pl](http://www.psat.com.pl)

wały w OFE, lecz coś zupełnie nowego – Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK). Mali, średni i duzi przedsiębiorcy będą zobowiązani do utworzenia ok. 5 mln tego typu programów dla wszystkich swoich pracowników. Najważniejszą ideą przyświecającą propozycji jest automatyczny zapis. Każdemu pracownikowi zostanie utworzone PPK, przy czym każdy będzie miał możliwość rezygnacji z planu w przeciągu trzech miesięcy. Pomysłodawcy chcą więc wykorzystać opieszałość Polaków na swoją korzyść. Tak jak dotychczas nie interesowaliśmy się dodatkowym oszczędzaniem na starość, tak w tym wypadku trudno zakładać, że masowo będziemy rezygnować z PPK.

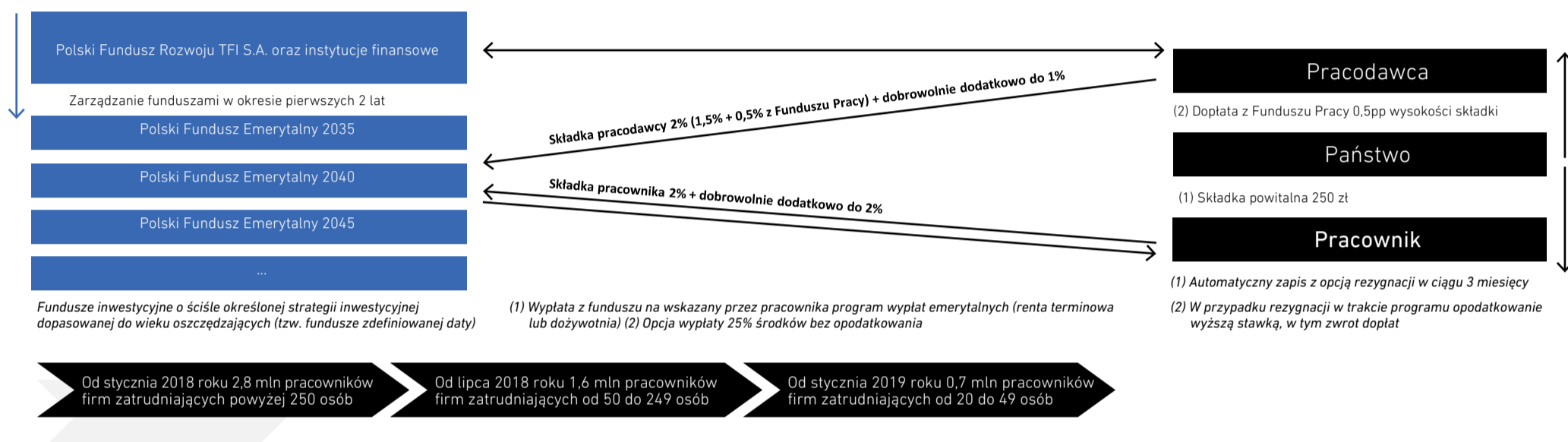
Według zaproponowanej przez resort rozwoju koncepcji, nawet 7% wynagrodzenia brutto mogłoby trafiać co miesiąc do PPK. Pracownik miałby płacić składkę w wysokości 2%, którą mógłby dobrowolnie powiększyć o kolejne 2 pkt. proc. Pracodawca z kolei zobowiązany byłby do przekazywania kolejnych 1,5% wynagrodzenia pracownika (z możliwością powiększenia o kolejny 1 pkt. proc.). Państwo

stowo w ramach Funduszu Pracy dorzucałoby kolejne 0,5% składki. PPK miałyby przez pierwsze dwa lata zarządzać Polski Fundusz Rozwoju. Później prawdopodobnie byłaby możliwość przeniesienia środków do prywatnego powiernika. Tak jak w przypadku poprzednich propozycji, wątpliwości nie brakuje. Jedną z nich jest fakt, że po osiągnięciu ustawowo określonego wieku będzie możliwość jednorazowej wypłaty tylko jednej czwartej środków zgromadzonych w PPK. Reszta będzie mogła być wypłacana wyłącznie w formie renty terminowej lub dożywotniej.

Z odpowiedzią na pytanie, czy reforma emerytalna wyjdzie nam na dobre, trzeba się wstrzymać. Znamy ogólną koncepcję, nie znamy szczegółów, które w takich wypadkach grają kluczową rolę. Nowe twory inwestycyjne poszerzą już i tak szeroką gamę produktów. Obok IKE, IKZE, PPE, pojawią się PPK, IPK oraz nowe IKE. Czas pokaże, czy przetoży się to na wzrost świadczeń dla przyszłych emerytów.

## PRACOWNICZE PLANY KAPITAŁOWE \ SCHEMAT PROGRAMU DLA ŚREDNICH I DUŻYCH FIRM

Źródło: Ministerstwo Rozwoju



## UniLokata Plus dla nowych Klientów na dobry początek

Weź udział w promocji i zyskaj nawet 1000 zł oprócz tego, co wypracuje UniLokata.

Wejdź na [www.unilokataplus.pl](http://www.unilokataplus.pl)

☎ 801 144 144 (tel. stacjonarne), (+48) 22 449 03 33 (tel. komórkowe) od pon. do pt. w godz. 8.00–18.00

Niniejszy materiał jest upowszechniany w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez Union Investment TFI S.A. Towarzystwo działa na podstawie decyzji Komisji Papierów Wartościowych (obecnie: Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 1 czerwca 1995 r., nr decyzji KPW-4073-11/95. Uczestnik powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wyniki inwestycji mogą być pomniejszone o pobrane opłaty manipulacyjne i podatki. Brak gwarancji osiągnięcia celów inwestycyjnych subfunduszy. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia ich w przyszłości.

Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne dotyczące inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektami Informacyjnymi funduszy zawierającymi szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. Prospekty informacyjne, Kluczowe informacje dla Inwestorów, Informacje dla Klienta AFI, tabela opłat, dane o ryzyku inwestycyjnym i podatkach dostępne są na stronie [www.union-investment.pl](http://www.union-investment.pl).  
Możliwe lokaty powyżej 35% wartości aktywów UniLokata w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez: Australię, Austrię, Belgię, Bułgarię, Czechy, Cypr, Danię, Estonię, Finlandię, Francję, Grecję, Hiszpanię, Holandię, Irlandię, Islandię, Japonię, Kanadę, Koreę Południową, Litwę, Luksemburg, Łotwę, Maltę, Meksyk, Niemcy, Norwegię, Nową Zelandię, Polskę, Portugalię, Rumunię, Słowację, Słowenię, Stany Zjednoczone, Szwajcarię, Szwecję, Turcję, Węgry, Wielką Brytanię, Włochy oraz Europejski Bank Inwestycyjny i Bank Światowy (Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju).



**Dr Martin Lueck**  
chief investment  
strategist  
BlackRock

Tekst nawiązuje  
do prelekcji  
12:55 – 13:20  
Gorący okres  
na rynku walut –  
jak się nie sparzyć?

# 2017 gorący rok na rynku walutowym

Prognozowanie kursów walut uważane jest za wyjątkowo trudne. Może to być zaskakujące, ponieważ relacja cenowa pomiędzy dwiema walutami jest dość dobrze wyjaśniona teoriami ekonomicznymi. Parytet siły nabywczej oznacza kurs równowagi, czyli wartość, za którą można kupić ten sam koszyk produktów w krajach o różnych walutach. Kurs waluty w dłuższej perspektywie powinien utrzymywać się w pobliżu tego poziomu równowagi, przy czym niektóre odchylenia można wyjaśnić za pomocą tzw. parytetu stopy procentowej. W tym parytecie określamy kurs wymiany waluty, przy którym zwroty kapitału są identyczne zarówno w kraju jak i za granicą. Ponieważ na poziom stóp wpływ mają inne czynniki poza siłą nabywczą, parytety stopy procentowej i siły nabywczej nie muszą być zawsze równe, co wyjaśniają wahania kursów walut.

W ostatnich latach znacząco wzrosły odchylenia w stosunku do krótkoterminowej równowagi, definiowanej parytetem stóp procentowych. Nadmierne ruchy walut są w dużej mierze motywowane działaniami w obszarze polityki pieniężnej, ale także zmianami w podejściu do ryzyka, wydarzeniami natury geopolitycznej i wieloma innymi czynnikami. Światowe zależności będące konsekwencją globalizacji są tu tak samo ważne, jak wpływ polityki na aktywność gospodarczą. Tak więc każda krótko czy średnioterminowa prognoza kursów wymiany walut jest tylko próbą oszacowania przyszłych zmian stóp procentowych i jej powiązań z innymi czynnikami (polityka pieniężna, fiskalna itd.), ale także innymi zmiennymi, które często są nieprzewidywalne.

W tym kontekście widzimy duże prawdopodobieństwo dalszego umocnienia się dolara, wiedząc, że długoterminowa równowaga, czyli parytet siły nabywczej, jest znacznie powyżej bieżącego kursu euro (1,06), a mianowicie w okolicach 1,29. Tak więc spodziewamy się, że wyższe stopy procentowe w USA jeszcze dalej odsuną kurs waluty od poziomu długofalowej równowagi. Ważną rolę prawdopodobnie odegra Fed, który bardziej podwyższa stopy procentowe niż jego odpowiednik na Starym Kontynencie, czyli Europejski Bank Centralny. Do tego zapowiedzi nowej administracji amerykańskiej na temat rozbudzenia wzrostu gospodarczego za pomocą większych wydatków budżetowych również doprowadzą do wzrostu stóp na długim końcu krzywej dochodowości. Spodziewamy się, że obie waluty osiągną swój parytet w tym roku – przynajmniej tymczasowo.

Zapowiada się kolejny rok, w którym rynki walutowe znajdą się w centrum zainteresowania inwestorów. Nowa administracja w USA będzie mieć znaczący wpływ na ich oczekiwania, szczególnie w odniesieniu do dolara amerykańskiego. Kurs dolara do innych walut oraz dynamika zmian stóp procentowych będą miały prawdopodobnie daleko idący wpływ na spore obszary gospodarki globalnej i szereg klas aktywów w 2017 roku.

## KURS EURO DO ŻŁOTEGO ORAZ POLSKI EKSPORT DO STREFY EURO



Relacja dolara amerykańskiego do innych walut również jest istotna. W stosunku do jena japońskiego oczekiwana jest rewaluacja, szczególnie biorąc pod uwagę to, że celem rządu Japonii oraz tamtejszego banku centralnego jest osłabienie jena. Trudno powiedzieć, jak długo nowa administracja USA może tolerować słabego jena znacznie poniżej poziomu 105. W przypadku Chin administracja amerykańska jest wyczulona na punkcie ewentualnych manipulacji walutowych. W okresie od końca 2013 roku do dziś juan chiński stracił około 13% wartości, a według nas kurs na poziomie 7 juanów za 1 dolara uznany zostałby w Waszyngtonie za krytyczny. Tak więc spodziewamy się, że władze chińskie przyjmą politykę stabilizującą juana, która powinna oscylować poniżej 7.

Kurs dolara jest także bardzo ważny dla rynków wschodzących. Jak pokazał rok 2013, w którym rynki wpadły w histerię zwaną „taper tantrum”, kiedy dolar rósł szybko i znacząco, szczególnie ucierpiały kraje z wysokim zadłużeniem w twardej walucie. To może być problemem w kontekście oczekiwanych podwyżek stóp procentowych w USA w dalszej części tego roku. Szczególnie gospodarki rynków wschodzących z niskimi rezerwami twardej waluty oraz deficytem budżetowym i/lub słabym bilansem obrotów bieżących powinny znaleźć się w centrum zainteresowania.

Jeżeli chodzi o Europę, rozwój sytuacji walut innych niż euro jest także istotny. Szczególnie widoczny jest tu funt brytyjski. Mimo że na chwilę obecną nie można ocenić ekonomicznych konsekwencji Brexitu, a wypracowanie przyszłych układów gospodarczych i handlowych Wielkiej Brytanii z resztą świata zajmie kilka lat, funt będzie stanowił dla inwestorów ważny wyznacznik postępów w procesie opuszczania Unii. Sytuacja polskiego złotego jest podobna: w średniej perspektywie kurs będzie zależał nie tylko od dynamiki polskiej gospodarki i relatywnej postawy banku centralnego, ale także relacji polskiego rządu z Unią. Spodziewamy się, że przy poprawnej relacji z Europą i utrzymaniu tempa wzrostu gospodarczego rewaluacja względem euro będzie w nadchodzących miesiącach postępować w kierunku 4,25.

