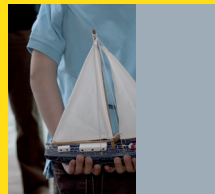


# VademeCUM Ubezpieczeń Inwestycyjnych



lipiec 2008

Szanowni Państwo,

w drugim kwartale na polskim rynku finansowym ponownie dominowały czynniki globalne głównie o charakterze emocjonalnym. Wbrew bardzo dobrej obecnej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej Polski nastroje na giełdzie warszawskiej były bardzo złe.

Kolejne nie najlepsze informacje o spowolnieniu gospodarczym i gorszych nastrojach konsumentów oraz przedsiębiorców w USA i innych krajach rozwiniętych, mimo że nie miały praktycznie wpływu na Polską gospodarkę, powodowały kolejne fale umorzeń w funduszach inwestycyjnych. Miało to wpływ na spadki cen akcji notowanych na giełdzie warszawskiej.

Paradoksalnie reakcja naszej giełdy na pogorszenie się sytuacji gospodarczej w innych regionach świata była częstokroć mocniejsza niż odpowiednia reakcja giełd lokalnych. Po raz kolejny zanotowaliśmy znaczący kwartalny spadek wartości polskich indeksów giełdowych – indeks WIG stracił ponad 14 proc. w drugim kwartale. Spadki zaobserwowaliśmy również na rynku obligacji – indeks obligacji stracił blisko 1 proc. w ciągu kwartału. Tylko instrumenty rynku pieniężnego przyniosły zyski w tym okresie, zarabiając około 1,5 proc. w kwartale.

Miniony kwartał dość boleśnie przypomniał nam o drugiej stronie zysków inwestycyjnych, a mianowicie o ryzyku inwestycyjnym, czyli o możliwości krótkoterminowych, czasami gwałtownych, spadków cen akcji. Należy jednak pamiętać, że nagrodą za podjęcie tego ryzyka są wysokie długoterminowe zyski, czego przykładem są wyniki funduszy z dużym udziałem akcji w horyzoncie trzech czy pięciu lat.

Z wyrazami szacunku

Zygmunt Kostkiewicz – pierwszy Wiceprezes Zarządu

Marek Przybylski – Prezes Zarządu

## 1 Sytuacja makroekonomiczna Polski w II kwartale 2008 roku

### Wzrost gospodarczy na wysokim poziomie

Dane na temat wzrostu Produktu Krajowego Brutto (PKB) za pierwszy kwartał okazały się nieznacznie lepsze od oczekiwanych – wzrost ten wyniósł 6,1 proc. Podobnie jak w poprzednich kwartałach jego głównym motorem była konsumpcja prywatna oraz inwestycje, które wzrosły odpowiednio 5,6 proc. oraz 15,7 proc. w ciągu roku. Wkład eksportu netto do wzrostu był negatywny.

Dane, które ukazały się do tej pory, sugerują, że wzrost gospodarczy, który nieco zwolnił w drugim kwartale, nadal będzie na wysokim poziomie. Pomimo zapowiadającej się dobrej pierwszej połowy roku wskaźniki wyprzedzające koniunktury wskazują na spowolnienie w trzecim i czwartym kwartale. Szacujemy, że w całym 2008 roku wzrost Produktu Krajowego Brutto będzie wolniejszy niż w 2007 roku i wyniesie około 5,2 proc.

### Wzrost inflacji

W kwietniu inflacja utrzymała się jeszcze na poziomie zbliżonym do poziomu z pierwszego kwartału, jednak maj przyniósł wyraźne przy-

spieszenie do 4,4 proc. głównie za sprawą rosnących cen paliw, żywności oraz nośników energii. Wyraźnie również rośnie presja inflacyjna w sektorze przedsiębiorstw. W najbliższych miesiącach oczekujemy kolejnych wzrostów inflacji do poziomu ponad 5 proc. w sierpniu, a następnie spadku do poziomu 4,2 proc. na koniec roku. Presja inflacyjna pozostaje nadal silna. W 2009 roku wskaźnik inflacji będzie utrzymywał się powyżej górnej granicy celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego (NBP) – tj. 3,5 proc. i wróci do niego, zgodnie z najnowszą projekcją inflacji, nie wcześniej niż w 2010 roku.

### Spadek bezrobocia

Stopa bezrobocia nadal szybko spada. Wstępne szacunki według danych pochodzących z Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej pokazują, że w czerwcu osiągnęła ona poziom 9,6 proc. Zharmonizowane miary Unii Europejskiej wskazują, że w maju tego roku stopa bezrobocia spadła do poziomu 7,6 proc., a więc niewiele odbiegającego od przeciętnej w całej Unii. Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw nadal utrzymuje się na wysokim poziomie i wynosi ponad 10 proc. rocznie. Tempo spadku bezrobocia jest co prawda niższe, niż było w 2007 roku, jednak ciągle utrzymuje się wysoka dynamika spadku. Oczekujemy, że na koniec roku osiągnie ono poziom 9,4 proc.

