

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 01(47) 23 stycznia 2015 r.

E K S P E R C I

T R E N D Y

A K T U A L N O Ś C I

I N W E S T Y C J E

E M E R Y T U R A

Szanowni Czytelnicy,

1,1 biliona euro - taką kwotę przeznaczy w najbliższych miesiącach Europejski Bank Centralny na skup obligacji rządowych krajów strefy euro. Kwota niebagatelna - decyzja o wydaniu 60 mld euro miesięcznie przez EBC na ratowanie eurostrefowej gospodarki w pierwszych chwilach po jej ogłoszeniu spowodował wzrosty głównych indeksów giełdowych Europy. Jak będzie to interpretowane przez rynki w kolejnych dniach, zobaczymy... Niemniej początek roku okazał się dość ciekawy... Co jeszcze czeka nas 2015 r. na światowych rynkach finansowych przeczytacie Państwo w dalszej części Biuletynu.

Zaś Piotr Kuczyński tym razem przeanalizuje sytuację na rynku ropy.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:



rok 2014 podsumowuje Bartosz Ziółkowski z MetLife TFI S.A.,



przed zagrożeniami inwestycyjnymi w najbliższych 12 miesiącach przestrzega Adam Łaganowski z ING TFI S.A.,



potencjału dla rynku akcji w 2015 r. poszukuje Stefan Hofrichter z Allianz Global Investors,



czy w 2015 r. Rosja będzie łakomym kąskiem dla inwestorów przewiduje Marek Buczak z Quercus TFI S.A.,



jak ocenić spółkę przez pryzmat dywidendy mówi Tomasz Manowiec z Noble Funds TFI S.A.,



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Przecena ropy kontra koniec roku.

Konkurs inwestycyjny

70000 PLN

Futures
Masters

Zachęcam do
wzięcia udziału

Piotr Kuczyński
Główny Analityk



Partner:



Organizatorzy:



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE



Sprawdź na www.xelion.pl

Inwestycyjne podsumowanie 2014 r.

Rok 2014 przyniósł inwestorom sporo emocji. Konflikt pomiędzy Ukrainą i Rosją, idące za nim sankcje Zachodu, wzrost ryzyka geopolitycznego i brak wyraźnego ożywienia w gospodarce europejskiej to główne czynniki, które wpłynęły negatywnie na koniunkturę giełd Starego Kontynentu oraz rynki Europy Środkowo-Wschodniej. **Na naszym rynku widoczne było dość wyraźne rozwarstwienie między głównymi indeksami.** Liderem był indeks średnich spółek MWIG40, który wzrósł o +4%. W tym samym czasie indeks WIG20, skupiający spółki o największej kapitalizacji, stracił 3,5%, a indeks WIG250 skupiający głównie małe i średnie spółki stracił ponad 15%. **Z odwrotną sytuacją mieliśmy do czynienia na najważniejszych rynkach światowych.** Zgodnie z oczekiwaniem hossa utrzymała się, choć jej dynamika była słabsza niż w roku 2013. W całym 2014 r. indeks S&P500 wzrósł o ponad 11%, wielokrotnie ustanawiając historyczne rekordy notowań. **Z bardzo dobrą koniunkturą mieliśmy do czynienia również na rynkach azjatyckich.** Japoński indeks Nikkei225 zwiększył o ponad 7%, a giełda w Szanghaju po tym, jak została otwarta dla zagranicznego kapitału, dała zarobić inwestorom ponad 50%. Na wysokie stopy zwrotu mogli również liczyć inwestorzy w Turcji. Po nieudanym ostatnim roku Indeks

BIST100 powrócił do wzrostów, by zyskać na koniec 2014 r. blisko 28%.

W globalnej gospodarce sytuacja uległa poprawie. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) zakończyła w październiku program skupu obligacji skarbowych (QE3), który trwał od jesieni 2012 r. Jego wartość szacuje się na ok. 1,7 bln USD. Głównym powodem zakończenia QE3 była poprawa sytuacji w amerykańskiej gospodarce. Wzrost gospodarczy w III kw. 2014 r. został zrewidowany z 3,9% aż do 5% k/k w ujęciu zannualizowanym, na co największy wpływ miały wyższe wydatki gospodarstw domowych. Silnym punktem gospodarki USA była również konsumpcja, której sprzyjały niższe ceny paliw. Z lepszą sytuacją mieliśmy do czynienia też na amerykańskim rynku pracy. W ostatnich miesiącach 2014 r. stopa bezrobocia utrzymywała się poniżej 6% i była na najniższym poziomie od ponad 6 lat.