# Obowiązki informacyjne dystrybutorów w świetle wymogów Dyrektywy MiFID II

Od 2004 roku, tj. od przyjęcia dyrektywy MiFID I, systematycznie wzrasta liczba inwestorów aktywnie uczestniczących w transakcjach na rynkach finansowych, którym oferowane są coraz bardziej złożone, kompleksowe pakiety usług i instrumentów finansowych. Konsekwentnie, Unia Europejska uznała za konieczne zapewnienie tym inwestorom wysokiego stopnia ochrony, w tym zwiększenia przejrzystości transakcji i w tym celu przyjęła Dyrektywę MiFID II.

**Monika Piątkowska,**  
**Monika Ziółkowska**  
ProService Agent  
Transferowy

Dyrektywa MiFID II spowoduje wprowadzenie do polskiego prawa szeregu regulacji nakładających na firmy inwestycyjne dodatkowe obowiązki. W praktyce polskiego rynku funduszy inwestycyjnych - obowiązki te dotyczą przede wszystkim, choć nie tylko, dystrybutorów jednostek uczestnictwa. Dyrektywa wchodzi w życie z dniem 3 stycznia 2018 r.

Zasadniczym obowiązkiem wynikającym z Dyrektywy MiFID II jest poinformowanie klienta o kosztach, opłatach, prowizjach i korzyściach związanych ze świadczeniem usług inwestycyjnych na jego rzecz.

Informacja powinna zawierać koszty i powiązane opłaty z tytułu świadczonej usługi inwestycyjnej lub dodatkowej (m.in. opłata za zarządzanie portfelem, prowizje pobierane przez firmę inwestycyjną, itp.), w tym uiszczane przez osoby trzecie, związane z daną usługą. Dodatkowo klient musi zostać poinformowany o kosztach i opłatach związanych z samym instrumentem finansowym i zarządzaniem nim (np. opłaty za zarządzanie pobierane przez fundusze inwestycyjne, itp.).

Na życzenie klienta firma inwestycyjna jest zobowiązana dostarczyć szczegółowe zestawienie.

Informacje o kosztach i opłatach powinny być przekazywane klientowi w dwóch momentach – gdy firma inwestycyjna rekomenduje lub sprzedaje instrument finansowy (ex ante) i okresowo (przynajmniej raz do roku) w okresie trwania inwestycji (ex post). Wymóg musi być spełniony w całym okresie gdy firma

inwestycyjna pozostaje w stałym stosunku z danym klientem. W przypadku informacji ex post musi być ona sformułowana w oparciu o rzeczywistość poniesione koszty, natomiast w przypadku informacji ex ante – jeśli nie jest możliwe posłużenie się faktycznie poniesionymi kosztami, firma inwestycyjna powinna rozsądnie je szacować w oparciu o posiadane doświadczenie.

Informacja powinna być sporządzona w formie ilustracji (np. tabelki, wykresu), ukazującej zarówno kwoty pieniężne oraz wartość procentową w odniesieniu do konkretnej transakcji klienta wraz z opisem.

Dyrektywa MiFID II dopuszcza wyjątki – w przypadku klienta profesjonalnego zakres przekazywanej informacji może być mniejszy, pod warunkiem jego dwustronnego uzgodnienia. Wyjątek nie dotyczy świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego oraz zarządzania portfelem. W przypadku, gdy firma inwestycyjna świadczy usługi doradztwa inwestycyjnego, katalog informacji wymagających ujawnienia jest szerszy.

Oprócz informacji opisanych powyżej, firma inwestycyjna jest zobowiązana ujawnić opłaty, prowizje oraz wszelkie korzyści niepieniężne związane ze świadczeniem usługi inwestycyjnej lub dodatkowej na rzecz inwestora, inne niż otrzymane od samego klienta (tzw. zachęty).

Przekazanie tej informacji jest jednym z warunków umożliwiających pobieranie zachęt przez firmę inwestycyjną, która to możliwość jest obwarowana szeregiem dodatkowych wymogów.

**Obowiązek ujawnienia zachęt ma na celu wskazać inwestorowi potencjalnych konfliktów interesów, które mogą mieć negatywny wpływ na podejmowane przez niego decyzje inwestycyjne. Dyrektywa oraz przepisy szczegółowe określają, że ujawnianiu ma podlegać sam fakt istnienia zachęt, ich charakter, wysokość lub metoda obliczeniowa.**

Informacja powinna być przekazana kompleksowo, dokładnie i w zrozumiałej formie, a w przypadku drobnych zachęt – w formie ogólnej.

Podobnie jak w przypadku kosztów i opłat, informacja o zachętach przekazywana jest dwukrotnie: przed świadczeniem usługi (ex ante) oraz raz do roku (ex post). Przekazując informację ex ante, w przypadku, gdy nie jest znana kwota zachęty, może zostać przekazana tylko metoda jej obliczania. Natomiast w przypadku informacji ex post, firma inwestycyjna powinna przekazać informację o faktycznie otrzymanych kwotach zachęt.

**Przedstawione obowiązki informacyjne są jednym z wielu wyzwań wynikających z Dyrektywy MiFID II. Spełnienie ich prawidłowo wymaga dokonania ustaleń z Towarzystwami Funduszy Inwestycyjnych i ich Agentami Transferowymi, pozyskania dodatkowych danych i często wprowadzenia znaczących zmian w systemach informatycznych firm inwestycyjnych. Aby przygotować się na realizację wymagań Dyrektywy oraz aktów wykonawczych należy jak najszybciej podjąć zdecydowane działania mające na celu implementację i dostosowanie się do wymogów.**