## Podwyżka stóp procentowych

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) po serii podwyżek w pierwszym kwartale zrobiła przerwę w kwietniu oraz maju. Zdecydowała o podniesieniu referencyjnej stopy procentowej po raz kolejny dopiero w czerwcu, do poziomu 6 proc. Po podwyżce stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny (ECB), najnowszej projekcji inflacji oraz danych płynących ze strefy realnej zmienił się wydzźwięk wypowiedzi członków RPP. Pojawia się coraz więcej komentarzy, że stopy procentowe, będące na obecnych poziomach, mogą być niewystarczające, aby szybko sprowadzić inflację do celu NBP. Oczekujemy, że jeszcze w tym roku stopa referencyjna wzrośnie do poziomu 6,25 proc.

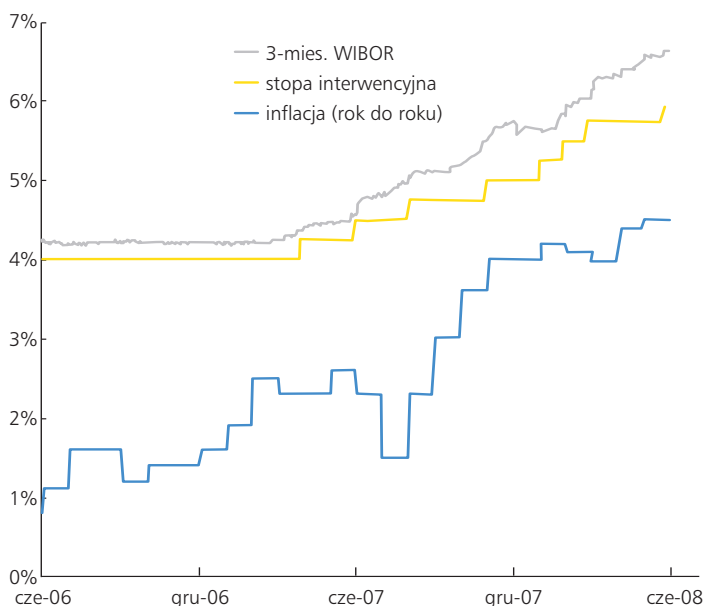
## 2 Rynek papierów dłużnych w II kwartale 2008 roku

### Wymagający okres dla inwestorów

Drugi kwartał 2008 roku był bardzo wymagającym okresem dla inwestujących na światowych rynkach dłużnych. Pomimo pewnego uspokojenia się sytuacji na rynkach finansowych jest jeszcze za wcześnie, by ogłosić koniec kryzysu rozpoczętego na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych. Potwierdzają to wciąż pojawiające się informacje o problemach wielu międzynarodowych instytucji finansowych. Obawom o globalne spowolnienie gospodarcze towarzyszy rosnąca na całym świecie inflacja, napędzana przede wszystkim cenami surowców. Rekordowe ceny żywności oraz ropy naftowej przyczyniły się do istotnej zmiany nastawienia banków centralnych na całym świecie. Zarówno władze Europejskiego Banku Centralnego, jak i amerykańskiej Rezerwy Federalnej (FED) mocno zasygnalizowały zamiar przeciwdziałania rosnącym oczekiwaniom inflacyjnym i zapowiedziały bardziej restrykcyjne nastawienie w polityce monetarnej. Bezpośrednim skutkiem tych zapowiedzi była przecena instrumentów dłużnych na rynkach bazowych.

Polski rynek długu nie pozostał obojętny na taki rozwój wypadków i również odnotował znaczące spadki w drugim kwartale br. Do dalszej negatywnej presji na ceny polskich obligacji przyczyniło się zmniejszenie zaangażowania inwestorów zagranicznych w krajowe instrumenty, a także dalszy odpływ środków z polskich funduszy inwestycyjnych.

### Inflacja i stopy procentowe



## Perspektywy

Eksplzja obaw inflacyjnych na świecie stała się faktem, jednak dopiero w najbliższej przyszłości okaże się, na ile obawy te są uzasadnione. Jeśli ceny surowców będą dalej rosły w tak szybkim tempie jak dotychczas, możemy obserwować utrzymywanie się inflacji przez dłuższy czas na wysokim poziomie. Rosnące oczekiwania inflacyjne mogą okazać się zagrożeniem dla wielu gospodarek, w szczególności tych zaliczanych do rynków wschodzących. W tej sytuacji banki centralne będą zmuszone do zdecydowanych podwyżek stóp procentowych, co będzie niewątpliwie negatywnie oddziaływać na ceny instrumentów dłużnych.

Alternatywny scenariusz zakłada jednak, iż obecne oczekiwania inflacyjne są nieuzasadnione, zważywszy na spodziewane spowolnienie gospodarcze. Jeżeli ceny surowców wyhamują w najbliższym czasie, a pogorszenie koniunktury stanie się faktem, zacieśnianie polityki monetarnej nie powinno być głębokie.