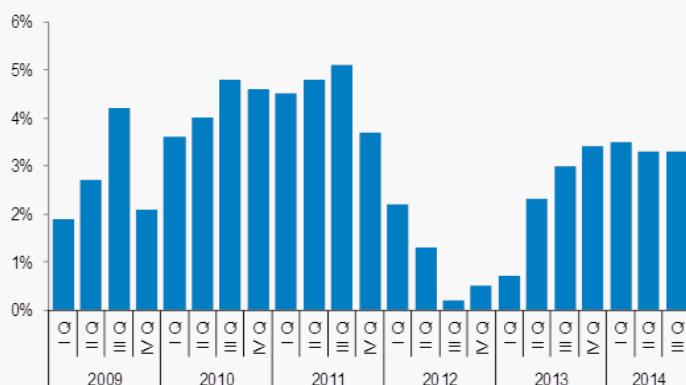
W Polsce sytuacja makroekonomiczna również się poprawiła. Słabsze dane makroekonomiczne napływające w ostatnich miesiącach roku (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna), nie znalazły odzwierciedlenia w danych o PKB za III kwartał 2014 r. Polska gospodarka wzrosła o 3,3% r/r, czyli znacznie powyżej oczekiwań większości ekonomistów. **Tak wysoka dynamika pokazała, że nasz kraj pod względem tempa**

rozwoju nadal wyróżnia się pozytywnie na tle innych państw Unii Europejskiej. Głównym motorem wzrostu był silny popyt krajowy oraz solidny wzrost inwestycji w relacji do poprzednich kwartałów. Nieznacznie przyspieszyła również konsumpcja prywatna, co mogło wynikać z utrzymującej się od połowy 2014 r. deflacji. Dobre dane napływały również z rynku pracy. Po raz pierwszy od kilku lat zaobserwowaliśmy, że stopa bezrobocia zaczęła systematycznie spadać. Na koniec roku wyniosła 11,4%, co jest najlepszym odczytem od 2010 r.

Koniunkturze w minionym roku na GPW nie sprzyjały działania rządu. Kontrowersyjne zmiany w systemie emerytalnym (przejęcie 51,5% aktywów - głównie obligacji skarbowych) doprowadziło do sporego zamieszania. Efektem tego działania jest m.in. przekształcenie OFE w fundusze akcyjne od lutego 2014 r. z istotnie zmniejszonym dopływem składki, a tym samym pozbawienie ich stabilizującego wpływu na cały polski rynek finansowy. Namacalnym skutkiem przeniesienia części środków zgromadzonych w OFE do ZUS jest spadek obrotów na GPW w Warszawie. W 2014 r. obroty akcjami z indeksu WIG spadły o 43% r/r.

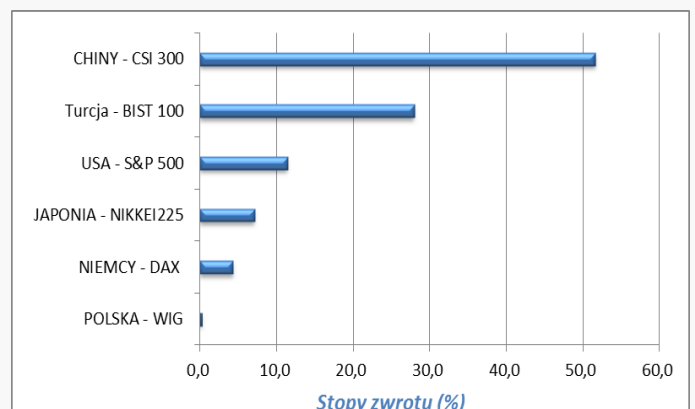
Jedną z większych pozytywnych niespodzianek w 2014 roku był powrót hossy na krajowym rynku długu. **Pomimo sceptycznych nastrojów panujących**

Wykres nr 1. PKB dla Polski [r/r].



Źródło: GUS.

Wykres nr 2. Stopy zwrotu na indeksach w 2014 r.



Źródło: Opracowanie własne.

wśród ekspertów na początku ubiegłego roku, rentowność papierów o długim terminie do wykupu i stałym oprocentowaniu spadła do najniższych poziomów w historii. Spadki rentowności w Polsce napędzał głównie trend na rynku europejskich papierów dłużnych, które ustanawiały nowe historyczne rekordy. Rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich spadły z 3% do 2,1%, niemieckich z 2% do 0,6%, a polskich z 4,8% do 2,6%. Słabsze dane makroekonomiczne z największych gospodarek europejskich spowodowały wzrost oczekiwań na europejskie QE, co

pozytywnie wpływało na ceny instrumentów dłużnych na starym kontynencie.