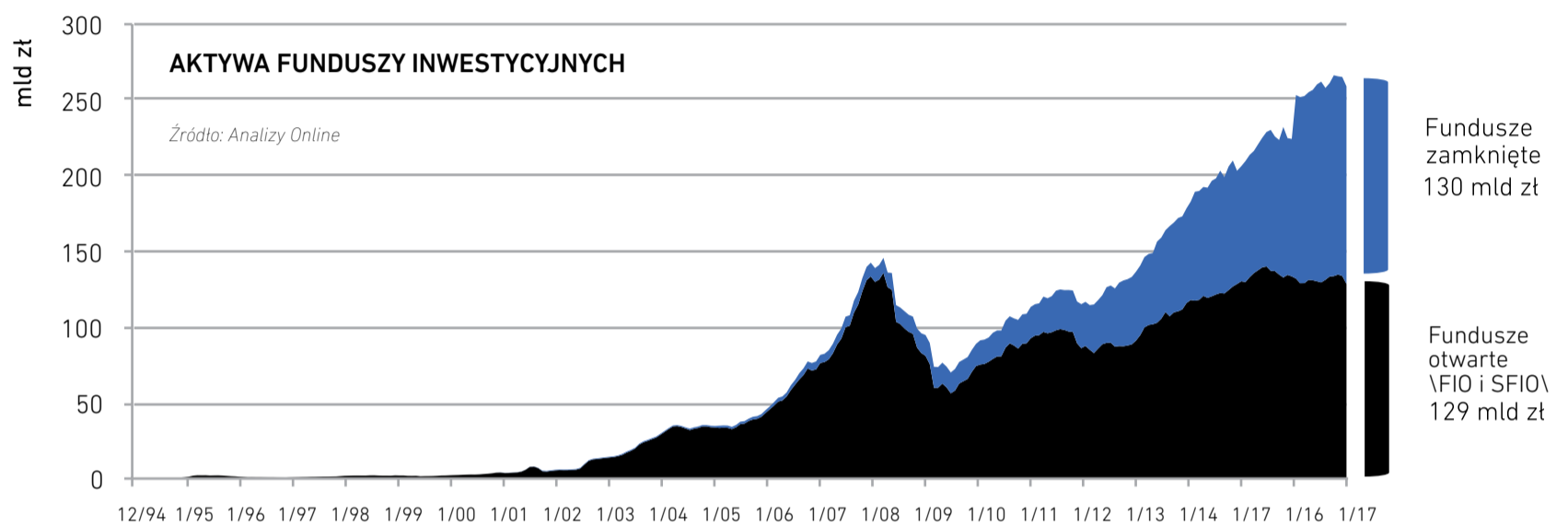


**Anna Zalewska**  
kierownik zespołu  
analiz  
Analizy Online

Tekst nawiązuje  
do panelu  
**12:10 - 12:55**  
FIZ w portfelu,  
czyli co dalej  
z funduszami  
zamkniętymi.

# FIZ-y wygrywają w starciu o klientów funduszy

Rok 2016 należał do funduszy zamkniętych. To głównie one pozyskiwały nowe środki, dzięki czemu aktywa w nich zgromadzone przekroczyły już 130 mld zł.



## SKARBIEC MARKET OPPORTUNITIES

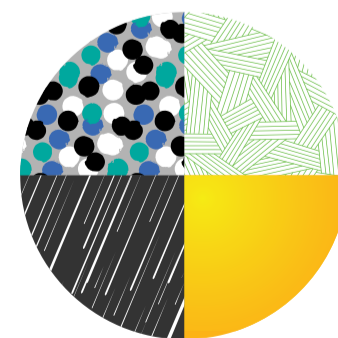
Poznaj Skarbiec Market Opportunities - fundusz total return  
poszukujący okazji rynkowych w Polsce i na świecie.

WIĘCEJ NA SKARBIEC.PL

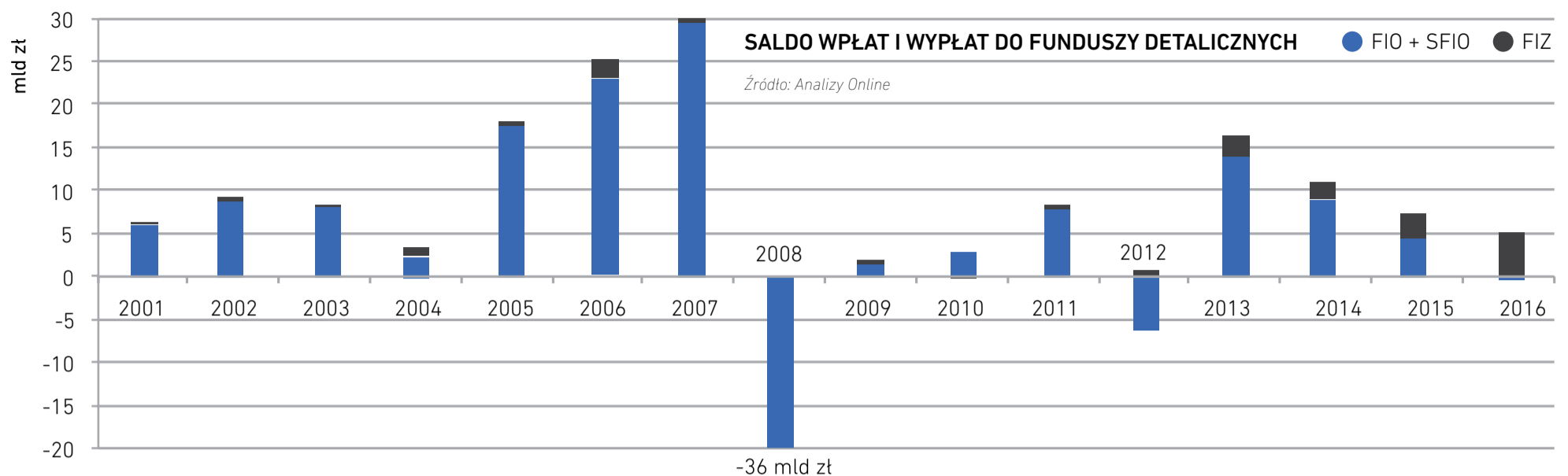
Subfundusz wydzielony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i kluczowych informacjach dla inwestora dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl. Subfundusz może lokować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa, NBP, jednostkę samorządu terytorialnego, państwa członkowskie UE lub OECD inne niż państwa członkowskie lub Rzeczpospolitą Polską pod warunkiem, że papier wartościowy, emitent, poręczyciel lub gwarant posiada co najmniej rating inwestycyjny nadany przez co najmniej jedną z renomowanych agencji ratingowych.

