



STOCKS

BONDS

Z cyklu „Droga Inwestora”

Akcje vs Obligacje

Materiał Edukacyjny

Biuro Doradztwa i Funduszy Inwestycyjnych

citi handlowy

Akcje vs Obligacje

Na początek trochę teorii...

Czym jest rynek kapitałowy?

Rynek kapitałowy jest istotną częścią rynku finansowego, na którym dochodzi do obrotu instrumentami (dłużnymi i udziałowymi) emitowanymi na okres co najmniej roku. Dzięki powyższemu, między uczestnikami tego rynku odbywa się transfer kapitału średnio- i długoterminowego.

Dobrze rozwinięty rynek kapitałowy jest ważnym czynnikiem wpływającym na wzrost gospodarczy i spełnia on określone funkcje:

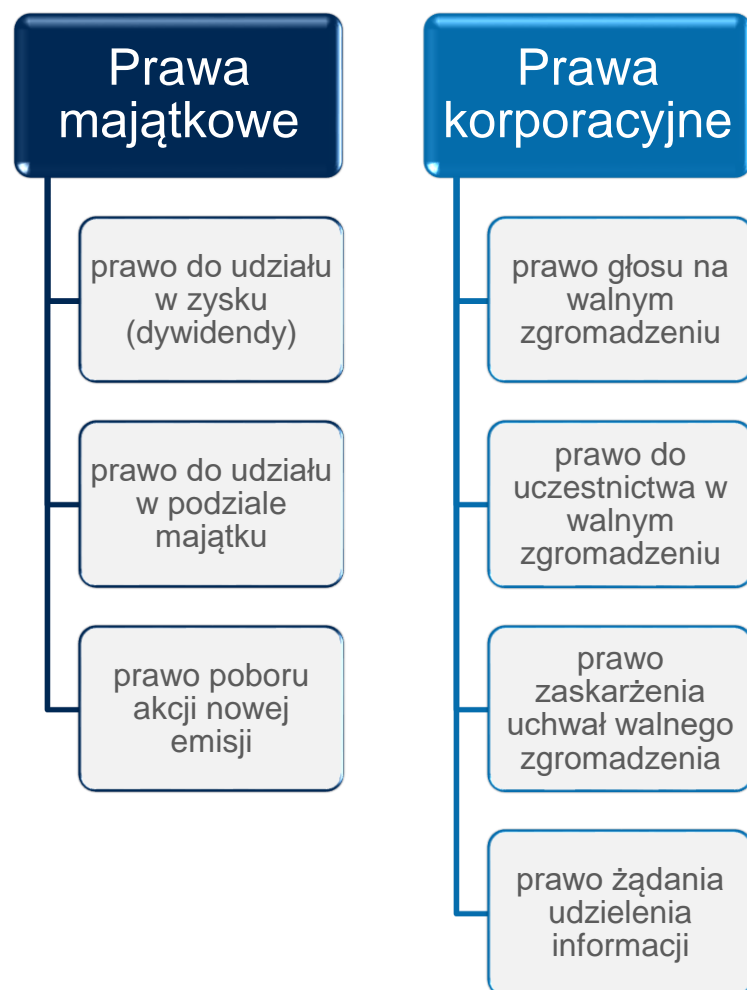
- Alokacja kapitału
- Pozyskiwanie kapitału
- Transformacja kapitału
- Wycena kapitału
- Ocena kondycji gospodarczej



W kontekście obligacji warto wspomnieć o jeszcze jednym segmencie rynku finansowego tj. **rynku pieniężnym**. Na tym rynku występują wyłącznie instrumenty dłużne z tym tylko, że emitowane na krótki okres tj. od 1 dnia do 52 tygodni, przez co jego głównym celem jest kształtowanie płynności finansowej. Najpopularniejszymi instrumentami rynku pieniężnego są bony skarbowe czy bony komercyjne, które mają wiele cech wspólnych z opisywanymi tutaj obligacjami. W praktyce inwestycyjnej m.in. z tego powodu o pewnych obligacjach mówi się również w odniesieniu do rynku pieniężnego.

Definicja i podstawowe zagadnienia

Akcja to papier wartościowy reprezentujący część kapitału zakładowego spółki akcyjnej (emitenta). Własność akcji jest formalnym dowodem potwierdzającym uczestnictwo (udział) w spółce, która ją wyemitowała. Posiadaczowi akcji (tzw. akcjonariuszowi) przysługują z tego tytułu określone prawa, które co do zasady dzielimy na prawa majątkowe i korporacyjne.



Akcjonariusza nieposiadającego istotnego udziału w spółce w głównej mierze interesować będą uprawnienia majątkowe. Każda nabyta akcja daje prawo do udziału w wypracowanym i przeznaczonym do wypłaty zysku emitenta (**dywidendy**) oraz **partycypowaniu w majątku spółki w przypadku jej likwidacji**. Wartość pieniężna wskazanych świadczeń jest rzecz jasna obliczana proporcjonalnie, z uwzględnieniem wszystkich akcji wyemitowanych przez spółkę. Innym przykładem jest tzw. **prawo poboru akcji nowej emisji**. W przypadku podjęcia przez spółkę decyzji o zwiększeniu kapitału poprzez emisję dodatkowych akcji, z założenia pierwszeństwo w ich objęciu mają dotychczasowi akcjonariusze. Prawo to może zostać podtrzymane, bądź wykluczone decyzją akcjonariuszy na tzw. Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (WZA).

Drugą grupę praw wynikających z posiadania akcji stanowią uprawnienia o charakterze korporacyjnym. Sprowadzają się one do **możliwości wywierania wpływu na ważne decyzje podejmowane w spółce**. Poza decyzjami podejmowanymi na poziomie zarządu, głównym organem decyzyjnym w spółce akcyjnej jest Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy. Każda posiadana akcja (z wyłączeniem akcji uprzywilejowanych co do głosu) daje jej posiadaczowi jeden głos na WZA. W spółkach publicznych, posiadających setki tysięcy czy miliony wyemitowanych akcji, tylko znaczący akcjonariusze korzystają z praw korporacyjnych, wywierając istotny wpływ na decyzje podejmowane w spółce.

Podstawowe kategorie akcji

Akcja nie jest papierem wartościowym jednorodnym. W zależności od sposobu klasyfikacji możemy wyróżnić kilka rodzajów akcji, których charakterystyka w zakresie przynależnych praw i sposobu przenoszenia własności papieru może znacznie różnić się między sobą. Poniżej prezentujemy dwa najpowszechniejsze podziały akcji w polskim porządku prawnym.

Klasyfikacja akcji ze względu na sposób przenoszenia własności:

- **akcje imienne** (z których uprawnienia przysługują osobie wskazanej w dokumencie akcji z imienia i nazwiska)
- **akcje na okaziciela** (z których uprawnienia przysługują każdemu posiadaczowi akcji)

Klasyfikacja akcji ze względu na uprawnienia przynależne ich akcjonariuszom:

- **akcje zwykłe** (dające swoim posiadaczom równe prawa majątkowe i korporacyjne)
- **akcje uprzywilejowane** (dające swoim posiadaczom zróżnicowane prawa, gdzie najczęściej spotykaną formą uprzywilejowania jest wyższa dywidenda oraz większa ilość głosów na walnym zgromadzeniu. Akcje uprzywilejowane są zawsze akcjami imiennymi)

Gdy właściciele spółki akcyjnej podejmują decyzję o wprowadzeniu jej na giełdę, akcje emitenta podlegają dematerializacji, czyli procesowi w ramach którego tracą postać fizycznego dokumentu, a o przynależności do konkretnego akcjonariusza decyduje zapis w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Z uwagi na ciągły obrót na giełdzie, akcje zdematerializowane nie mogą mieć postaci akcji uprzywilejowanych i imiennych. Wszystkie akcje podlegające obrotowi giełdowemu dają równe prawa swoim posiadaczom.

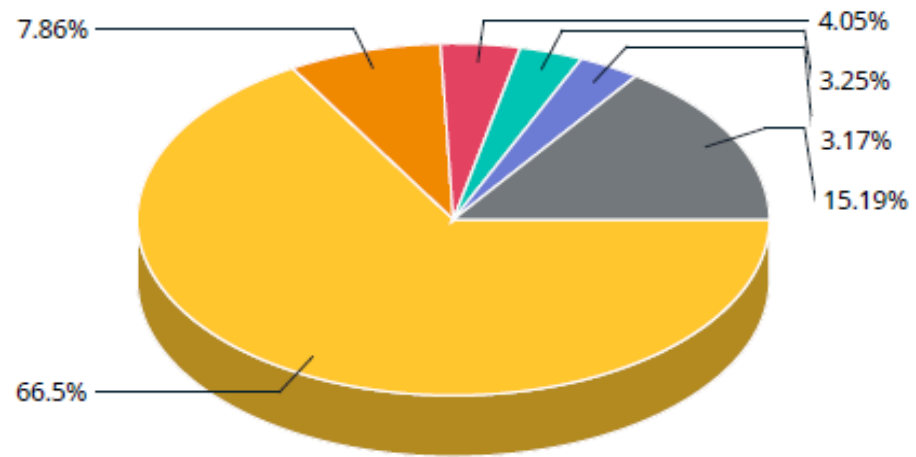
Jednym z podstawowych zagadnień związanych z inwestowaniem w akcje jest ich wycena. Ustalenie właściwej ceny akcji odzwierciedlającej odpowiedni ułamek wartości majątku całej spółki często jest sporym wyzwaniem. W przypadku akcji spółek publicznych z pomocą przychodzi nam rynek kapitałowy, gdzie na giełdzie z dużą częstotliwością i przy udziale sił popytu i podaży dochodzi do ustalenia ceny papieru wartościowego. W ten sposób powstaje **cena rynkowa**, którą przy założeniu dostępności wszystkich istotnych informacji ze spółki oraz przy odpowiednio dużej płynności obrotu możemy traktować jako wartość godziwą instrumentu.