Dla wielu inwestorów kolejny słaby rok na rynku złota mógł być sporą niespodzianką. **Złoto nie zdołało bowiem przełamać negatywnej tendencji kolejny rok z rzędu, pomimo kontynuacji luznej polityki monetarnej na świecie.**

Jednym z ważniejszych wydarzeń na rynkach finansowych w 2014 r. był silny spadek cen ropy (-46%). Bessa na rynku ropy była w głównej mierze spowodowana wzrostem wydobycia i zwiększeniem zapasów surowców energetycznych w USA, będącego wynikiem

tzw. „rewolucji łupkowej”. Spadki przybrały na sile w grudniu po tym jak Organizacja Krajoł Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) zdecydowała o pozostawieniu podaży ropy na niezmiennym poziomie.

Bartosz Ziółkowski

Trader

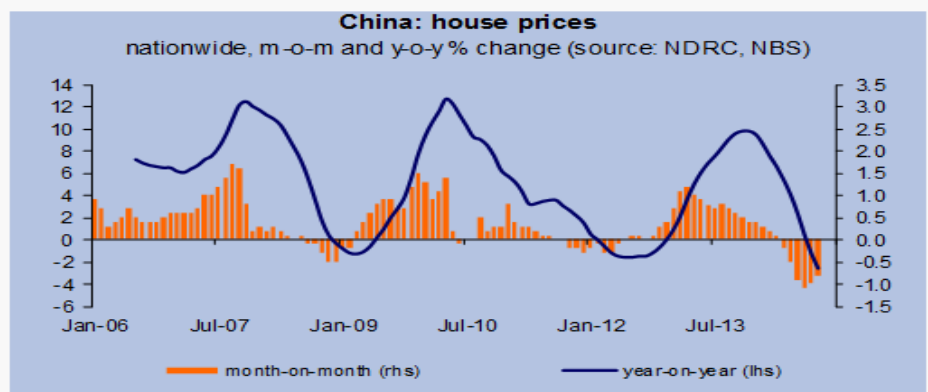
MetLife Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Największe zagrożenia inwestycyjne w pierwszym półroczu 2015 r.

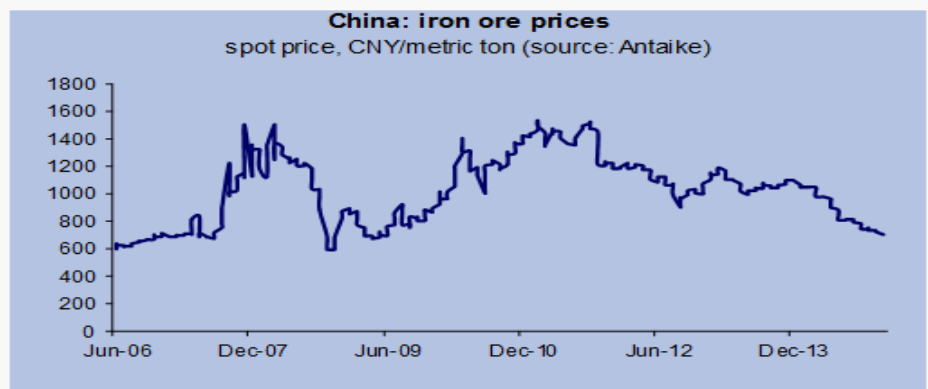
Trzy najważniejsze tematy makroekonomiczne, które wiszą nad rynkami, to dal- sza trajektoria wzrostu na rynkach wschodzących, rozwój kryzysu na rynku nieruchomości w Chinach i - ogólnie mówiąc - sytuacja w europejskiej unii monetarnej. Dwa tematy, póki co wspierające rynki, to ceny surowców i polityka monetarna globalnych banków centralnych. Wsparcie jest dość selektywne, co najlepiej widać na rozwarstwieniu się oczekiwań co do zysków w niektórych sektorach, zwłaszcza energetycznym i materiałowym. Dopływ darmowej gotówki z banków centralnych też niebawem będzie dotyczył przede wszystkim Japonii i strefy euro.

Istotna deprecjacja walut rynków wschodzących, w tym zwłaszcza eksporterów surowców, zwiększa ryzyka związane ze spadkiem tempa wzrostu gospodarczego bądź wystąpieniem recesji w niektórych regionach. Szczególny obszar ryzyka to dług wyemitowany przez rynki wschodzące w walutach twardych. Przy kurczących się przychodach z eksportu dostęp do walut twardych staje się coraz bardziej ograniczony – szczególnie dla krajów typu Wenezuela, Kazachstan czy Rosja. Niestety nie są w stanie zrównoważyć tej sytuacji

Wykres nr 1. Ceny domów w Chinach.



Wykres nr 2. Ceny stali w Chinach w dostawach spot.



rynków wschodzących niezależnie od surowców. Grudzień 2014 r. w naszym regionie pokazał dość wyraźnie, że wyprzedaż aktywów rosyjskich może uderzyć np. w Turcję, która akurat jest benefi-

cjentem niskich cen surowców. Przy wyprzedaży aktywów rynków wschodzących niestety często obrywają niewinni, ale płynni.