Te same scenariusze dotyczą również rynku polskiego. Z jednej strony argumentem za dalszymi podwyżkami będzie rosnąca inflacja, która osiągnie szczyt w sierpniu. Z drugiej strony w najbliższym czasie szczególne znaczenie będą miały dane o tempie wzrostu gospodarczego w Polsce i w strefie euro. Jeśli spowolnienie tego tempa stanie się faktem, może to dać poważny argument przeciwnikom podwyżek stóp procentowych w RPP. Oznaczałoby to, że jesteśmy blisko końca cyklu podwyżek. Ta perspektywa powinna z pewnością pozytywnie oddziaływać na polski rynek długu w średnim terminie.

## 3 Polski rynek akcji i rynki międzynarodowe w II kwartale 2008 roku

### Zmienna sytuacja na rynku akcji

Drugi kwartał 2008 roku był kolejnym, już czwartym z rzędu, spadkowym kwartałem na polskiej giełdzie. Główny indeks naszej giełdy stracił przez ostatnie trzy miesiące 14,3 proc. Nieco lepiej od szerokiego rynku radziły sobie największe spółki – indeks WIG20 spadł o 13,1 proc. Zdecydowanie najsłabszym segmentem rynku były spółki małe i średnie. Te pierwsze reprezentowane przez indeks sWIG80 utraciły 19,3 proc., a indeks tych drugich – mWIG40 – spadł aż o 21,2 proc. Pierwsze półrocze 2008 roku zakończone spadkiem WIG o 26 proc. było najgorszym półroczem giełdowym od 1994 roku.

Pierwsze dwa miesiące kwartału nie zapowiadały aż tak głębokiej przeceny. W kwietniu rynek stracił niecałe 3 proc., a w maju pozostał na niemal niezmiennym poziomie. W czerwcu nastąpił jednak bardzo silny odwrót od inwestycji w akcje. Indeks WIG stracił ponad 11,5 proc.

Wśród wewnętrznych czynników negatywnie wpływających na akcje należy wymienić słabsze od oczekiwanych dane o wzroście produkcji przemysłowej, co może oznaczać, że globalne trendy spowolnienia wzrostu gospodarczego docierają także do Polski. Nie bez znaczenia dla zachowania się warszawskiej giełdy było przyspieszenie odpływu środków z funduszy inwestycyjnych. O ile w kwietniu i maju nie widzieliśmy gwałtownych umorzeń, o tyle w czerwcu klienci wycofali z funduszy akcyjnych, zrównoważonych i stabilnego wzrostu ponad 2,5 mld złotych. W drugim kwartale miała miejsce pierwsza po kilku latach prywatyzacja. Chociaż Skarbowi Państwa udało się sprzedać oferowane akcje Zakładów Azotowych Tarnów, debiutu spółki na GPW nie można zaliczyć do udanych.

## Najsilniejsze i najłabsze spółki

Wśród sektorów, reprezentowanych na warszawskiej giełdzie, w drugim kwartale najmocniejsze okazały się: uznawana za bezpieczną w trudnych czasach telekomunikacja (WIG Telekom spadł o 2,3 proc.) oraz banki (spadek indeksu WIG Banki o 9,4 proc.), które odreagowały po przecenie z początku roku. Na drugim biegunie znalazły się spółki deweloperskie (-26,5 proc.), które muszą stawiać czoło słabnącemu rynkowi nieruchomości. Szczególnie mocno odbija się to na firmach skupionych na segmencie mieszkaniowym, które nie są w stanie realizować prognoz sprzedaży. Po bardzo dobrym zachowaniu w pierwszym kwartale silna korekta dotknęła branżę budowlaną (-22%) oraz informatyczną (-20,9%). W przypadku spółek z pierwszej grupy przyczyną spadków mogą być rosnące stopy procentowe, które dla tych wysoko zadłużonych podmiotów oznaczają rosnące koszty finansowe. Warto też pamiętać, że duża część kontraktów budowlanych denominowana jest w euro, co wobec kolejnej fali umocnienia złotego może mieć negatywny wpływ na spółki budowlane. Pozyskiwanie nowych kontraktów oznacza też często konieczność dokapitalizowania przedsiębiorstwa, a w obecnej sytuacji giełdowej uplasowanie nowej emisji akcji nie jest łatwe.

Publikacja wyników kwartału przyniosła niejasny obraz kondycji spółek. Lepsze niż oczekiwane okazały się być wyniki dużych spółek, szczególnie banków i KGHM, oraz spółek paliwowych. Znacznie słabiej wygląda sytuacja w segmencie spółek średnich i małych. Najsłabiej wypadają nadal eksporterzy, którym bardzo szkodzi silny złoty. Nie najlepiej radzą sobie także spółki przemysłowe, które są najbardziej narażone na wzrost kosztów surowców oraz wzrosty płac.