W przypadku akcji znajdujących się w obrocie publicznym możemy mówić także o **cenie emisyjnej**, czyli cenie po jakiej akcje wprowadzane są do obrotu na rynku pierwotnym oraz **cenie nominalnej** reprezentującej wartość kapitału spółki przypadającego na jedną jej akcję.

Pisząc o środowisku kształtowania cen papierów wartościowych warto krótko wspomnieć o warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Pierwsza sesja na krajowej giełdzie funkcjonującej w obecnej formie odbyła się 16 kwietnia 1991 roku. Zadebiutowało na niej 5 spółek. Obecnie na rynku głównym przedmiotem handlu są akcje 435 podmiotów, których łączna kapitalizacja przekracza 870 mld złotych (dane z 16.10.2020r). Pomimo znacznego wzrostu liczby notowanych spółek oraz kapitalizacji rynkowej, udział naszej giełdy w światowych indeksach jest znikomy. Przykładowo w indeksach FTSE Russell, agencji która w 2017 roku przekwalifikowała GPW do grona rynków rozwiniętych, Polska stanowi zaledwie 0,08% (na przykładzie indeksu FTSE Developed Index). Z powyższego wynika, że dobrze zdywersyfikowany portfel akcyjny powinien uwzględniać aktywa notowane na wielu światowych rynkach.



COUNTRY WEIGHTS



United States 66.5% Japan 7.86% United Kingdom 4.05% France 3.25%
Switzerland 3.17% Other 15.19%

MSCI ACWI Index (USD)

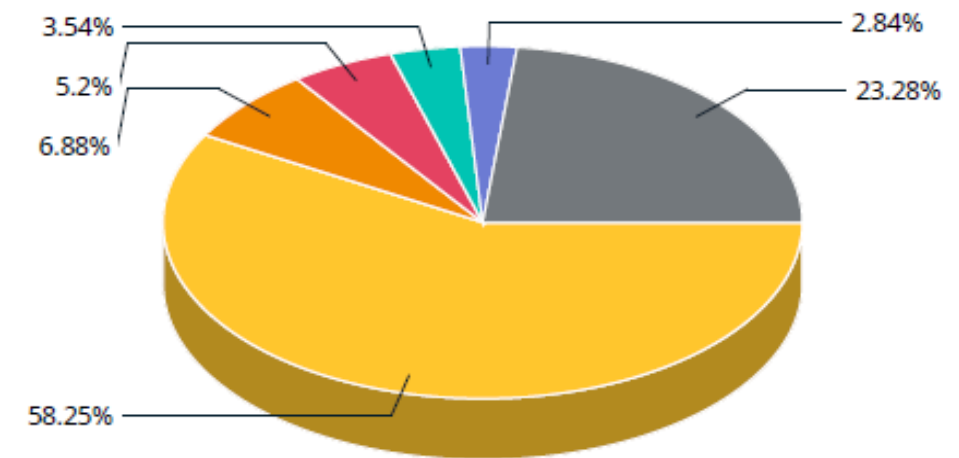
Struktura geograficzna zaprezentowanych indeksów dostarcza nam informacji odnośnie wielkości i znaczenia poszczególnych rynków akcji w światowych finansach. Zdecydowany prym wiedzie rynek amerykański. Spółki notowane na giełdzie w USA stanowią 2/3 całego indeksu MSCI World, reprezentującego światowe parkiety rynków rozwiniętych. W szerszym ujęciu, uwzględniającym także rynki rozwijające się (MSCI ACWI Index) udział spółek amerykańskich spada o kilka punktów procentowych. Jest to w głównej mierze efekt pojawienia się aktywów notowanych na rynku chińskim. Oba indeksy pokazują jednak jak duże znaczenie w kształtowaniu sytuacji na światowych rynkach kapitałowych ma zachowanie amerykańskiej giełdy, będące odzwierciedleniem kondycji tamtejszej gospodarki i decyzji władz państwowych oraz monetarnych.

Wykresy prezentujące strukturę indeksów pobrane z: www.msci.com

MSCI World Index (USD)

Dzisiaj główne indeksy poszczególnych parkietów giełdowych są jednymi z lepszych barometrów obecnej i przyszłej kondycji lokalnych gospodarek. Stan gospodarki światowej można z kolei oceniać na podstawie tendencji obserwowanych na globalnych indeksach akcyjnych. Jednymi z najbardziej znanych są wskaźniki dostarczane przez MSCI, czyli amerykańską firmę finansową, działającą jako globalny dostawca indeksów akcji, instrumentów o stałym dochodzie, funduszy hedgingowych oraz narzędzi do analizy portfela wielu aktywów.

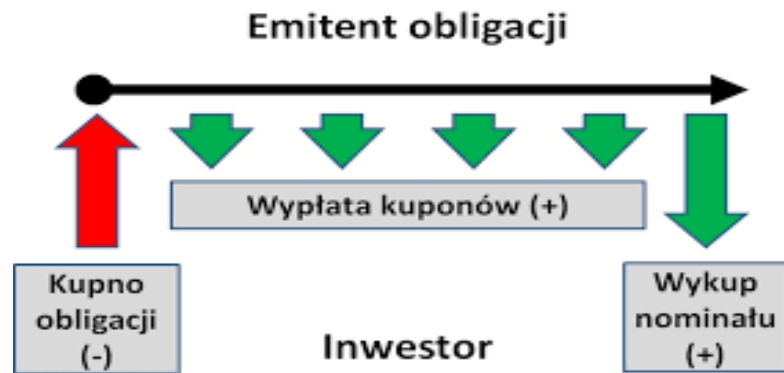
COUNTRY WEIGHTS



United States 58.25% Japan 6.88% China 5.2% United Kingdom 3.54%
France 2.84% Other 23.28%

Definicja i podstawowe zagadnienia – przypomnienie*

Obligacja to papier wartościowy, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza (posiadacza obligacji) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (najczęściej wypłaty odsetek i zwrotu kapitału).



Obligacja należy do kategorii dłużnych instrumentów finansowych. Poza roszczeniami wynikającymi z wierzytelności, obligatariuszowi względem emitenta nie przysługują dodatkowe uprawnienia jak w przypadku instrumentów udziałowych czyli akcji (współwłasność, udział w zyskach w postaci dywidendy, prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy).

Klasyfikacja obligacji ze względu na oprocentowanie:

- obligacje o stałym oprocentowaniu
- obligacje o zmiennym oprocentowaniu
- obligacje zerokuponowe

Klasyfikacja obligacji ze względu na emitenta:

- obligacje skarbowe (rządowe)
- obligacje organizacji międzynarodowych
- obligacje komunalne (municipalne)
- obligacje przedsiębiorstw (korporacyjne)



* Więcej na temat obligacji pisaliśmy w Materiale edukacyjnym pt. „Obligacje” wydanym w kwietniu 2020r.

Generalnie rynek długu nie ma scentralizowanej lokalizacji gdzie odbywa się handel jak w przypadku akcji. Organizowany jest on przede wszystkim przez jego głównych uczestników, którzy dokonują transakcje bezpośrednio między sobą, czyli bez udziału podmiotu trzeciego (giełdy). W praktyce obrót dokonywany jest za pośrednictwem sieci „dealerów” obligacji, w której skład wchodzi znaczące instytucje finansowe jak np. banki inwestycyjne (przykład w tabeli obok). Rynek ten określa się mianem rynku **OTC** czyli z języka angielskiego **over the counter**. Po polsku mówimy po prostu o rynku pozagiełdowym lub wolnym obrocie.

Wyróżniamy tutaj (jak w przypadku rynku akcji):

- Rynek pierwotny – gdzie nowo emitowane papiery wartościowe obejmują pierwsi inwestorzy
- Rynek wtórny – gdzie zawierane są już kolejne transakcje na wcześniej wyemitowanych instrumentach.