Jeszcze dziesięć lat temu fundusze zamknięte stanowiły margines oferty TFI z łącznymi aktywami nieprzekraczającymi 7 mld zł. Z czasem to one zaczęły przejmować ciężar rozwoju rynku, a w 2016 roku ich udział w aktywach zgromadzonych we wszystkich produktach przekroczył 50%. Główną w tym rolę odegrały rozwiązania dedykowane określonej grupie inwestorów, tworzone na prywatne potrzeby majątnych klientów lub firm. W tym sektorze liczą się przede wszystkim Ipopema TFI z blisko 50 mld zł, Skarbiec TFI (16 mld zł) oraz Forum TFI.

Jednak w ostatnich latach także rozwiązania oferowane szerszemu gronu zaczęły zdobywać rynek. Na koniec 2016 roku aktywa zgromadzone w detalicznych FIZ-ach warte były blisko 22 mld zł, ponad dwukrotnie więcej niż jeszcze 3 lata temu. W tym czasie ich udział w rynku detalicznym wzrósł z 10% do 16%. To głównie załuga napływu nowych środków. Od 3 lat z roku na rok obserwujemy rosnące saldo wpłat i wypłat. W 2016 roku pozyskały one +5,2 mld zł netto, podczas gdy z funduszy otwartych klienci wypłacili ponad -0,2 mld zł.







W tym segmencie liczą się przede wszystkim Altus TFI oraz Trigon TFI – oba towarzystwa pozyskały w zeszłym roku po ok. +1,2 mld zł do swoich FIZ-ów detalicznych, a także TFI PZU, PKO TFI oraz Open Finance TFI. W zeszłym roku klienci najwięcej środków wpłacili do PZU FIZ Forte oraz Open Finance Obligacji Korporacyjnych Europy Środkowej i Wschodniej FIZ AN (odpowiednio +495 mln zł i +422 mln zł), które znalazły się na liście 10 najpopularniejszych funduszy detalicznych 2016 roku. Największą dominację FIZ-ów nad funduszami otwartymi widać w liczbie oferowanych rozwiązań. Obecnie na rynku funkcjonuje ponad 1400 funduszy inwestycyjnych. Dwie trzecie z nich ma formę zamkniętą.

nimalna kwota, jaką potrzebujemy aby rozpocząć inwestycje. W przypadku FIZ-ów z reguły wynosi ona równowartość 40 tys. EUR, rzadko jest niższa. W przypadku funduszy otwartych zazwyczaj nie przekracza 1 tys. zł. Fundusze zamknięte oferują większą elastyczność w budowie portfela i szersze możliwości inwestycyjne. Dodatkowo obowiązują w nich mniejsze ograniczenia dotyczące limitów inwestycyjnych niż w funduszach otwartych. Z punktu widzenia TFI i zarządzającego dużą zaletą funduszy zamkniętych jest też stabilizacja aktywów, która pozwala zoptymalizować proces zarządzania. Wpłaty do tego typu rozwiązań wnoszone są podczas emisji certyfikatów, a wykupy tylko w ustalonych okresach (np. raz na kwartał). Dzięki temu zarządzający nie muszą borykać się z problemem nagłego odpływu środków. Z punktu widzenia TFI obecność FIZ-ów w portfelu produktowym działa stabilizująco na poziom aktywów.

#### Czym różnią się fundusze otwarte od zamkniętych?

	fundusze otwarte	fundusze zamknięte
tytuły uczestnictwa	jednostki uczestnictwa	certyfikaty inwestycyjne
zakup i sprzedaż	bez ograniczeń	w okresach subskrypcji i wykupu
częstotliwość wyceny	z reguły codziennie	zazwyczaj raz w miesiącu, raz co kwartał
pierwsza wpłata	z reguły 1 tys. zł lub mniej	z reguły 40 tys. EUR
polityka inwestycyjna	określony profil/limity	wysoka elastyczność
czy może być notowany na giełdzie?	nie	tak

Źródło: Analizy Online

#### Z CZYM WIĄŻE SIĘ INWESTOWANIE W FUNDUSZE ZAMKNIĘTE?

Fundusz zamknięty pod względem konstrukcji różni się od otwartego. Jego aktywa nie są podzielone na jednostki, ale certyfikaty inwestycyjne. Ich wyceny są publikowane regularnie, ale z reguły w większych odstępach czasu, niż ma to miejsce w przypadku funduszy otwartych (zazwyczaj raz w miesiącu lub rzadziej – raz na kwartał). Podobnie jest z nabyciem i umorzeniem certyfikatów. Można je nabyć w okresach emisji, a sprzedać tylko w z góry ustalonych okresach wykupu. Stanowi to pewne utrudnienie z punktu widzenia klientów; w przypadku rozwiązań otwartych wejście i wyjście z inwestycji jest możliwe w każdym momencie.

Certyfikaty funduszy zamkniętych (w odróżnieniu od jednostek funduszy otwartych) mogą być notowane na giełdzie, co zwiększa elastyczność w zakresie handlu. Oznacza możliwość obrotu certyfikatami również poza okresami wyznaczonymi przez TFI. Warto jednak podkreślić, że płynność w tym wypadku jest dość niska, a ich wartość nierzadko różni się od wyceny.