## Sytuacja na rynkach międzynarodowych

W drugim kwartale bieżącego roku byliśmy świadkami kilkuprocentowych spadków na giełdach światowych (liczonych w walutach lokalnych) oraz ciągłej aprecjacji złotego. Jest to kolejny kwartał, w którym silnie rosnący kurs złotego negatywnie wpływa na zagraniczne aktywa polskich inwestorów. Złoty umocnił się najsilniej wobec jena – o 10 proc.

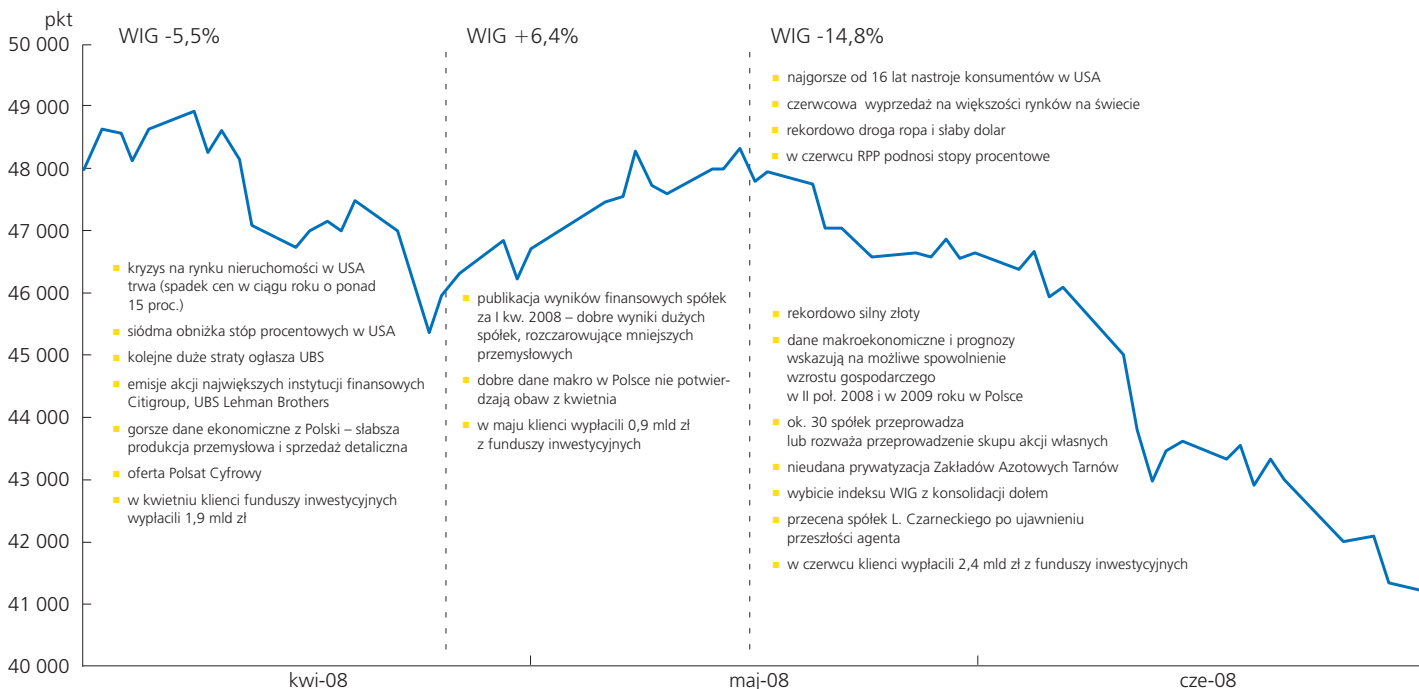
i stosunkowo równo wobec pozostałych znaczących walut światowych: o 5 proc. wobec dolara amerykańskiego i euro oraz o 4,5 proc. wobec funta. Spośród rynków zagranicznych najlepiej zachował się indeks japoński Nikkei 225, który wzrósł o 7,6 proc. (w jenach), natomiast skutek spadku kursu jena stracił 3,3 proc. w PLN. Indeksy europejskie zanotowały umiarkowane spadki liczone w PLN: brytyjski FT-SE 100 spadł o 5,8 proc., niemiecki DAX 6,6 proc., a indeks największych spółek europejskich DJStoxx 50 spadł o 8,4 proc. Podobnie szeroki indeks rynku światowego MSCI World spadł o 7,3 proc. w PLN. Wskaźniki makroekonomiczne na całym świecie nie wspierają tezy o szybkim odwróceniu trendów w gospodarkach. Na świecie odnotowuje się wysoki poziom inflacji napędzany przez wzrost cen ropy oraz surowców rolnych. W obecnej sytuacji wyceny spółek spadły jednakże do atrakcyjnych poziomów, więc rosną szanse na odbicie kursów.

## Perspektywy

Za nami prawie rok spadków. Od szczytu, liczonego na zamknięcie sesji w dniu 6 lipca 2007 roku, do końca czerwca br. indeks WIG spadł już o 39 proc. Po silnych spadkach z początku roku 2008 przez większość drugiego kwartału giełda znajdowała się w kilkumiesięcznym trendzie bocznym, co stwarzało nadzieję na wyczerpanie trendu spadkowego. Wylamując się z trendu bocznego dołem, indeks WIG niestety zanegował szanse na „uklepanie dna”.