Kryzys na rynku nieruchomości w Chinach znajduje swój dalszy bieg – zaczyna być widoczny gołym okiem zwłaszcza poza największymi aglomeracjami kraju. Dzieje się to przy ciągłym zwiększaniu się relacji kredytu do PKB, choć tempo wzrostu kredytu słabnie. **Waga kryzysu nieruchomościowego w Chinach jest ogromna, co jest dla nas jednym z głównych ryzyk najbliższych 3-6 miesięcy.** Cenne informacje o stanie chińskiego budownictwa można znaleźć w cenach nieruchomości. Ceny stali spadały bardzo mocno w 2014 roku (w relacji do poziomu z 2010 jesteśmy ok. 50% niżej). Łączy się to też ze spadkiem importu rud stali (-13% w 2014 roku). Te trendy widać nie tylko w budownictwie mieszkaniowym, ale także infrastrukturalnym.

Rozwój sytuacji w strefie euro, o ile jeszcze w listopadzie był szansą dla rynku, w tej chwili zaczyna być coraz większą zagadką. Z jednej strony mamy rok wyborczy w Portugalii i Hiszpanii, ale najważniejsze wybory odbędą się już 25 stycznia w Grecji. Nie uważamy obecnie, by Grecja opuściła strefę euro, ale jeśli nawet by do tego doszło, Europa zapewniła sporo zabezpieczeń przed rozprzeźrzeniem się „zarazy”. Tak czy inaczej nie możemy być na 100% pewni, jak będzie wyglądał ewentualny Grexit. Z drugiej strony na europejskie obligacje pozytywnie powinien wpływać program QE o wartości ponad 1 biliona euro, który ECB ogłosił 22 stycznia.

Niskie ceny ropy, silny dolar, dalsze luzowanie ilościowe w Europie i praw-

dopodobnie przereagowanie rynków na sytuację polityczną w Grecji skłania nas bardziej ku opinii, że obecne poziomy kursów są wciąż okazyjne. Dodatkowo, indeksy niespodzianek makroekonomicznych po raz pierwszy od 12 miesięcy były dodatnie.

Adam Łaganowski

Manager ds. Dystrybucji, CFA

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

2015 – potencjał dla rynku akcji, ale możliwa większa zmienność

Akcje globalne są obecnie w przybliżeniu na tym samym poziomie jak na początku ubiegłego roku, natomiast obligacje globalne odnotowały około 7% wzrost. Podczas gdy wyniki dla obligacji o stałym dochodzie są zaskakująco dobre, wyniki dla rynku akcji są rozczarujące i niskie w porównaniu z przeciętnymi dochodami osiąganymi w ostatnich pięciu latach (15% w skali roku, między 2009 a 2013). **Po ogromnych zyskach jakie nastąpiły po zapaści cen akcji z marca 2009 roku, nie powinniśmy być zaskoczeni, że zwroty z inwestycji zaczęły się wahać. Oczekujemy również, że ten trend się utrzyma. Po rynku obligacji również spodziewamy się niższych zysków, niż osiągnięte w 2014 roku.**

Perspektywy wzrostu

Te nieco bardziej ostrożne prognozy zysków kapitałowych jednak nie oznaczają, że nasze przewidywania wzrostu znacznie się zmieniły. **W uprzemysłowionych gospodarkach nadal oczeku-**

jemy wzrostu w najbliższych kwartałach na poziomie zbliżonym do trendu. Odnosi się to szczególnie do USA, gdzie po rozczarujących danych dotyczących wzrostu na początku roku – uzasadnianych jako wynik ostrej zimy - dane ponownie zaczęły pozytywnie zaskakiwać. Dzięki poprawie na rynku pracy i około 2% wzrostowi płac oczekuje się, że konsumpcja gospodarstw domowych będzie stabilnym czynnikiem wzrostu gospodarczego. Jest też prawdopodobne, że aktywność inwestycyjna podniesie się po latach niskiego wzrostu, mocno wspierana przez ułatwienia w finansowaniu.

Wreszcie, dzięki mniej restrykcyjnej niż w przeszłości polityce fiskalnej, wydatki rządowe będą również mieć pozytywny udział we wzroście. Po raz kolejny Stany Zjednoczone stają się silnikiem wzrostów dla światowej gospodarki. Gospodarka Wielkiej Brytanii jest również bardzo mocna. **Nasza opinia nt. Europy kontynentalnej pozostaje umiarkowanie**

optymistyczna (poprawa na rynku pracy, spadki cen energii i łagodniejsza polityka fiskalna), pomimo ostatnich ruchów rynku. Spodziewamy się, że wzrost w regionie jest możliwy. Ryzyko z pewnością rośnie, szczególnie z powodu kryzysu ukraińskiego - który, widząc po słabnących wskaźnikach koniunktury, wydaje się, już nadszarpnął zaufanie do sektora przemysłowego.