Kolejną różnicą pomiędzy funduszem otwartym a zamkniętym jest mi-

PRACUJEMY NA TWOJE ZAUFANIE

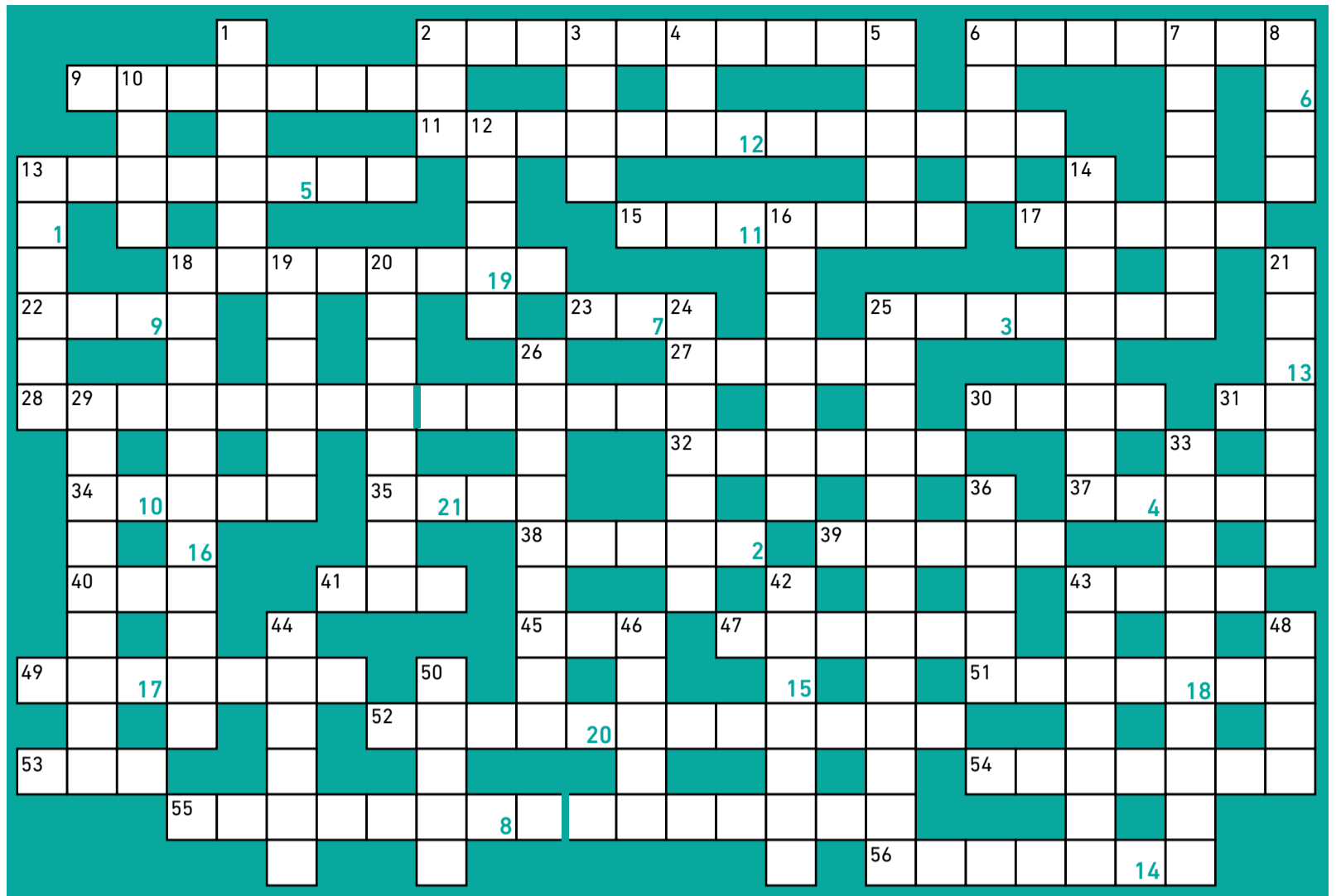
**Amundi**

ASSET MANAGEMENT

amundi.pl

<sup>1</sup>Dane Amundi, stan na 31 grudnia 2016 r.

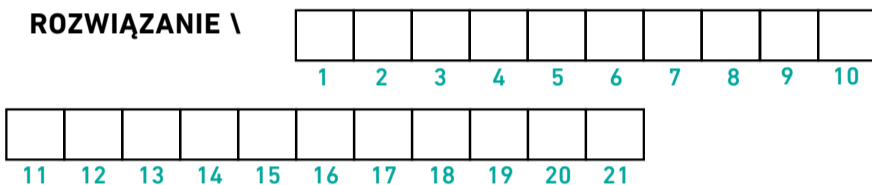
<sup>2</sup>Największy europejski asset manager pod względem łącznych aktywów pod zarządzaniem (AUM) podmiotów z siedzibą w Europie. Źródło: IPE "Top 400 asset managers" – raport opublikowany w czerwcu 2016 r., dane wg stanu na grudzień 2015 r.



Niektóre z haseł wpisywanych do diagramu są dwu-wyrazowe.

Litery z pól ponumerowanych dodatkowo od 1 do 21 utworzą rozwiązanie - nazwę pojęcia statystycznego.

## ROZWIĄZANIE \



## POZIOMO

- 2) emitowany przez fundusz inwestycyjny zamknięty
- 6) ... Nadzoru Finansowego, czyli KNF
- 9) dokument prawny, który musi posiadać makler
- 11) codzienna, miesięczna - tak wycenia się fundusz
- 13) ciężki, włókienniczy lub paliwowo-energetyczny
- 15) znawca w swojej dziedzinie
- 17) nadawany funduszowi w momencie wpisania do rfi
- 18) wkłada pieniądze w jakieś przedsięwzięcie
- 22) międzynarodowy kod identyfikujący papier wartościowy
- 23) wskaźnik kosztów całkowitych funduszu
- 25) wpływy pieniężne, zyski
- 27) najpopularniejsze udziałowe papiery wartościowe
- 28) polityka funduszy, które dążą do osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu bez względu na bieżącą koniunkturę
- 30) jeden z dokumentów funduszy (prezentuje m.in. SRRI)
- 31) wskaźnik, będący jedną z miar efektywności zarządzania
- 32) tutaj wymienisz 19 pionowo
- 34) u 18 poziomo powinny być żelazne
- 35) wartość czegoś wyrażona w pieniądzech
- 37) jedna z największych gospodarek świata
- 38) kierunek, nurt
- 39) finansowe, np. 55 poziomo
- 40) symbol węgierskiej waluty
- 41) 42 pionowo od towarów i usług
- 43) Arabica - podstawa niektórych instrumentów pochodnych
- 45) bada i publikuje polskie wskaźniki ekonomiczne
- 47) bankowa nie przynosi już takich korzyści jak dawniej
- 49) gietdowy lub taneczny
- 51) pomoże wybrać najlepszą inwestycję
- 52) sporządzane przez fundusze w połowie i po zakończeniu roku obrachunkowego
- 53) wyliczany co kwartał przez 45 poziomo
- 54) podatkowe ..., gdy firma nie musi płacić 41 poziomo
- 55) kraje rozwijające się
- 56) przeniesienie środków pomiędzy subfunduszami w ramach parasola