Zastanawiając się nad perspektywami dla polskiej giełdy, niestety nie można abstrahować od sytuacji globalnej, a przede wszystkim kryzysu kredytowego w USA. Wraz z upływem czasu rynki znalazły się w momencie, w którym należałoby dyskutować oczekiwaną poprawę sytuacji ekonomicznej w USA na skutek agresywnych działań amerykańskiego banku centralnego FED (seria obniżek stóp) oraz pomocy administracji Busha dla „amerykańskiego konsumenta” i instytucji finansowych. Niestety wśród inwestorów narastają obawy o najgorszy dla nich scenariusz stagflacji. Ogólnoswiatowa inflacja wywołana wysokimi cenami surowców, a zwłaszcza ropy naftowej, może bowiem zmusić banki centralne – w szczególności FED – do

## Indeks WIG w II kwartale 2008 roku



podwyżek stóp i w konsekwencji zatrzymać słabnący wzrost gospodarczy na świecie. Takie scenariusze powodują wzrost awersji do ryzyka i niestety dekonstrukcję na rynkach akcyjnych.

Sytuacji na giełdzie w Warszawie nie pomagają dodatkowo obawy o wyniki polskich spółek oraz brak kapitału. Wyniki pierwszego kwartału pokazały, iż o ile największe spółki (banki, spółki surowcowe, telekomunikacja) radzą sobie relatywnie dobrze, to mniejsze spółki przemysłowe nie są w stanie utrzymać wysokich marż i dynamiki zysków. Przeszkodą są rosnące koszty pracy, surowców, kredytu, a także silny złoty. Kolejnym problemem polskiej giełdy jest brak nowego kapitału. Klienci funduszy inwestycyjnych systematycznie co miesiąc wypłacają środki w obawie przed kolejnymi stratami, co potęguje spadki. Od początku roku wypłacili już netto ok. 19,3 mld zł, a więc ok. 2/3 dodatniego salda z rekordowego 2007 roku. Silny złoty powstrzymuje przed inwestycjami inwestorów zagranicznych. Ponownie więc jedynym segmentem, który „stać” na selektywne zakupy akcji, pozostają fundusze emerytalne.

Wreszcie przy ciągle relatywnie dobrej sytuacji ekonomicznej Polska również stoi przed widmem inflacji. Kolejne podwyżki stóp procentowych przez RPP nie dość, iż negatywnie mogą wpływać na wyniki finansowe i wyceny spółek, to jeszcze zwiększają relatywną atrakcyjność depozytów, odciągając kapitał z giełdy.

Paradoksalnie jednak w tym niezbyt optymistycznym obrazie można doszukać się pozytywnych sygnałów. Kluczowe bowiem dla podejmowania decyzji inwestycyjnych są ceny akcji, a te z punktu widzenia inwestora długoterminowego wydają się atrakcyjne. Świadczą o tym również działania samych spółek. Około trzydzieści z nich już ogłosiło skup akcji własnych lub zastanawia się nad jego przeprowadzeniem. Aktywniejszy stał się też rynek przejęć, gdzie jedne spółki kupują akcje innych podmiotów bądź to uzupełniając, bądź dywersyfikując swój łańcuch wartości. Na skutek spadku kursów atrakcyjne wydają się również stopy dywidendy, które nierzadko wahają się między 4 proc. a 7 proc.

Wydaje się, iż przed nami jeszcze okres dużej nerwowości. Inwestorzy z niepokojem będą śledzić dane o wzroście gospodarczym i inflacji w kluczowych gospodarkach światowych oraz w Polsce, a także o problemach instytucji finansowych w USA i ewentualnym powtórzeniu się tego scenariusza w innych krajach. Aktualne ceny akcji uwzględniają zakładane negatywne scenariusze. Gdyby jednak – na skutek wielu podjętych działań – doszło do poprawy sytuacji na rynku amerykańskim, odreagowanie na rynkach finansowych będzie szybkie.

## 4 Wyniki ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych CU Życie w II kwartale 2008 roku

Drugi kwartał był trudnym okresem dla klientów funduszy z istotnym udziałem akcji – przyniosły one kilku- lub kilkunastoprocentowe straty. Również fundusze stabilnego wzrostu zanotowały ujemne stopy zwrotu: na spadki cen akcji nałożyły się spadki cen obligacji, co mimo wzrostu wartości instrumentów rynku pieniężnego dało w sumie ujemną zmianę cen jednostek funduszy w tym okresie.

Pomimo znaczących spadków wartości jednostek funduszy z udziałem akcji w ostatnich kwartałach w horyzoncie kilkuletnim nadal pozostają one najbardziej rentownymi inwestycjami, przynosząc tym wyższe zyski, im wyższy jest udział akcji w ich portfelach inwestycyjnych.