W Japonii, w najbliższych miesiącach prawdopodobne jest odbicie, po silnych spadkach (około -7% w ujęciu rocznym w II kw.) wyjaśnianych jako negatywny skutek kwietniowej podwyżki podatku VAT. Mimo to, perspektywa średnioterminowa dla kraju pozostaje mało przekonująca. "Abenomika" i luzowanie polityki pieniężnej z pewnością stymuluje eksport poprzez słabszego jena, ale to, czego naprawdę potrzebuje gospodarka, to większy wzrost nominalny - nie tylko wyższa inflacja z powodu słabego jena. Z uwagi na spadający liniowo dochód rozporządzalny, słabego jena i rosnącą

inflację, perspektywa średniookresowego wzrostu pozostaje umiarkowana, pomimo gwałtownego ożywienia w inwestycjach biznesowych.

Dynamiczny wzrost przesunął się do gospodarek rozwiniętych

Produkt krajowy brutto (PKB) w krajach rozwijających się nadal przewyższa PKB krajów rozwiniętych. Jednak dynamiczny rozwój jest po stronie tych ostatnich. Różnica we wzroście na mieszkańca między rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi na świecie osiągnęła poziom szczytowy w 2008 roku. Od tego czasu zmniejszyła się o zaledwie 2,6% w stosunku do Stanów Zjednoczonych; z wyjątkiem Chin, według danych Banku Światowego, różnica wyniosła zaledwie 1,1%. Wyjaśnienia tego stanu rzeczy są różne. Po pierwsze, w tym okresie rynki wschodzące dojrzały, co oznacza również mniejszy wzrost wydajności w porównaniu do poprzednich lat. Po drugie, japońska polityka słabego jena zwiększa presję na międzynarodową konkurencyjność eksporterów azjatyckich. Po trzecie, gwałtowny wzrost udziału sektora prywatnego na rynkach wschodzących, zwłaszcza w Chinach, od 2008 roku, wyraźnie hamował dynamikę wzrostu w kategoriach realnych i nominalnych. Nominalny wzrost w Chinach wzrósł mniej więcej o połowę od początku tej dekady. Te dwa ostatnie czynniki mają również negatywne skutki dla perspektyw wzrostu w Azji, zarówno w zakresie popytu na surowce, jak też w konsekwencji - dla krajów eksportujących surowce na rynkach wschodzących na

świecie, zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej.

Niemniej jednak, nasze wskaźniki aktywności gospodarczej nadal wskazują na umiarkowane przyspieszenie globalnej gospodarki, mimo spadku tempa wzrostu w ostatnim czasie. Aktywa ryzykowne powinny zacząć ponownie umiarkowanie rosnąć, w szczególności po korekcie we wrześniu i październiku.

Polityka pieniężna

Drugim powodem oczekiwania dodatnich stóp zwrotu jest sytuacja w polityce pieniężnej: poziom stóp banku centralnego, a także kierunek prowadzenia polityki monetarnej są ważne. Historyczne doświadczenie pokazuje wyraźnie, że tak długo, jak polityka pieniężna jest wysoce akomodacyjna i stopy pozostają poniżej poziomów "neutralnych", tzn. na poziomie, na którym gospodarka pracuje w okolicach trendu wzrostu, aktywa wysoce ryzykowne zwykle radzą sobie dobrze i wyprzedzają obligacje.

W Stanach Zjednoczonych i Europie stopy procentowe są bliskie 0% i znacznie niższe od naszych oczekiwań poziomu neutralnego. Jaki jest poziom neutralny dzisiaj? Ponieważ nie można tego zmierzyć, musimy go oszacować odnosząc się do długoterminowego trendu wzrostu PKB. Dla USA trend wzrostowy jest obecnie nieco poniżej 4%, w Unii Europejskiej tuż poniżej 2%, co oznacza, że "neutralna" stopa banku centralnego jest obecnie w okolicach 3,25 do 3,5% w USA i około 1,25 do 1,5% w Eurolandzie. Kontrastuje to z Japonią, która - pomimo stóp procentowych bliskich zera przez wiele lat - odnotowała ujemny trend wzrostu PKB w większości ostatnich 15 lat. Innymi słowy, Japonia musiałaby mieć nie tylko zerowe, ale ujemne stopy procentowe!