## PIONOWO

- 1) ... wykupu; ma go każda obligacja
- 2) główny indeks paryskiej giełdy - ...40
- 3) ... wiedzy o inwestowaniu powinien przejść każdy samodzielny uczestnik funduszu
- 4) forma prawna funduszy (przeciwieństwo FIZ)
- 5) 43 poziomo lub 14 pionowo
- 6) ... niezgody, bywa powodem zerwania umowy
- 7) oczekuje ich 18 poziomo (porażki nie wchodzi w grę)
- 8) nagroda nadawana przez Analizy Online
- 10) jeden ze sposobów oszczędzania na emeryturę
- 12) 18 poziomo liczy na jak największy ze swojej inwestycji
- 13) ubezpieczeniowa
- 14) ropa naftowa, węgiel lub miedź
- 16) odsetki od lokaty lub setna część całości
- 18) obrazowa prezentacja dużej ilości 48 pionowo w uproszczony, przystępny sposób
- 19) dolary, franki i funty
- 20) rozprószony dobór, np. spółek do portfela funduszu
- 21) miara statystyczna, dzieląca zbiorowość na cztery części o równych liczebnościach
- 24) klasyfikacja według określonych kryteriów
- 25) bank prowadzący rejestr aktywów funduszu
- 26) przemysłowy plan działania
- 29) wzorzec służący do oceny efektywności
- 33) rozpoczyna ją fundusz, gdy ulega rozwiązaniu
- 36) ... portfela funduszu poznawany w momencie publikacji 52 poziomo
- 42) płacony na rzecz państwa
- 43) ... wyceny; ogłaszana, gdy wcześniej podane notowanie było błędne
- 44) cofanie się, przeciwieństwo rozwoju
- 46) procentowa lub zwrotu
- 48) fakty, liczby, informacje
- 50) podział 27 poziomo

## Fidelity Funds - Global Multi Asset Income Fund

# Fidelity GMAI

wzrost wartości kapitału  
i stały dochód w długiej  
perspektywie



Jeżeli uważasz, że twoje inwestycje powinny być źródłem stałego dochodu, jednocześnie oferując możliwość wykorzystania okazji rynkowych do zwiększenia wartości kapitału, warto przyrzeć się funduszowi FF Global Multi Asset Income Fund (Fidelity GMAI), który stanowi rozwiązanie stworzone w celu generowania wysokiego, stabilnego dochodu niezależnie od warunków rynkowych.

Docelowa rentowność funduszu Fidelity GMAI to stabilny kupon roczny w wysokości 5%. Aby osiągnąć ten cel, fundusz inwestuje w aktywnie zarządzany i szeroko zdywersyfikowany portfel nastawiony na generowanie wysokiego dochodu

w połączeniu z bardziej oportunistycznymi klasami aktywów w zależności od otoczenia rynkowego.

Fidelity GMAI jest tworzony z myślą o inwestorach chcących otrzymywać regularny dochód bez pomniejszania swojego kapitału.

Firma Fidelity posiada 10-letnie doświadczenie w zarządzaniu funduszami dystrybucyjnymi i jeszcze nigdy nie spóźniła się z wypłatą kuponu.

[www.fidelity.pl](http://www.fidelity.pl)

ŚREDNIA  
WYPŁACANA  
ROZCZNA  
DYWIDENDA

5,0%

\* To jest zysk docelowy z aktywów opartych na MINCOME/QINCOME i parze walutowej EUR/USD, które przynioszą stabilny, comiesięczny/kwartalny zysk wypłacany z dochodu narodowego brutto.

Niniejsze informacje przeznaczone są wyłącznie dla Klientów Profesjonalnych w rozumieniu Załącznika II Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej Dyrektywę Rady 93/22/EWG i nie powinny być przekazywane ani wykorzystywane przez inwestorów prywatnych. Nie mogą one być również bez uprzedniej zgody powielane ani rozprowadzane. O ile nie stwierdzono inaczej, wszelkie przedstawione opinie stanowią opinie Fidelity. Niniejszy komunikat nie jest skierowany i nie może zostać wykorzystany jako podstawa do działania przez osoby z [Wielkiej Brytanii lub] Stanów Zjednoczonych, i jest adresowany wyłącznie do osób będących rezydentami jurysdykcji, w których dystrybucja poszczególnych funduszy jest uprawniona na podstawie zezwolenia lub w których zezwolenie takie nie jest wymagane. Nazwy Fidelity, Fidelity International, znak graficzny Fidelity International oraz symbol F stanowią znaki towarowe firmy FIL Limited. Fidelity oferuje informacje jedynie na temat własnych produktów i usług oraz nie świadczy usługi doradztwa inwestycyjnego w oparciu o indywidualną sytuację. Fidelity Funds to otwarty fundusz inwestycyjny utworzony w Luksemburgu, posiadający różne klasy akcji. Odwołania do „FF” odnoszą się do Fidelity Funds. Ze względu na większe ryzyko niedotrzymania zobowiązań inwestycja w obligacje korporacyjne jest generalnie mniej bezpieczna niż inwestycja w obligacje rządowe. Ryzyko niedotrzymania zobowiązań wiąże się ze zdolnością emitenta do dokonywania wypłat odsetek oraz do spłaty pożyczki w terminie wymagalności. Ryzyko niedotrzymania zobowiązań może być zatem różnic w zależności od danego emitenta rządowego, jak również pomiędzy poszczególnymi emitentami korporacyjnymi. Obligacje sklasyfikowane poniżej poziomu inwestycyjnego są uważane za bardziej ryzykowne obligacje. W przypadku takich papierów wartościowych występuje zwiększone ryzyko niewypłacalności, która może mieć wpływ zarówno na dochód, jak i na wartość kapitałową inwestycji Funduszu w te instrumenty. Zysk jest wypłacany posiadaczom tytułów uczestnictwa. Fundusz dąży do utrzymania stabilnego poziomu płatności na tytuły uczestnictwa w rozsądnym zakresie. Wpłata nie będzie stała i będzie się zmieniać w zależności od warunków gospodarczych i innych warunków oraz możliwości obsługi przez fundusz stałych wypłat bez długoterminowego pozytywnego ani negatywnego wpływu na kapitał. Oznacza to, że okazjonalnie zysk może być wypłacany z kapitału. Opłaty są pobierane z kapitału. Podana stopa zysku nie jest gwarantowana. Stopy zysku na dzień 31.01.2017. W celu uzyskania aktualnej stopy zysku prosimy o kontakt z Fidelity. W przypadku funduszy inwestujących na rynkach zagranicznych na cenę, dochód i wartość inwestycji mogą wpływać zmiany kursu wymiany walut. Transakcje walutowe mogą być zawierane na warunkach rynkowych przez spółki Fidelity lub za pośrednictwem spółek Fidelity, które mogą z nich czerpać korzyści. Rekomendujemy zapoznanie się ze szczegółowymi informacjami przed podjęciem decyzji inwestycyjnej. Inwestycje można dokonywać na podstawie aktualnego prospektu, KIID (Kluczowych informacji dla inwestorów) oraz Dodatkowej Informacji dla inwestorów, które łącznie z aktualnym raportem rocznym i półrocznym są dostępne nieodpłatnie u naszych dystrybutorów i przedstawicieli Funduszu w Polsce, jak również w naszym Europejskim Centrum Obsługi w Luksemburgu (European Service Centre) FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021, Luksemburg oraz na stronie internetowej [www.fidelity.pl](http://www.fidelity.pl). Wydany przez firmę FIL (Luxembourg) S.A., uprawnione i nadzorowane przez Komisję Nadzoru Sektora Finansowego (Commission de Surveillance du Secteur Financier). MKAT5770







FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS

# GLOBALNY RYNEK NIGDY NIE ŚPI. PODOBNIIE JAK MY.

W dzisiejszych czasach skuteczne inwestowanie wymaga szybkiego dostępu do wiedzy. Dlatego pracuje dla nas 650 lokalnych ekspertów z ponad 25 krajów, w tym z Polski. Nasza wiedza może pracować dla Ciebie, dzięki szerokiemu wachlarzowi naszych globalnych i polskich funduszy.

Więcej informacji znajdziesz na stronie  
[franklintempleton.pl](http://franklintempleton.pl)



sponsor platynowy



**Franklin Templeton Investments** \Franklin Templeton Investments to jedna z największych na świecie organizacji zarządzających aktywami, która od prawie 70 lat cieszy się renomą zaufanego partnera inwestycyjnego. Na polskim rynku jesteśmy obecni już blisko 20 lat, kiedy to powstało nasze warszawskie biuro, pełniące funkcję biura regionalnego na Europę Środkową i Wschodnią. W 2015 roku wraz z otrzymaniem zgody Komisji Nadzoru Finansowego na utworzenie Templeton Asset Management (Poland) Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych S.A. rozpoczęliśmy nowy rozdział w historii działalności Franklin Templeton Investments w Polsce tworząc fundusz Franklin Templeton Fundusz Inwestycyjny Otwarty z wydzielonymi subfunduszami.

sponsorzy złoci



**BlackRock IM (UK) Ltd** \BlackRock jest największą na świecie firmą zarządzającą aktywami. Ich obecna wartość przekracza 4,7 biliona dolarów. Dla klientów BlackRock z ponad 100 krajów pracuje ponad 135 zespołów inwestycyjnych w 30 państwach. Firma została założona w 1988 roku przez ośmiu współpracowników. Do dziś poziom zatrudnienia zwiększył się do przeszło 13 tys. pracowników. BlackRock inwestuje w imieniu swoich klientów oferując im kompleksowe rozwiązania w celu zapewnienia im lepszej przyszłości finansowej.



**BPH TFI** \BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. od 1998 roku aktywnie działa na polskim rynku kapitałowym i świadczy usługi finansowe w ramach jednej z największych korporacji na świecie – General Electric. Celem Towarzystwa jest efektywne wykorzystanie nowych perspektyw inwestycyjnych oraz tworzenie produktów wg najwyższych międzynarodowych standardów i zgodnych z najnowszymi trendami. Obecnie Towarzystwo zarządza 14 funduszami inwestycyjnymi, w tym BPH FIO Parasolowym z 13 wydzielonymi subfunduszami oraz BPH Superior FIO z 5 wydzielonymi subfunduszami.



**BZ WBK TFI** \BZ WBK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. to jedno z największych i najbardziej doświadczonych towarzystw funduszy inwestycyjnych działających na polskim rynku. Powierzone przez Klientów środki lokujemy w instrumenty rynku kapitałowego i finansowego: akcje, obligacje, instrumenty pieniężne. Klienci mogą wybrać fundusz parasolowy Arka BZ WBK FIO oraz Arka Prestiż SFIO – decydując nie tylko o poziomie ryzyka i horyzoncie inwestycyjnym, ale także odpowiedniej dywersyfikacji geograficznej i walutowej swojej inwestycji.



**Schroders** \Spółka Schroders, utworzona w 1804 r. w Londynie, to jedna z największych globalnych i niezależnych firm zarządzających aktywami, które obecnie sięgają 433,5 mld EUR. Zatrudnia ponad 3700 pracowników, w tym ponad 400 analityków i zarządzających w 37 oddziałach w 27 krajach. Schroders oferuje rozwiązania mogące zaspokoić niemal każdą potrzebę inwestycyjną, z czego blisko 100 strategii od 2008 roku dostępnych jest również w Polsce. W swojej ofercie skierowanej do polskiego inwestora pochwalić się może również szeroką ofertą strategii inwestycyjnych (15 funduszy) dostępnych w polskim złotym z zabezpieczonym ryzykiem walutowym.



**Union Investment TFI** \Union Investment TFI od ponad 20 lat pomnaża pieniądze osób fizycznych, firm i instytucji, dbając nie tylko o efektywność, ale także bezpieczeństwo inwestycji. Oferujemy najwyższej jakości fundusze inwestycyjne, portfele asset management, produkty emerytalne oraz rentowne rozwiązania inwestycyjne szyte na miarę. Nasz profesjonalizm potwierdzają liczne prestiżowe wyróżnienia za stabilne i ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne przyznane na przestrzeni lat, m.in. statuetki „Byka i niedźwiedzia”, „Alfy” dla najlepszego TFI oraz „Złote portfele”.

sponsorzy srebrni



patroni honorowi



patroni



patroni medialni



organizator