## Stopy zwrotu funduszy CU Życie na 30 czerwca 2008 r.

fundusz	3 miesiące	1 rok	3 lata	5 lat	10 lat
Pieniężny	0,73%	3,36%	9,58%	-	-
Gwarantowany	0,79%	4,28%	15,77%	28,28%	127,69%
Gwarantowany Plus <sup>1,2</sup>	0,87%	4,15%	14,41%	24,55%	-
Stabilnego Wzrostu <sup>3</sup>	-2,76%	-6,49%	8,57%	26,12%	151,20%
Zrównoważony <sup>4</sup>	-7,38%	-19,76%	23,06%	68,92%	205,76%
Eurozrównoważony	-4,00%	-18,23%	-7,45%	-	-
Międzynarodowy	-8,13%	-33,89%	-10,39%	14,74%	25,85%
CU-Fundusz Akcji	-13,30%	-37,29%	41,50%	150,98%	-
Dynamiczny	-13,34%	-37,48%	40,94%	175,61%	-
WIG	-14,30%	-37,73%	45,23%	157,37%	161,60%
Inflacja	1,2%	4,5%	8,4%	14,8%	46,0%

<sup>1</sup> stopy zwrotu Funduszu Gwarantowanego Plus uwzględniają nieodpłatnie przyznawane jednostki Funduszu Premiowego

<sup>2</sup> do 31.12.2003 Fundusz Optymalny

<sup>3</sup> do 31.12.2003 Fundusz Strategiczny

<sup>4</sup> do 31.12.2003 Fundusz Aktywny

### Grupa funduszy bezpiecznych

W drugim kwartale stopa zwrotu Funduszu Gwarantowanego wyniosła 0,79 proc., co w skali rocznej daje 3,20 proc., a stopa zwrotu Funduszu Gwarantowanego Plus wyniosła 0,87 proc.\*, co w skali rocznej oznacza 3,51 proc. Wyniki te zostały osiągnięte w okresie spadających wartości akcji i zwiększania stóp procentowych, które obniżyło osiągnięte zwroty z długoterminowego portfela dłużnego.

Dekoniunktura na rynku obligacji dotknęła także Fundusz Pieniężny. Jego zaangażowanie w tę klasę aktywów jest wprawdzie niewielkie – około 9 proc., ale skala spadków była na tyle duża, że znalazła swoje odzwierciedlenie w wynikach. Stopa zwrotu Funduszu Pieniężnego za drugi kwartał wyniosła 0,73 proc.

\* z uwzględnieniem nieodpłatnie przyznawanych jednostek Funduszu Premiowego

### Grupa funduszy stabilnego wzrostu

Początek drugiego kwartału przyniósł wyraźną, ale nietrwałą poprawę sytuacji na rynkach finansowych. Przyczyną pogorszenia rynkowego nastroju były dane makroekonomiczne świadczące już nie tylko o coraz gorszej kondycji gospodarki amerykańskiej, ale również o rosnącym ryzyku recesji w Europie. Silne spowolnienie gospodarcze w połączeniu z utrzymującą się presją inflacyjną stanowią wyjątkowo niekorzystne otoczenie makroekonomiczne zarówno dla akcji, jak i obligacji.

W tak trudnych warunkach rynkowych najbardziej straciły te fundusze, które posiadały zaangażowanie na rynku akcji. Jednostka Funduszu Stabilnego Wzrostu spadła w drugim kwartale o 2,76 proc. Rosnąca inflacja oraz odpływ zagranicznego kapitału nie pozwoliły na trwałą poprawę koniunktury na krajowym rynku papierów dłużnych. Katalizatorem spadków okazały się umorzenia z funduszy inwestycyjnych, które wymuszały na zarządzających wyprzedzić akcje i obligacje.

### Grupa funduszy zrównoważonych i akcji

Drugi kwartał przyniósł kontynuację negatywnych trendów na GPW. Fundusze inwestujące w akcje nie mogą więc w dalszym ciągu pochwalić się pozytywnymi stopami zwrotu za ten okres.

Fundusz Zrównoważony stracił 7,4 proc., uzyskując lepszy wynik od średniej w grupie funduszy porównywalnych. Jednostka Funduszu Eurozrównoważonego spadła o 4 proc. Około połowy aktywów funduszu inwestowanych jest w akcje spółek europejskich, pozostała część

w europejskie instrumenty dłużne. W przeciwieństwie do pierwszego kwartału giełdy europejskie zachowały się wyraźnie lepiej niż giełda w Warszawie. Indeks akcji niemieckich spadł o 1,8 proc., angielskich o 1,3 proc., a giełdy francuskiej o 5,8 proc., licząc w walucie lokalnej. Ponownie dla wyników funduszu kluczowe okazały się zmiany walutowe.

Jednostki Funduszu Dynamicznego i Funduszu CU-Akcji spadły w drugim kwartale o 13,3 proc., a więc o 1 pkt proc. mniej niż indeks WIG, co pozwoliło zająć im miejsce w połowie stawki w grupie funduszy porównywalnych.