Ale dwa argumenty przedstawione powyżej na rzecz ryzykownych aktywów nie wykluczają niepowodzeń w ich wycenach. Polityka banku centralnego, zwłaszcza w USA, zaczyna zmieniać

kierunek - nawet jeśli polityki pieniężna pozostaje wysoce akomodacyjna pod względem poziomu stóp. Jest to nauka wyciągnięta z poprzednich przypadków, gdy Rezerwa Federalna rozpoczęła podnoszenie stóp. Myślmy, że obecna sytuacja makro zaleca pewien stopień ostrożności: znając komunikaty Fed-u dotyczące przyszłego kierunku polityki, uzasadnione jest założenie, że bank centralny USA rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej (podwyżki stóp procentowych) w czerwcu 2015 roku i będzie je utrzymywać poniżej poziomu neutralnego co najmniej do połowy roku 2017. Rynki pieniężne, na odwrót, dyskontują jeszcze w mniejszym stopniu podwyżki stóp. Mając na uwadze to, że dane z gospodarki USA były dość dobre od wiosny oraz że dane o inflacji zbliżyły się do poziomu 2%, określonego przez Fed, uważamy, jest bardzo prawdopodobne, że rynek będzie musiał dostosować swoje oczekiwania stóp bliżej komunikatu Fed. **Konsekwencje dla obligacji są proste: ponieważ długi koniec krzywej rentowności jest wyceniany poniżej krótkiego końca krzywej rentowności, rentowności na długim końcu krzywej w USA najprawdopodobniej mogą iść w górę, zwłaszcza po spadku w październiku.** Czy niemieckie Budy będą w stanie nie uczestniczyć w tym trendzie? Obligacje Niemiec z pewnością zareagują znacznie słabiej niż amerykańskie obligacje skarbowe. Mimo to, mamy wątpliwości, czy historycznie silne korelacje między oboma rynkami zupełnie znikną, więc będziemy oczekiwać umiarkowanego wzrostu rentowności obligacji niemieckich w odpowiedzi na wyższe stopy banku centralnego w USA. Co z akcjami i ryzykownymi aktywami? Wzrost rentowności obligacji amerykańskich sam w sobie nie musi być problemem dla aktywów o wysokim stopniu ryzyka, tak długo, jak rosą one gładko do poziomów, które są nadal umiarkowane (poziom 5 do 6% dla 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych był historycznie uznawany za trudny) i są prawidłowo komunikowane przez Fed. Niemniej jed-



nak, w większości tych przypadków, kiedy Fed rozpoczynał cykl podwyżek stóp procentowych w przeszłości, rynki akcji wchodziły w okres stagnacji lub korekty wynoszącej do dziesięciu procent.

Wysokie wyceny niektórych ryzykownych klas aktywów zwiększają ryzyko niepowodzenia. Dotyczy to obligacji korporacyjnych, w szczególności obligacji wysokodochodowych (high yield), które mogą być dotknięte nie tylko przez ogólny wzrost poziomu rentowności obligacji skarbowych, ale także przez wzrost spreadów z ich obecnie historycznie bardzo niskiego poziomu. Także rynki akcyjne są bardzo drogie, szczególnie S&P 500, który jest wyceniany wg wskaźnika P/E Shillera na poziomie 24. **Wszystkie powyższe klasy aktywów mogą kontynuować dobre wyniki na tle bardzo złuzowanej polityki monetarnej tak długo, jak polityka pieniężna pozostaje w takim stanie i nie sądzimy, by którekolwiek z nich było na niebezpiecznym terytorium bańki spekulacyjnej.** Jednakże im wyższa jest wycena klasy aktywów, tym większe ryzyko spadku cen w przypadku nagłej awersji do ryzyka wśród inwestorów.

W związku z wysoce akomodacyjną polityką pieniężną, uważamy, że perspektywy wzrostu pozostają nadal umiarkowanie optymistyczne. Oczekujemy, że ceny ryzykownych aktywów będą ponownie rosnąć po jesiennym spowolnieniu, mimo istniejących niepewności dla globalnej sytuacji makro.

Niski poziom zmienności przed latem na rynku akcji, rynkach obligacji i walutowych, potencjalnie odzwierciedlający poczucie bezpieczeństwa, wskazywał na konieczność zachowania dodatkowej ostrożności. Nie raz w przeszłości, niska zmienność poprzedzała korekty cen. Co więcej, niska zmienność nie tylko została ograniczona do wycen rynkowych: oczekiwania inwestorów na wzrost, inflacja i zarobki są również w bardzo wąskim zakresie. Wszelkie zmiany w kierunku polityki pieniężnej - zazwyczaj bodziec do większej zmienności – jak też każda inna negatywna zmiana, czy to niespodziewany wzrost czy też, jak tym razem, wydarzenia polityczne, mogą spowodować większą zmienność w oczekiwaniach inwestorów, jak również w cenach rynkowych, zwłaszcza że płynność rynku w niektórych segmentach jest na niskim poziomie. **Niemniej jednak, z uwagi na**