Uczestnikami rynku OTC są:

- Emitenci (rządy, korporacje)
- Gwaranci (banki inwestycyjne, banki komercyjne)
- Pozostali uczestnicy (inwestorzy)

Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych (w kolejności alfabetycznej):

1	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
2	Bank Millennium SA
3	Bank Pekao S.A.
4	Barclays Bank plc
5	BNP Paribas S.A.
6	Goldman Sachs International
7	HSBC Bank plc
8	ING Bank Śląski S.A.
9	J.P. Morgan Securities plc
10	mBank S.A.
11	PKO Bank Polski SA
12	Santander Bank Polska S.A.
13	Société Générale S.A. Oddział w Polsce

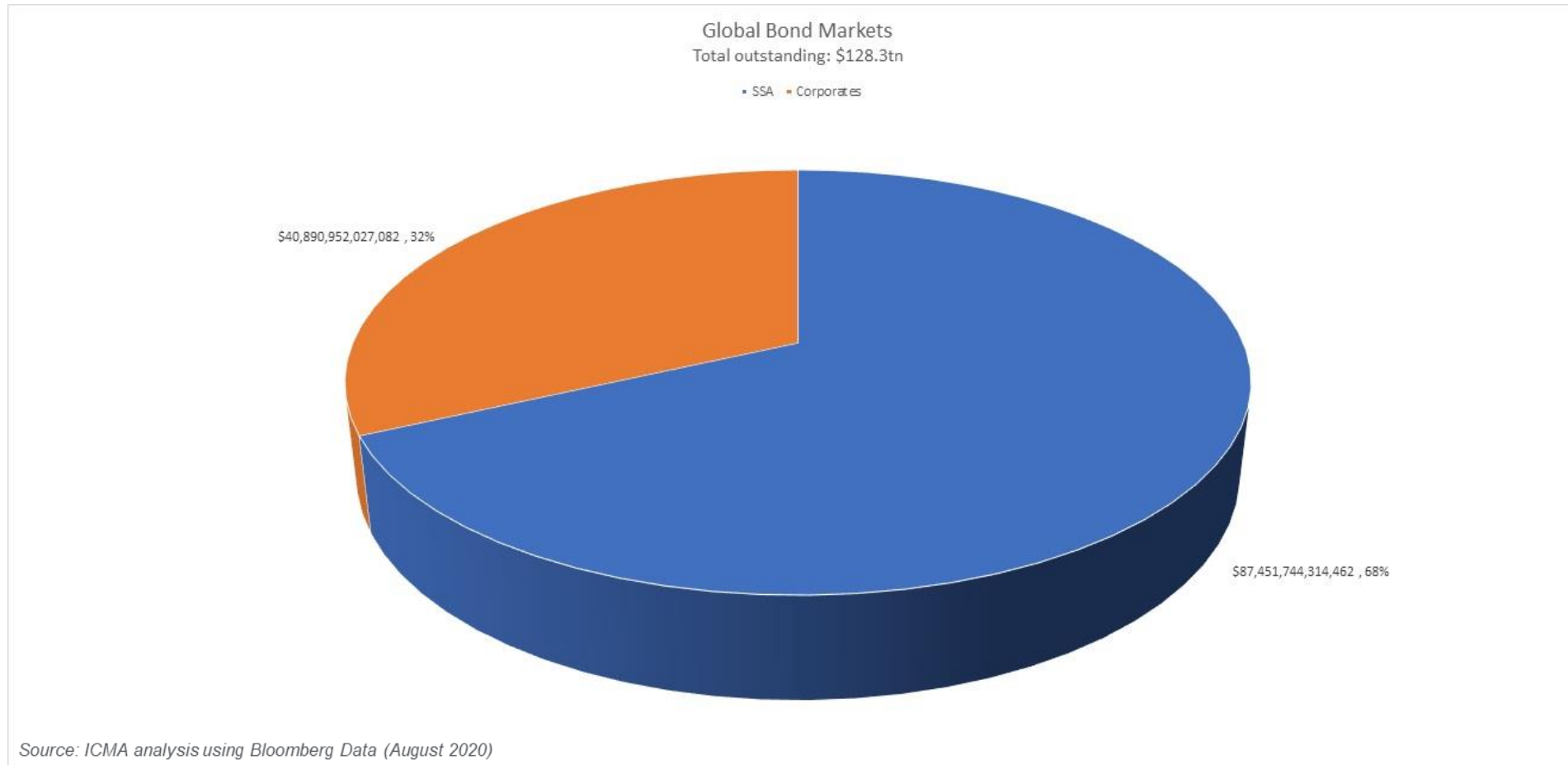
źródło gov.pl

Inwestorzy indywidualni rzadko w nim uczestniczą bezpośrednio. Korzystają najczęściej z usług dużych inwestorów instytucjonalnych jak np. Fundusze Inwestycyjne.

W Polsce dodatkowo w ramach rynku pozagiełdowego działa spółka **BondSpot S.A.**, która została założona w 1996 r. z inicjatywy polskich banków i domów maklerskich (pierwszą nazwą spółki była Centralna Tabela Ofert). Od 2009 roku wiodącym akcjonariuszem spółki jest GPW. BondSpot S.A. prowadzi elektroniczny rynek skarbowych papierów wartościowych Treasury BondSpot Poland, posiadający status alternatywnego systemu obrotu, a także rynek regulowany i alternatywny system obrotu funkcjonujące w ramach, organizowanego wspólnie z GPW, systemu rynków obligacji **Catalyst**. Rynek Catalyst w części przeznaczony dla inwestorów detalicznych działa więc w sposób scentralizowany (przez giełdę).



Rynek długu inaczej rynek obligacji jest największym rynkiem na świecie. Jego wartość znacznie przewyższa wartość rynku akcji. Co więcej, jest on dużo ważniejszy dla funkcjonowania całego systemu monetarnego przez co kluczową rolę odgrywają na nim banki centralne.



Według szacunków International Capital Market Association na podstawie danych z serwisu Bloomberg na koniec sierpnia bieżącego roku, wartość wszystkich wyemitowanych i pozostających do spłaty obligacji na świecie sięgnęła **128 bilionów dolarów**. Oprócz „dużych” liczb (bilion zawiera aż 12 zer) widać powyżej, że to obligacje skarbowe (SSA)* nadal stanowią zdecydowaną większość tego rynku, choć przyrastający w ostatnich latach segment obligacji korporacyjnych jest już znaczący.

* Sovereign, Supnationals and Agencies – obligacje skarbowe, instytucji ponadnarodowych i agencji rządowych.

Akcje vs Obligacje

W budowie portfela inwestycyjnego

W nawiązaniu do ostatniego Materiału edukacyjnego*, jeśli mamy już określony profil i horyzont inwestycyjny oraz posiadamy odpowiednią wiedzę, możemy przenieść naszą uwagę z tematyki oszczędzania na obszar inwestycji. Zanim jednak podejmiemy pierwsze decyzje zastanówmy się w co i w jakich proporcjach powinniśmy zainwestować.

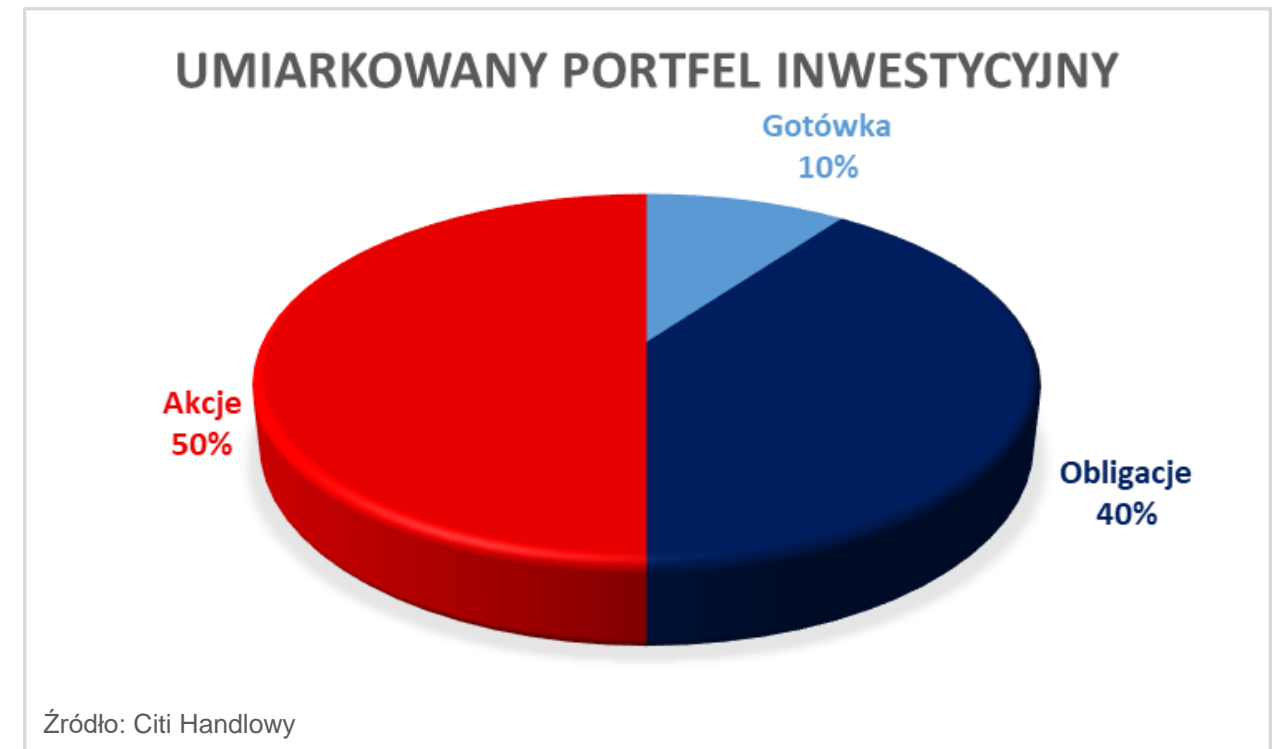
W tym celu zajmiemy się więc zagadnieniem budowy portfela inwestycyjnego i umiejscowieniem w nim opisanych wcześniej instrumentów finansowych, które będziemy określać tym razem jako **klasy aktywów**:

- **GOTÓWKA** (instrumenty rynku pieniężnego)
- **OBLIGACJE**
- **AKCJE**

To co widać obok na wykresie kołowym, to według nas modelowy podział klas aktywów inwestora posiadającego **umiarkowany** profil ryzyka oraz akceptującego długi horyzont inwestycyjny (>5 lat). Taka alokacja odzwierciedla **wzrostowo-dochodową** strategię inwestycyjną w ramach Usługi Doradztwa Inwestycyjnego świadczonej przez Citi Handlowy.