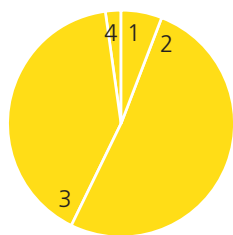
Wydaje się jednak, iż coraz atrakcyjniejsze ceny przy stosunkowo dobrych warunkach makroekonomicznych i relatywnie niezłych wynikach finansowych spółek czynią z akcji potencjalnie atrakcyjną inwestycję w dłuższej perspektywie. Dla wyników naszych funduszy duże znaczenie pozytywne miała dokonana w drugiej połowie ubiegłego roku przebudowa portfela prowadząca do przeważenia spółek dużych (tzw. blue chips) kosztem spółek małych i średnich.

W zakresie selekcji akcji szczególnie pozytywnie na wyniki wpłynęły: właściwy wybór spółek chemicznych (przeważenie Polic, Nepentes, niedoważenie Biotonu, Boryszewa, Synthos), deweloperskich (niedoważenie Echa, Dom Development, przeważenie GTC), relatywnie duży udział akcji KGHM i TP SA oraz niedoważenie PGNiG i Lotosu. Negatywnie do wyników funduszy kontrybuowały inwestycje w średnie i mniejsze spółki przemysłowe (Inter Groclin, Cersanit, Barlinek, Decora, Jutrzenka, Wawel, Agora i TVN).

W drugim kwartale wartość jednostki Funduszu Międzynarodowego obniżyła się o 7,6 proc. i zachowała się nieznacznie gorzej niż indeks MSCI World. Na wynik negatywnie wpłynęła inwestycja w akcje polskie (ok. 30 proc. portfela) – indeks WIG zachował się gorzej od reszty świata. Część międzynarodowa Funduszu zachowała się nieznacznie lepiej niż indeks giełd światowych MSCI World. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na wynik funduszu była redukcja zaangażowania w akcje zagraniczne w trakcie majowych szczytów.

### Fundusz Gwarantowany

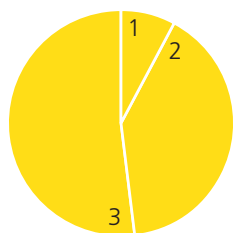
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. akcje	5,95%
2. obligacje <sup>1</sup>	51,43%
3. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	40,41%
4. jednostki funduszu nieruchomości	2,21%

### Fundusz Gwarantowany Plus

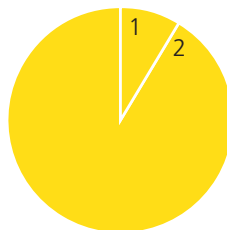
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. akcje	7,86%
2. obligacje <sup>1</sup>	40,31%
3. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	51,83%

### Fundusz Pieniężny

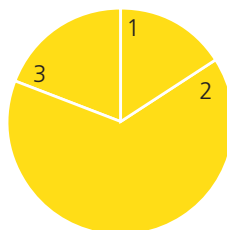
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. obligacje <sup>1</sup>	8,83%
2. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	91,17%

### Fundusz Stabilnego Wzrostu

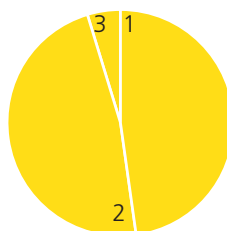
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. akcje	15,95%
2. obligacje <sup>1</sup>	65,04%
3. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	19,01%

### Fundusz Zrównoważony

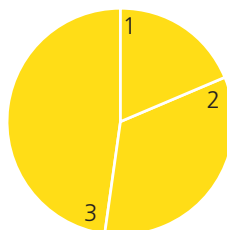
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. akcje	47,85%
2. obligacje <sup>1</sup>	47,55%
3. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	4,60%

### Fundusz Eurozrównoważony

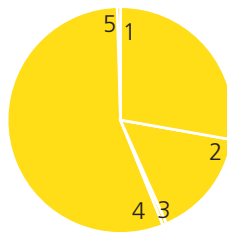
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	18,63%
2. akcje europejskie	33,69%
3. europejskie instrumenty dłużne	47,68%

### Fundusz Międzynarodowy

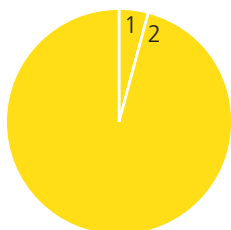
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. akcje polskie	27,80%
2. obligacje <sup>1</sup>	15,59%
3. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	0,63%
4. akcje zagraniczne	55,94%
5. zagraniczne instrumenty dłużne	0,04%

## CU-Fundusz Akcji

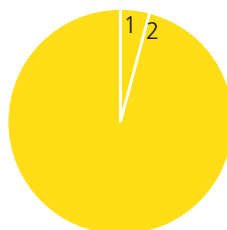
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	4,01%
2. akcje	95,99%
banki	28,78%
metalowy	10,04%
paliwowy	10,03%
telekomunikacja	7,04%
budowlany	5,85%
media	5,07%
informatyka	4,40%
deweloperzy	3,94%
chemia	3,79%
handel detaliczny	3,51%
inne	13,53%