bardzo akomodacyjną politykę pieniężną i nasze nadal umiarkowanie optymistyczne prognozy wzrostu, oczekujemy ponownego wzrostu wycen ryzykownych aktywów po jesiennym spowolnieniu. Jednocześnie podtrzymujemy nasze oczekiwania, że nowy długoterminowy trend rentowności wysokiej jakości obligacji skarbowych będzie rósł. Jednak inwestorzy powinni nadal być przygotowani na rosnącą zmienność na rynku. Ponieważ prognozowanie perspektyw dla pozycji kierunkowych w poszczególnych klasach aktywów staje się trudniejsze, aktywne poszukiwanie stóp zwrotu staje się coraz bardziej istotne.

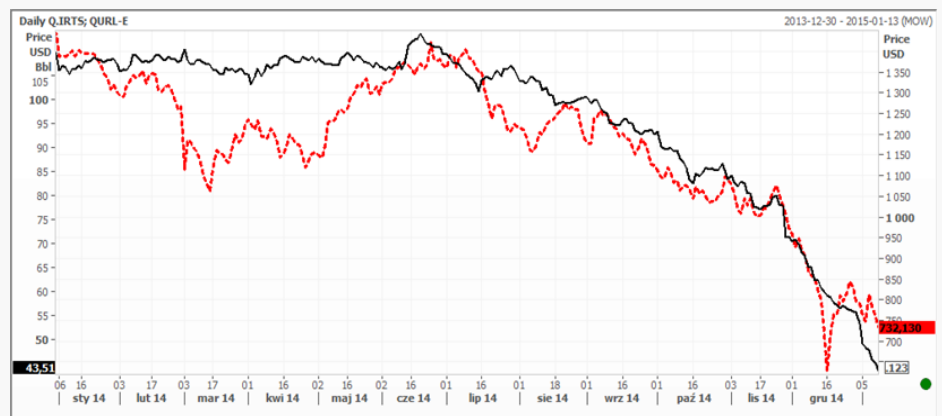
Artykuł przygotowany na podstawie tekstu Stefana Hofrichtera - CFA Head of Global Economics & Strategy, Allianz Global Investors

Rosja

Największy potencjał na 2015 r. czy długoterminowo spalona ziemia dla inwestorów?

Miniony rok był fatalny dla inwestycji w Rosji. W pierwszej fazie konfliktu ukraińskiego, po zajęciu Krymu przez Rosjan, mimo spadków na giełdzie w Moskwie, notowania rosyjskich akcji wykazywały pewną odporność. Jednak w momencie przeniesienia konfliktu do Donbasu, zaostrenia sankcji na Rosję oraz przede wszystkim nasilenia spadków cen ropy naftowej, na rosyjskim rynku kapitałowym doszło do paniki. Szczególnie nerwowy był czwarty kwartał. **Finalnie rok 2014 przyniósł znaczące straty na rosyjskim rynku akcji, obligacji, walutowym.**

Wykres nr 1. Korelacja cen ropy Urals (lewa skala, czarna linia) z zachowaniem się indeksu RTS (prawa skala, czerwona linia) za ostatnie 12 miesięcy.



Źródło: Reuters.

Rosja jest krajem typowo surowcowym. W związku z tym koniunktura gospodarcza jest w dużej mierze uzależniona od kształtowania się cen surowców. A te od wielu miesięcy są pod wyraźną presją. Jeśli spojrzymy na zeszłoroczne zachowanie się indeksu RTS, możemy zaobserwować silną korelację z cenami ropy naftowej. Taniejąca ropa naftowa przyczyniła się do słabości notowań spółek rosyjskich.

Ropa naftowa ma nie tylko wpływ na wycenę wielu rosyjskich spółek, ale także na wartość rubla. Im tańsza jest ropa, tym słabszy powinien być rubel. Przełożenie notowań ropy naftowej na rosyjską walutę można łatwo zaobserwować na wykresie nr 2.

Teoretycznie silne osłabienie rubla powinno pomóc rosyjskim eksporterom, jednak nie jest tak do końca. Silna deprecjacja rubla stała się poważnym problemem dla rosyjskich przedsiębiorstw zadłużonych w walutach obcych, a także konsumentów, którzy w coraz większym stopniu zaczynają odczuwać problem zubożenia wywołanego rosnącą inflacją. Jednak największą bolączką pozostaje stabilność rosyjskiego systemu finansowego. Boryka się on z problemem niskiego zaufania do banku centralnego, który w minionych miesiącach zasłynął marnotrawieniem rezerw na nieskuteczne interwencje walutowe oraz nieadekwatną do sytuacji rynkowej polityką monetarną. Co prawda, ratunkowe gru-

dniowe podniesienie stóp procentowych (do 17%) przyniosło chwilowe uspokojenie, jednak wygląda na to, że presja na notowania rubla będzie się utrzymywać.