Po co w takim portfelu gotówka?

Gotówka, depozyty czy też np. fundusze rynku pieniężnego pomimo niezbyt wysokiego udziału mają duże znaczenie. **Cechują się one bardzo dużą płynnością, minimalnym poziomem ryzyka oraz najniższą zmiennością.** Spodziewane stopy zwrotu są niskie ale wysoce przewidywalne. W związku z powyższym będzie to klasa aktywów, którą niezależnie od sytuacji rynkowej w pierwszej kolejności możemy skierować na nagłe wydatki konsumpcyjne czy też inwestycyjne (nie wykluczając inwestycji w pozostałe klasy aktywów).



* Materiał edukacyjny pt. „Profil i horyzont inwestycyjny” wydany w październiku 2020r.

Jak widać akcje i obligacje powinny stanowić zdecydowaną większość naszego portfela inwestycyjnego (około 90%), dlatego zajmiemy się teraz porównaniem charakterystyki tych dwóch głównych klas aktywów jako jego składowych.

OBLIGACJE w portfelu to:

Pasywny dochód. Posiadacze obligacji z reguły otrzymują regularny i dość przewidywalny strumień pieniądza, który może być na bieżąco konsumowany lub reinwestowany.

Niższe ryzyko. W ujęciu historycznym kursy obligacji cechują się mniejszymi wahaniami niż ceny akcji. Jest to głównie zasługą istnienia elementu gwarancji zwrotu kapitału przez emitenta podlegającemu ryzyku jego wypłacalności (**ryzyko kredytowe**).

Potencjalny wzrost. Obligacje oprócz regularnych dochodów i w miarę stabilnych cen w porównaniu z akcjami, dają też inwestorom pomimo wszystko perspektywę wzrostu wartości ze względu na cenę (i odwrotnie, może też dojść do jej spadku).

Dywersyfikacja. Zdarzenia ekonomiczne powodujące spadek cen akcji mogą przyczynić się do wzrostu cen obligacji, i odwrotnie. Dzięki tej odwrotnej relacji wprowadzenie obligacji do portfela może dać duże korzyści.

Dodatkowe okazje. W połączeniu z akcjami obligacje mogą zwiększyć dostęp do dobrych okazji inwestycyjnych umożliwiając zachowanie wypracowanego zysku przy jednoczesnym obniżeniu ryzyka.

AKCJE w portfelu to:

Wyższy potencjalny zwrot. Mimo większego ryzyka, w dłuższej perspektywie, akcje zasadniczo dają lepsze wyniki od obligacji i ekwiwalentów gotówki.

Zwykle wyprzedzają inflację. W pewnych okresach instrumenty o stałym dochodzie, jak obligacje czy rozwiązania rynku pieniężnego, mają problemy z pokonaniem inflacji. Ceny akcji są mniej zależne od polityki monetarnej, a bardziej podążają za zyskami publikowanymi przez spółki, które je emitują. Co do zasady w ujęciu długookresowym powinny one wyprzedzać inflację albo ją co najmniej kompensować.

Potencjalny dochód. Akcje pomimo, że mają zdecydowanie bardziej charakter inwestycji „wzrostowej” mogą wiązać się z przepływem pieniężnym w postaci dywidendy.

Dywersyfikacja. Włączenie akcji może nie tylko przyczynić się do wzrostu rentowności całego portfela, lecz również w skrajnych przypadkach może ograniczyć wahania jego wartości.

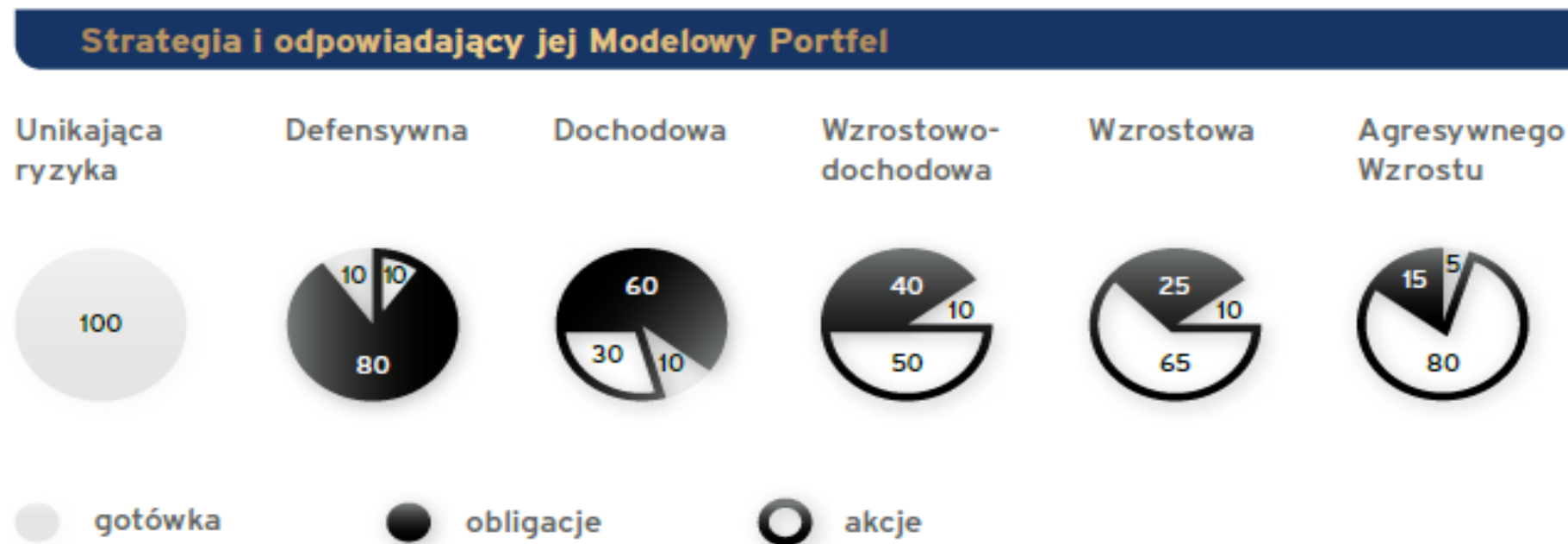
Dodatkowe okazje. W połączeniu z obligacjami akcje mogą zwiększyć dostęp do dobrych okazji inwestycyjnych umożliwiając wzrost stopy zwrotu kosztem większego ryzyka.

Należy jednak pamiętać, że akcje jak i obligacje należą do grupy produktów inwestycyjnych, a ich posiadanie w portfelu wiąże się z akceptowaniem i podejmowaniem ryzyka, które poprzez właściwą dywersyfikację można istotnie ograniczyć lecz nie wyeliminować. Znaczące ryzyka wynikające z możliwości pogorszenia kondycji finansowej emitenta czy też ogólnie obserwowaną zmiennością cen papierów wartościowych na giełdach zostały opisane w dalszej części materiału.

Dywersyfikacja i możliwość wykorzystywania nadarzających się okazji, przynajmniej w opisanych aspektach przenikają się nawzajem i nie miałyby zastosowania gdyby portfel był jednorodny tj. oparty wyłącznie o jedną z tych klas aktywów.

Tak rozumiana dywersyfikacja jest więc kluczowa jeśli chodzi o zagadnienie **Alokacji Aktywów** czyli procesu budowy dopasowanego portfela inwestycyjnego opartego o różne klasy aktywów w odpowiednio dobranych proporcjach.

Alokacja Aktywów jako strategia inwestycyjna ma zadanie w długim okresie maksymalizować zysk przy zachowaniu zmienności portfela, która będzie dostosowana do oczekiwań indywidualnego inwestora tj. do akceptowanego przez niego poziomu ryzyka.



Alokacja Aktywów jest procesem bardziej rozbudowanym niż wynika z powyższej grafiki* ponieważ w ramach akcji i obligacji występują podgrupy, które posiadają często odmienną specyfikę. Powoduje to, że na potrzeby usługi Doradztwa Inwestycyjnego wyróżniamy różne sub-klasy aktywów charakteryzujące się innym poziomem ryzyka oraz spodziewanej rentowności. Dla przykładu wśród obligacji wyróżniamy, te które mają niższy poziom ryzyka i stanowią trzon części dłużnej rekomendowanych portfeli inwestycyjnych. Zaliczane są tu głównie obligacje skarbowe emitowane przez kraje rozwinięte oraz przez państwo polskie, czyli dług posiadający wysoką ocenę kredytową (wysoki rating).

* Grafika zawiera wszystkie tzw. Modelowe Portfele wyodrębnione w ramach Usługi Doradztwa Inwestycyjnego świadczonej przez Citi Handlowy.