## Fundusz Dynamiczny

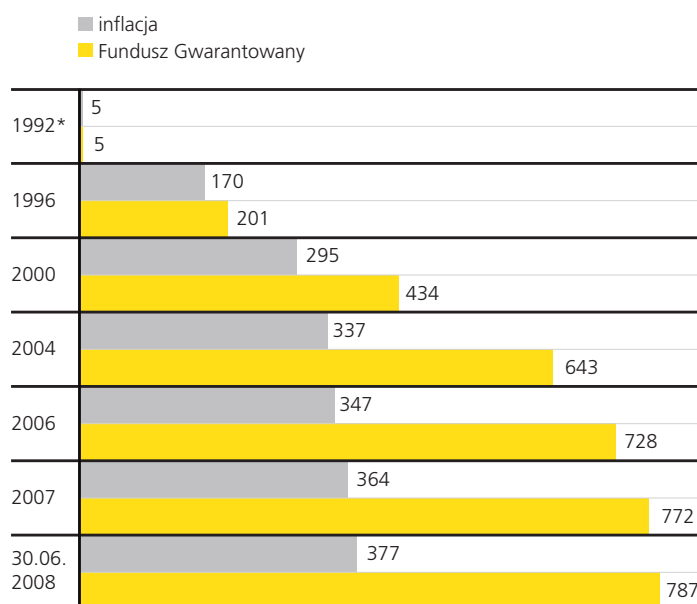
Struktura inwestycji na 30.06.2008 r.



1. instrumenty rynku pieniężnego <sup>2</sup>	4,01%
2. akcje	95,99%
banki	28,78%
metalowy	10,04%
paliwowy	10,03%
telekomunikacja	7,04%
budowlany	5,85%
media	5,07%
informatyka	4,40%
deweloperzy	3,94%
chemia	3,79%
handel detaliczny	3,51%
inne	13,53%

## 5 Wyniki ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych na tle inflacji i indeksu WIG

Stopa zwrotu Funduszu Gwarantowanego na tle inflacji (%) narastająco



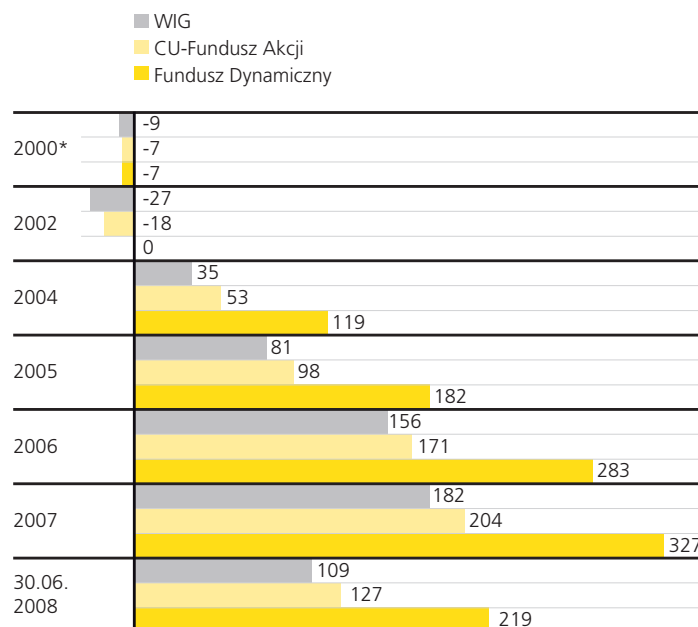
\* dane za okres od 1 listopada 1992 r. do 31 grudnia 1992 r.

<sup>1</sup> obligacje o stałym oprocentowaniu z terminem wykupu powyżej jednego roku

<sup>2</sup> obligacje o stałym oprocentowaniu z terminem wykupu do jednego roku, obligacje o zmiennym oprocentowaniu oraz inne instrumenty rynku pieniężnego

Commercial Union Polska – Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie SA informuje, że inwestycje w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe są związane z ryzykiem inwestycyjnym – wartość jednostek funduszy może ulec zmianie wraz ze zmianą sytuacji na rynkach kapitałowych, a Towarzystwo nie zapewnia osiągnięcia określonych wyników z wyłączeniem gwarancji dotyczących Funduszu Gwarantowanego i Gwarantowanego Plus. Informacje dotyczące poszczególnych funduszy, w szczególności dotyczące ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w Regulaminie Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych.

Stopa zwrotu funduszy akcyjnych CU Życie na tle indeksu WIG (%) narastająco



\* dane za okres od 17 lipca 2000 r. do 31 grudnia 2000 r.



**COMMERCIAL  
UNION**  
grupa AVIVA

Commercial Union Polska  
Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie SA

ul. Prosta 70, 00-838 Warszawa  
infolinia: 0 801 888 444, tel. (+48 22) 557 44 44  
e-mail: bok@cu.com.pl, www.cu.pl