W procesie budowy efektywnego portfela istotne znaczenie ma jak w różnych warunkach rynkowych będzie wyglądało zachowanie się jego składowych. Tę wzajemną zależność określa się **korelacją** i można ją wyliczyć. Służy do tego współczynnik korelacji, który przyjmuje wartości od -1 do 1, gdzie: +1 oznacza dokładną korelację dodatnią (wzrostowi jednej zmiennej towarzyszy wzrost drugiej zmiennej), 0 oznacza brak korelacji (zmienne nie są ze sobą powiązane) i -1 oznaczający dokładną korelację ujemną (spadkowi jednej zmiennej towarzyszy wzrost drugiej zmiennej). **W skład zdywersyfikowanego portfela powinny wchodzić elementy o jak najmniejszej wartości współczynnika korelacji.** Na poparcie stwierdzenia o pewnej odwrotnej zależności akcji w stosunku do obligacji niech posłużą dane banku J.P. Morgan za okres 2009-2019 gdzie współczynnik korelacji dla akcji i obligacji (USA) wyniósł -0,29 (zaznaczone w tabeli po prawej stronie). Widać tu również, że wysoce ujemne korelacje w praktyce rzadko występują.

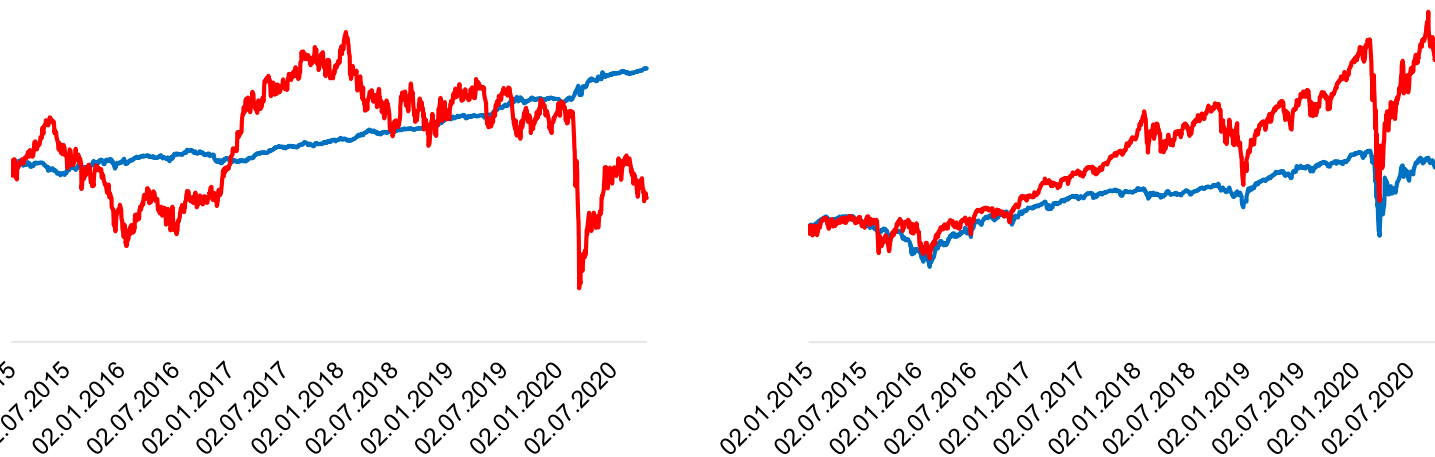
Dla zobrazowania pożądanej, realnej dywersyfikacji oraz tej pozornej, której powinniśmy unikać w portfelu, dobrze posłużą poniższe wykresy.

Correlations and volatility

	U.S. Large Cap	EAFE	EME	Bonds	Corp. HY	Munis	Currency	EMD	Comdy.	REITs	Hedge funds	Private equity	Ann. Volatility
U.S. Large Cap	1.00	0.85	0.73	-0.29	0.73	-0.21	-0.38	0.40	0.53	0.66	0.85	0.76	13%
EAFE		1.00	0.88	-0.23	0.74	-0.13	-0.58	0.55	0.55	0.49	0.86	0.85	14%
EME			1.00	-0.08	0.76	-0.03	-0.68	0.71	0.60	0.44	0.74	0.78	16%
Bonds				1.00	0.08	0.88	-0.04	0.49	-0.08	0.21	-0.23	-0.33	3%
Corp. HY					1.00	0.05	-0.44	0.75	0.67	0.63	0.74	0.64	6%
Munis						1.00	-0.07	0.53	-0.14	0.26	-0.23	-0.30	4%
Currencies							1.00	-0.54	-0.55	-0.14	-0.32	-0.63	7%
EMD								1.00	0.45	0.49	0.44	0.37	6%
Commodities									1.00	0.30	0.57	0.64	14%
REITs										1.00	0.53	0.43	13%
Hedge funds											1.00	0.79	5%
Private equity												1.00	6%

Source: Barclays Inc., Bloomberg, Cambridge Associates, Credit Suisse/Tremont, FactSet, Federal Reserve, MSCI, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.
 Indices used – Large Cap: S&P 500 Index; Currencies: Federal Reserve Trade Weighted Dollar; EAFE: MSCI EAFE; EME: MSCI Emerging Markets; Bonds: Bloomberg Barclays Aggregate; Corp HY: Bloomberg Barclays Corporate High Yield; EMD: Bloomberg Barclays Emerging Market; Comdy.: Bloomberg Commodity Index; REIT: NAREIT All equity Index; Hedge Funds: CS/Tremont Hedge Fund Index; Private equity: Cambridge Associates Global Buyout & Growth Index. Private equity data are reported on a one- to two-quarter lag. All correlation coefficients and annualized volatility are calculated based on quarterly total return data for period 12/31/09 to 12/31/19, except for Private equity, which is based on the period from 6/30/09 to 6/30/19. This chart is for illustrative purposes only.
 Guide to the Markets – U.S. Data are as of December 31, 2019.

— Treasury BondSpot Poland Index — WIG — Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF — S&P500



Pierwszy pokazuje Treasury BondSpot Poland Index (indeks polskich obligacji skarbowych) na tle WIG-u (indeksu polskich akcji) i właściwie brak korelacji między nimi.

Drugi odnosi się do rynku amerykańskiego i obligacji wysokodochodowych (ETF na indeks Bloomberg Barclays High Yield Bond) na tle akcji dużych spółek (indeks S&P500) gdzie korelacja jest bardzo wysoka.

Ze względu na fakt, iż nawet ograniczone przesunięcia w alokacji między akcjami i obligacjami w pewnych okolicznościach mogą wygenerować pozytywny efekt dla portfela inwestycyjnego w postaci np. wyższego zysku (pozwalają wykorzystać dodatkowe okazje), wyróżnia się dodatkowo (w naszej Usłudze Doradztwa Inwestycyjnego również) tzw. **Taktyczną Alokację**. Ma ona charakter uzupełniający w stosunku do Strategicznej Alokacji Aktywów i polega na dokonywaniu oceny bieżącej sytuacji rynkowej i na tej podstawie podejmowaniu decyzji o modyfikacjach w alokacji podstawowej. Korekty portfela dokonują się na głównych klasach aktywów (akcje vs obligacje) ale również na poszczególnych sub-klasach jak na przykładzie po lewej stronie.



-2 /mocno niedoważony
-1 /niedoważony
0 /neutralny
1 /przeważony
2 /mocno przeważony

Takie pozycjonowanie wprowadza drobne zmiany w podziale portfeli inwestycyjnych, mając na uwadze ich dostosowanie do aktualnych i spodziewanych wydarzeń na rynkach w celu optymalizacji potencjalnego zysku względem ponoszonego ryzyka. Stanowi to raczej namiastkę aktywnego podejścia i nie zmienia istotnie struktury danego portfela. Nie można więc mylić Alokacji Taktycznej ze strategią „market timing’u”, która bywa stosowana głównie do aktywnego handlu akcjami i dopuszcza całościowe rotowanie między klasami aktywów (akcje vs gotówka).

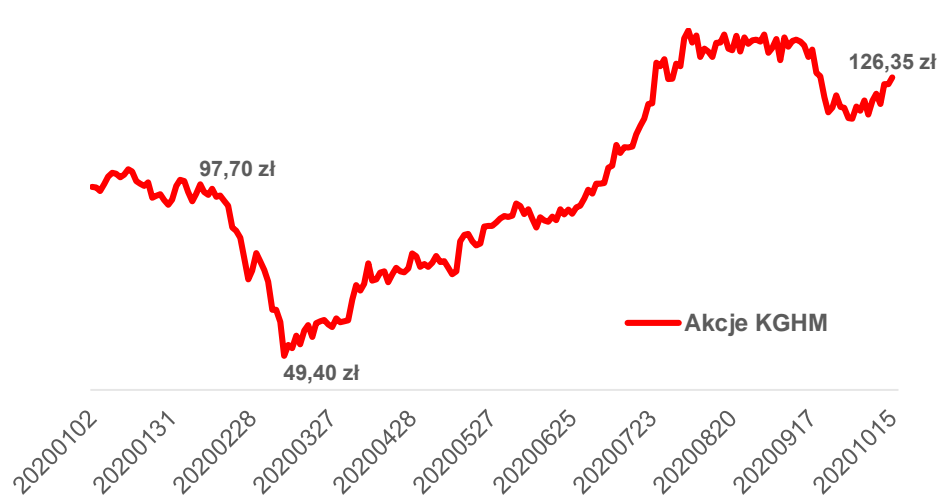
Bardzo ważne jest, żeby podkreślić krótko- lub średnioterminowy charakter Taktycznej Alokacji w odróżnieniu od długoterminowej Strategicznej Alokacji Aktywów. Częstotliwość dokonywanych zmian zależy od dynamiki na rynkach, niemniej z reguły takie zmiany odbywają się w okresach miesięcy lub nawet kwartałów.

*Reasumując, odpowiednie stosowanie strategii Alokacji Aktywów w połączeniu z elementami Alokacji Taktycznej powinno przynosić lepsze rezultaty niż podejście pasywne. Innymi słowy, posiadanie dopasowanego do swoich oczekiwań podziału na **AKCJE i OBLIGACJE** w portfelu, powinno w założonym okresie przy towarzyszących, akceptowalnych wahaniach jego wartości przynieść spodziewaną stopę zwrotu.*

Oczywiście to stwierdzenie jest pewnym uproszczeniem ponieważ nadal istotną rolę będzie tu odgrywać czynnik **jakościowy**, który poza opisaną tutaj Alokacją Taktyczną, objawia się przede wszystkim w **selekcji** składników wchodzących do portfela. W nawiązaniu do tego co już pisaliśmy wcześniej, żebyśmy mówili o dążeniu do budowy „efektywnego” portfela, **proces selekcji powinien także uwzględniać realną, a nie pozorną dywersyfikację** ale już tym razem na poziomie bardziej szczegółowym.

Akcje vs Obligacje

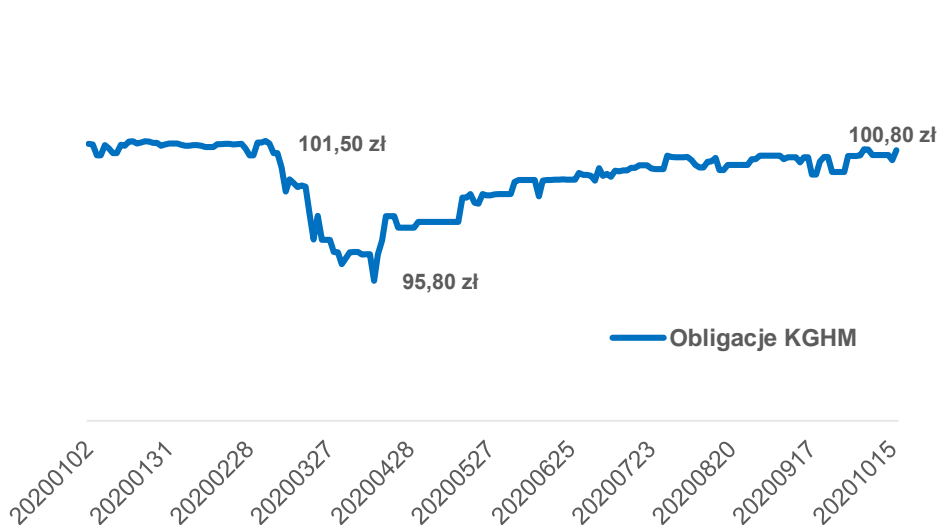
Podstawowe różnice wynikające z charakteru posiadanego papieru wartościowego



Inwestowanie w akcje wiąże się z koniecznością akceptowania zdecydowanie wyższego ryzyka od tego, które towarzyszy lokowaniu środków finansowych w instrumenty dłużne (w szczególności emitowane przez podmioty o wysokich ocenach ratingowych i dobrej kondycji finansowej).

Ryzyko to odzwierciedlone jest między innymi w wysokiej zmienności cen akcji na giełdzie. Wskaźniki zmienności są jednymi z głównych miar opisujących ryzyko towarzyszące inwestycjom w papiery wartościowe znajdujące się w publicznym obrocie. Wysoka zmienność to wysokie ryzyko, które w ostatecznym rozrachunku może przynieść dużą stratę, ale też pokaźny zysk.

Z jaką zmiennością możemy mieć zatem do czynienia w przypadku inwestycji w akcje? Jak dużą wrażliwość na kondycję emitenta i sytuację makroekonomiczną wykazują obligacje? Odpowiadając na te pytania możemy posłużyć się zaprezentowanymi obok wykresami akcji i obligacji wyemitowanymi przez spółkę KGHM.



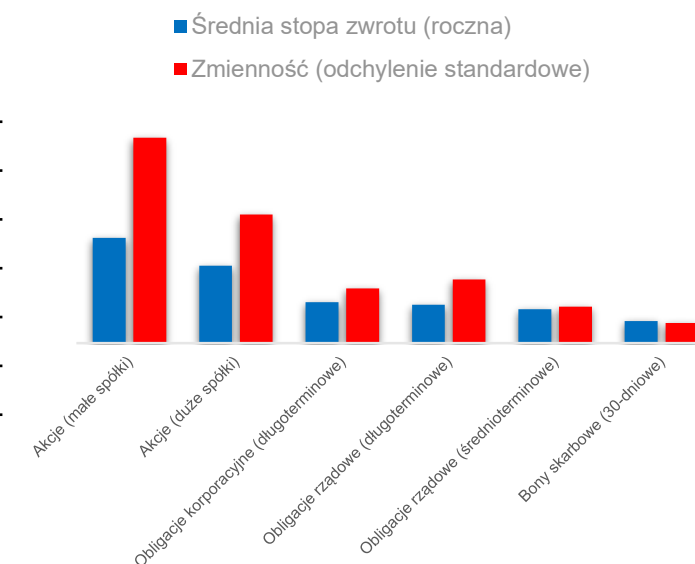
W skrajnych warunkach rynkowych (jakimi zapewne było zamknięcie światowych gospodarek w wyniku szerzenia się pandemii koronawirusa) akcje KGHM-u zanotowały blisko 50-procentową przecenę w bardzo krótkim czasie. W podobnym okresie obligacje miedziovej spółki z terminem zapadalności w 2029 roku spadły zaledwie o nieco ponad 6%. Portfele obligatariuszy spółki okazały się zatem mniej narażone na rynkową zmienność i potencjalne straty w przypadku zamknięcia inwestycji. Warto jednak zauważyć, że hossa, która rozwinęła się na akcjach KGHM-u po ukształtowaniu marcowego dołka pozwoliła szybko odrobić poniesione straty, a nawet wywindować cenę akcji spółki na poziomy o 30% wyższe od tych sprzed wybuchu pandemii. W analogicznym okresie ceny obligacji emitenta powróciły zaledwie do poziomów, z których wcześniej spadały.

Na prostym przykładzie mogliśmy zatem przekonać się jak duża zmienność może towarzyszyć inwestowaniu w akcje. Ten sam przykład utożsamia nam również, że zupełny brak akcji w portfelu zamyka drogę do realizowania ponadprzeciętnych zysków charakterystycznych dla tego rynku.

Na potwierdzenie tezy o możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji kosztem podwyższonej zmienności poniżej prezentujemy zbiorczą tabelę nominalnych i realnych (skorygowanych o inflację) stóp zwrotu dla poszczególnych klas aktywów z rynku amerykańskiego. W okresie poddanym analizie (lata 1926-2018) akcje przynosiły swoim posiadaczom średnioroczne realne stopy zwrotu na poziomie kilkunastu procent. W analogicznym okresie krótkoterminowe bony skarbowe oraz obligacje rządowe i korporacyjne mogły dać zarobić od 3,4% do 6,3%. Jednocześnie ryzyko mierzone odchyleniem standardowym cen instrumentu finansowego w przypadku akcji znacznie przekraczało średnioroczną zmienność zaobserwowaną na instrumentach dłużnych.

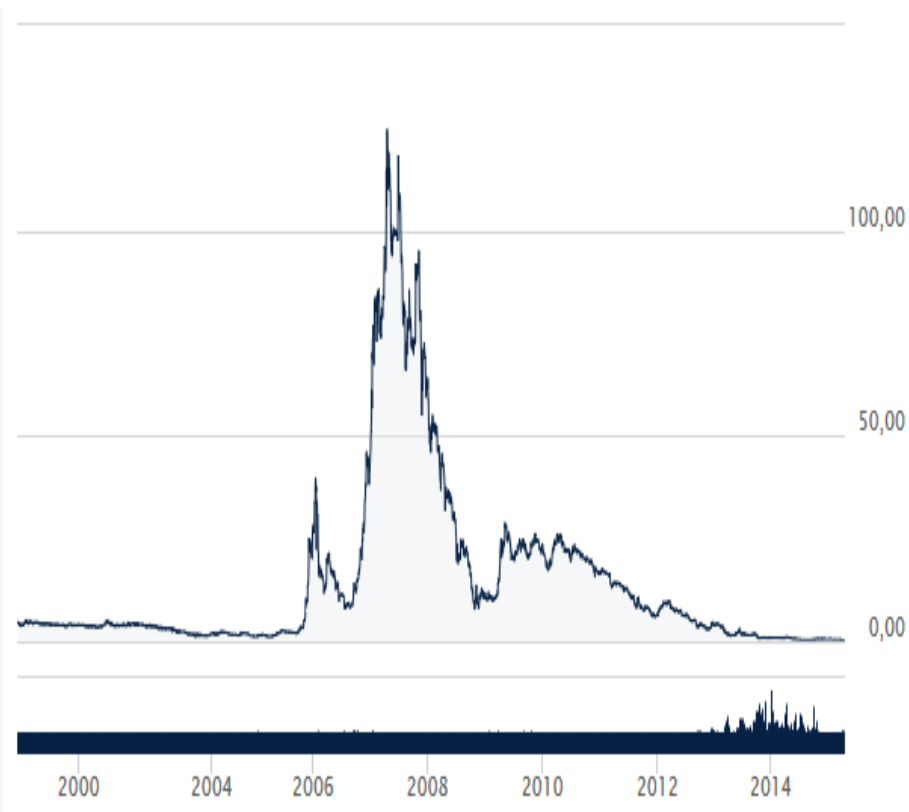
Nominalne stopy zwrotu	Średnia stopa zwrotu (roczna)	Zmienność (odchylenie standardowe)
Akcje (małe spółki)	16,2%	31,6%
Akcje (duże spółki)	11,9%	19,8%
Obligacje korporacyjne (długoterminowe)	6,3%	8,4%
Obligacje rządowe (długoterminowe)	5,9%	9,8%
Obligacje rządowe (średnioterminowe)	5,2%	5,6%
Bony skarbowe (30-dniowe)	3,4%	3,1%

Realne stopy zwrotu (skorygowane o inflację)	Średnia stopa zwrotu (roczna)
Akcje (małe spółki)	13,0%
Akcje (duże spółki)	8,8%
Obligacje korporacyjne (długoterminowe)	3,4%
Obligacje rządowe (długoterminowe)	3,1%
Obligacje rządowe (średnioterminowe)	2,3%
Bony skarbowe (30-dniowe)	0,5%



Inwestując w papiery wartościowe wybranego emitenta musimy liczyć się z możliwością pogorszenia jego kondycji finansowej, problemami z obsługą zobowiązań, a w skrajnym wypadku postawieniem spółki w stan upadłości.

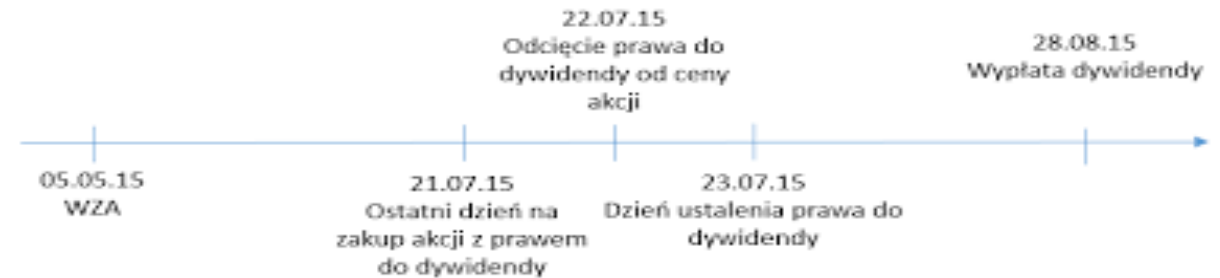
W przypadku obligacji takie ryzyko nazywamy **ryzykiem kredytowym**, odnoszącym się do sytuacji, w której emitent obligacji przestaje wypłacać obligatariuszom należne kupony odsetkowe i/lub nie dokonuje wykupu obligacji w terminie ich zapadalności. Akcjonariusze również narażeni są na pogorszenie kondycji finansowej emitenta. W ich przypadku jednak nie możemy mówić o ryzyku kredytowym, gdyż z posiadaniem akcji nie wiąże się powstanie wierzytelności. Ten fakt sprawia, że posiadacze akcji są w większym stopniu narażeni na ryzyko wystąpienia upadłości emitenta niż obligatariusze, ponieważ w przypadku ostatecznego podziału majątku upadłej spółki, znajdują się w kolejce za wszystkimi wierzycielami.



W wielkim skrócie przeprowadzenie postępowania upadłościowego polega na ustaleniu masy majątkowej upadłego przedsiębiorstwa, z której zaspokajani są wierzyciele. Pozostały majątek dzielony jest pomiędzy właścicieli spółki, czyli akcjonariuszy. Z uwagi na to, że głównymi przesłankami do ogłoszenia upadłości jest utrata zdolności do obsługi wymagalnych zobowiązań i/lub utrzymująca się nadwyżka zobowiązań nad wartością majątku firmy, akcjonariuszom zazwyczaj nie pozostaje już nic do podziału. Większość uczestników rynku akcyjnego bardzo dobrze o tym wie i w przypadku pojawienia się twardych sygnałów o możliwej niewypłacalności firmy reaguje silną wyprzedacją akcji. Podobnie było między innymi w przypadku spółki Gant Development, zlikwidowanej decyzją sądu w 2014 roku (wykres po lewej).

Z kolei w przypadku obligatariuszy, prawdopodobieństwo odzyskania części ich wierzytelności jest wyższe. Ponadto częstym działaniem mającym ochronić spółkę przed upadłością jest zawarcie układu z wierzycielami, na mocy którego zobowiązania są redukowane i rozkładane w czasie. Trzeba jednak pamiętać, że w skrajnych przypadkach i przy mocno zadłużonej spółce obligatariusze również mogą nie otrzymać żadnych środków z tytułu zakupionych uprzednio obligacji.

Podstawowym celem podejmowania inwestycji kapitałowych jest wypracowanie zysku z zaangażowanych środków finansowych. Zysk osiągniemy w sytuacji gdy suma przepływów z tytułu posiadanej inwestycji przewyższy dokonane nakłady powiększone o poniesione koszty. Przepływy z inwestycji w papiery wartościowe możemy podzielić na okresowe (w postaci odsetek, dywidend) oraz jednorazowe wynikające z zamknięcia inwestycji.



W przypadku instrumentów udziałowych, nabywca akcji może liczyć na **wypłatę dywidendy**, która stanowi całość lub część wypracowanego w danym okresie zysku, przypadającego proporcjonalnie na liczbę posiadanych akcji. Dywidenda nie jest jednak świadczeniem obligatoryjnym, a o jej wypłacie (oraz wysokości) w spółce akcyjnej decyduje Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (WZA). W przypadku podjęcia decyzji o podziale zysku pomiędzy akcjonariuszy, należy utrzymać własność akcji do dnia przyznania prawa do dywidendy. Krótko przed tym dniem następuje pomniejszenie ceny akcji o wartość brutto dywidendy przypadającej na jedną akcję (z uwagi na wypłatę zysku skutkującą uszczupleniem majątku firmy). Ostatnim elementem jest fizyczna wypłata uchwalonych środków akcjonariuszom. Cały proces, w przypadku każdej spółki wygląda tak samo jak ten zaprezentowany na schemacie powyżej. Podejście spółek, czyli tzw. polityka dywidendy jest z kolei bardzo różna. Możemy wskazać spółki, które przez lata regularnie wypłacają dywidendy, inne robią to rzadko lub w ogóle. Ostateczna decyzja zawsze zapada na WZA, w związku z czym w przypadku akcji nie możemy mówić nigdy o pewności wypłaty świadczeń (zwłaszcza, że dywidenda dystrybuowana jest z zysku, który w danym roku nie musi wystąpić).

Zupełnie inaczej jest w przypadku obligacji. Dokumenty emisyjne ściśle wskazują okresy **wypłaty kuponów odsetkowych** oraz wprost ich wysokość lub metodologię naliczania (w przypadku obligacji wypłacających zmienny kupon). Emitent obligacji zobowiązany jest wywiązywać się z terminów i wysokości płatności odsetkowych, jak również do zwrotu wartości nominalnej obligacji w tzw. dniu wykupu (przy założeniu utrzymania dobrej kondycji finansowej i zdolności do realizacji wymagalnych zobowiązań – ten zakres ryzyka został opisany na poprzedniej stronie). Wynika z tego, że w przypadku obligacji zdecydowanie łatwiej można oszacować przyszłe przepływy gotówkowe. Ponadto utrzymując obligację do terminu zapadalności możemy obliczyć także rentowność całej inwestycji przy danych warunkach rynkowych oraz założeniu braku materializacji ryzyka kredytowego emitenta. W przypadku akcji oszacowanie ostatecznego wyniku inwestycji jest niemożliwe z uwagi na niewiadomą w postaci ceny sprzedaży papieru wartościowego. W sprzyjających warunkach rynkowych może się jednak okazać, że zysk z utrzymywania akcji w portfelu wielokrotnie przewyższy korzyści finansowe generowane z obligacji.

PODSUMOWANIE

Instrument	Akcja	Obligacja
Definicja	Papier wartościowy reprezentujący udział w spółce, która go wyemitowała (w części kapitału zakładowego tej spółki)	Papier wartościowy reprezentujący dług emitenta wobec posiadacza obligacji
Emitent papieru wartościowego	Spółki akcyjne oraz spółki komandytowo-akcyjne	Instytucje międzynarodowe, rządy poszczególnych państw, jednostki samorządu terytorialnego, spółki posiadające osobowość prawną
Status posiadacza papieru wartościowego	Posiadacz akcji nazywany jest akcjonariuszem, będącym właścicielem / współwłaścicielem spółki (emitenta)	Posiadacz obligacji nazywany jest obligatariuszem, będącym wierzycielem spółki (emitenta)
Prawa posiadacza papieru wartościowego	Prawa majątkowe oraz korporacyjne (m.in.. prawo do dywidendy oraz partycypowania w majątku spółki w przypadku jej likwidacji, jak również prawo do udziału i głosowania w organach decyzyjnych spółki)	Prawo do otrzymania wartości nominalnej obligacji wraz z odsetkami (jeśli występują) w określonych terminach w przyszłości
Rodzaj płatności z tytułu posiadania papieru wartościowego	Akcjonariusz ma prawo do otrzymania dywidendy w przypadku podjęcia decyzji o podziale zysku wypracowanego w danym okresie	Obligatariusz ma prawo do otrzymania płatności kuponowych - odsetek (nie dotyczy obligacji zerokuponowych, wypłacających jedynie wartość nominalną obligacji w terminie jej wykupu)
Główne obszary ryzyka związane z inwestycją w papier wartościowy	Ryzyko rynkowe (zmienności cen papieru wartościowego), ryzyko specyficzne (związane z działalnością samego emitenta i jego kondycją finansową)	Ryzyko kredytowe (związane z kondycją finansową emitenta oraz zdolnością do terminowej obsługi zobowiązań), ryzyko stopy procentowej, ryzyko reinwestycji, ryzyko inflacji

W przygotowanym materiale zaprezentowaliśmy krótko podstawowe cechy akcji i obligacji jako dwóch głównych i powszechnie znanych grup papierów wartościowych. Szczególny nacisk położyliśmy na podkreślenie różnic pomiędzy obiema klasami, wynikających z poziomu ryzyka, zmienności, częstotliwości generowania przepływów pieniężnych oraz możliwego do uzyskania poziomu dochodowości. Przedstawiliśmy również sens ich kompleksowego wykorzystania w procesie budowy portfela inwestycyjnego.

Wskazane różnice pomiędzy akcjami i obligacjami wpływają na niedoskonałą korelację pomiędzy nimi, która w przypadku obligacji o wysokich ocenach ratingowych może być bardzo niska lub nawet ujemna. Ten fakt sprawia, że w naszych modelowych portfelach (z wyłączeniem strategii unikającej ryzyka) akcje i obligacje występują łącznie. Akcje pomimo historycznie wyższego ryzyka dają też potencjał do osiągnięcia zdecydowanie wyższych stóp zwrotu, podnosząc tym samym rentowność całego portfela inwestycyjnego. Ponadto są dobrym narzędziem czerpania korzyści w warunkach wzrostu gospodarczego i uzyskiwania dodatniej realnej stopy zwrotu w otoczeniu rosnącej inflacji. Obligacje emitowane przez podmioty o stabilnych fundamentach pozwalają osiągać systematyczne stopy zwrotu w dłuższych okresach czasu oraz zabezpieczają portfel, ograniczając jego całkowitą zmienność w momentach silnego wzrostu awersji do ryzyka. Obligacje wysokodochodowe oraz te emitowane przez podmioty z rynków wschodzących dają szansę na osiągnięcie wyższej dochodowości lecz kosztem dodatkowego ryzyka przy silnej korelacji z rynkami akcji.

Widzimy zatem, że obie klasy spełniają odpowiednie role w procesie budowy portfela, a ich wspólne wykorzystanie może dawać inwestorowi korzyści płynące z dywersyfikacji. Należy jednak pamiętać aby w zależności od posiadanego profilu inwestycyjnego i skłonności do podejmowania ryzyka stosować właściwe proporcje w doborze akcji i obligacji do portfela. Równie ważne jest unikanie pozornej dywersyfikacji będącej wynikiem łączenia instrumentów o wysokiej wzajemnej korelacji oraz wykorzystanie mechanizmów alokacji taktycznej w celu uwzględnienia bieżących warunków panujących na rynku kapitałowym.

Przed przystąpieniem przez Państwa do analizy materiału przygotowanego przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. informujemy, że:

Niniejszy komentarz został sporządzony przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. (dalej Bank). Sporządzanie i udostępnianie komentarzy rynkowych nie stanowi działalności maklerskiej w rozumieniu art. 69 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Niniejszy materiał i wszelkie prezentowane w nim dane, informacje, komentarze, opinie i prognozy zostały przygotowane przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. i wydane jedynie w celach informacyjnych. Nie jest to oferta ani zachęta do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Komentarz został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, z zastrzeżeniem, że Bank nie jest uprawniony do oceny wiarygodności lub rzetelności danych, na podstawie, których komentarz został sporządzony. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w komentarzu mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Komentarz ani informacje zawarte w komentarzu nie mogą być rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Opinie oraz wnioski zawarte w niniejszym komentarzu ważne są na dzień jego opublikowania. Informacje podane w komentarzach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Komentarze Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Klient podejmując decyzję o zakupie lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych powinien wziąć pod uwagę fakt występowania ryzyka, które wiąże się z podjęciem decyzji inwestycyjnej, a w szczególności możliwość zmiany ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem tej decyzji wbrew oczekiwaniom Klienta i w związku z tym nie uzyskania założonych przez Klienta zysków, a nawet utraty zainwestowanego kapitału. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Produkty inwestycyjne są dostępne wyłącznie dla posiadaczy rachunku bankowego w Banku.

Produkty ubezpieczeniowe z elementem inwestycyjnym i oszczędnościowym są dostępne wyłącznie dla posiadaczy rachunku bankowego w Banku, a wybrane produkty także dla posiadaczy głównej karty kredytowej Citibank. Nabywane przez Klienta za pośrednictwem Banku produkty ubezpieczeniowe, produkty inwestycyjne, w tym fundusze inwestycyjne, nie są depozytem, zobowiązaniem ani nie są gwarantowane przez Bank, ani żaden z podmiotów zależnych od i powiązanych z Citigroup, z wyłączeniem produktów inwestycyjnych, gdzie emitentem jest Bank albo podmiot powiązany z Citigroup. W przypadku produktów inwestycyjnych ochrona kapitału i/lub gwarancja odsetek, jeśli dotyczy, są zobowiązaniem emitenta produktu inwestycyjnego. Znajdujące się w ofercie Banku produkty inwestycyjne oraz produkty ubezpieczeniowe nie są gwarantowane przez Skarb Państwa, Bankowy Fundusz Gwarancyjny (z wyjątkiem należności z certyfikatów depozytowych oraz inwestycji dwuwalutowej objętych obowiązkowym systemem gwarantowania środków pieniężnych stosownie do treści ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji), ani jakiegokolwiek inne instytucje rządowe. Produkty inwestycyjne są obciążone ryzykiem inwestycyjnym włącznie z możliwością utraty zainwestowanego kapitału. Klient podejmując decyzję o zakupie lub sprzedaży produktu inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego z elementem inwestycyjnym powinien wziąć pod uwagę fakt występowania ryzyka, które wiąże się z podjęciem decyzji inwestycyjnej, a w szczególności możliwości zmiany ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem tej decyzji, wbrew oczekiwaniom Klienta i w związku z tym nieuzyskania założonych przez Klienta zysków.

Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Produkty ubezpieczeniowe z elementem inwestycyjnym są obciążone ryzykiem inwestycyjnym włącznie z możliwością utraty części zainwestowanego kapitału. Wierzytelności z umowy ubezpieczenia są zabezpieczone przez Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny w zakresie określonym przez Ustawę o Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym. Oznacza to, że gdy Ubezpieczyciel stanie się niewypłacalny w przypadkach określonych przez Ustawę o UFG, Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny zaspokoi w części roszczenia osób uprawnionych z Umów ubezpieczenia na życie, w wysokości 50% wierzytelności, do kwoty nie większej niż równowartość 30 000 EUR w złotych.

Dotychczasowe wyniki produktów inwestycyjnych, portfeli inwestycyjnych, indeksów giełdowych, kursów walutowych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, od których zależy rentowność inwestycji, nie stanowią gwarancji ich przyszłych wyników. Podejmując decyzje inwestycyjne w Banku lub w innej instytucji Klienci powinni wziąć pod uwagę koncentrację aktywów. Koncentracja aktywów oznacza duży udział produktu inwestycyjnego danego podmiotu lub emitenta, bądź danej klasy aktywów w portfelu inwestycyjnym. Nie jest możliwe dokładne wskazanie konkretnego poziomu lub maksymalnego udziału procentowego poszczególnych produktów inwestycyjnych lub klas aktywów odpowiednich dla każdego Klienta. Koncentracja aktywów może generować większe ryzyko niż zdywersyfikowane podejście do instrumentów finansowych i ich emitentów. Klient powinien dążyć do dywersyfikacji polegającej na odpowiednim zróżnicowaniu portfela instrumentów finansowych celem zmniejszenia globalnego poziomu ryzyka.

Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Komentarz nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości.

Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Autor niniejszego opracowania zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. W niniejszej publikacji, w miejscach gdzie wykresy lub tabele wskazują, że osoba trzecia (strony) jest źródłem, należy pamiętać, że prezentowane za ich pomocą informacje mogą odnosić się do nieprzetworzonych danych otrzymanych od tych podmiotów. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Niniejszy materiał odzwierciedla opinie i wiedzę jego autorów na dzień sporządzenia materiału. Dodatkowych informacji udziela Biuro Doradztwa Inwestycyjnego Banku. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.