Opinie ekonomistów co do perspektyw dla gospodarki są obecnie bardzo podzielone. Część z nich zakłada, że wzrost PKB w 2015 roku będzie oscylował w okolicy 0%, inni twierdzą, że kraj ten czeka recesja. Finalnie będzie to uzależnione od cen ropy naftowej. Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, bliżej mi pesymistom. Niektórzy snują wizję bankructwa Rosji. Uważam, że jest to obecnie mało realne, m.in. z uwagi na fakt, że dług publiczny nie przekracza 14% PKB. Natomiast realne są bankructwa rosyjskich przedsiębiorstw i niektórych banków. Można stwierdzić, że fundamenty rosyjskiej gospodarki w minionych miesiącach zostały mocno nadwyrężone.

Czy to oznacza, że powinniśmy na długo zapomnieć o inwestycjach w Rosji? Niekoniecznie. **Historia minionych lat pokazała, że w takich kryzysowych momentach można dużo zarobić.** Po kryzysie zapoczątkowanym pęknięciem bańki sub-prime i upadkiem banku Lehman Brothers, w 2009 roku mimo spadku PKB Rosji o 7,8%, indeks RTS wzrósł o 128,6%. Oczywiście sytuacja sprzed 5 lat istotnie różni się od obecnej, ponieważ jesteśmy w fazie taniejących surowców, a Rosji wciąż doskwierają sankcje Zachodu. Jednak z dużym prawdopodo-



bieństwem można oczekiwać odreagowania na giełdzie w perspektywie bieżącego roku.

Wydaje się, że przywódcy z Europy Zachodniej przestraszyli się ryzyka wybuchu poważniejszego kryzysu w Rosji oraz jego przełożenia na dalsze pogorszenie koniunktury w Unii Europejskiej. Dlatego w 2015 roku Rosja może poczuć ulgę zniesienia części sankcji. Aby do tego doszło, musi nastąpić kompromis w sprawie Ukrainy. Wydaje się, że Rosja jest obecnie skłonna go zaakceptować. Dużą zagadką pozostaje zachowanie się polityków ukraińskich, którzy w ostatnim czasie są bardzo agresywni w wypowiedziach.

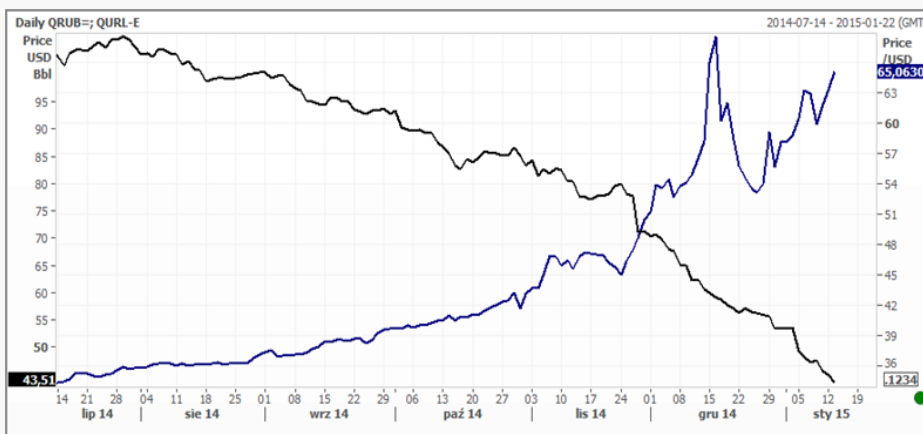
Prawdą jest, że obecnie mamy niską przejrzystość sytuacji i trudno o szczegółowe i skuteczne prognozy dla rosyjskiego rynku kapitałowego. Jednak mając na uwadze doświadczenia z przeszłości, w perspektywie kolejnych miesięcy może dojść do punktu przegięcia na giełdzie. Zanim to nastąpi przed nami okres ogromnej zmienności oraz utrzymującej się presji na rubla. **Jedno można stwierdzić na pewno – z uwagi na ogromny ryzyk oraz dużą wagę elementu politycznego, inwestycje w rosyjskie akcje nie są przeznaczone dla osób o słabych nerwach.**

Marek Buczak

Dyrektor ds. Rynków Zagranicznych

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wykres nr 2. Ujemna korelacja ropy Urals (lewa skala, czarna linia) oraz kursu USD/RUB (prawa skala, niebieska linia) za ostatnie 6 miesięcy.



Źródło: Reuters.

Dochód, na którym można polegać

Wszystko sprowadza się do dywidend

Podchodząc do tematu czysto ekonomicznie, dywidendy są jedynym źródłem wartości akcji. Nawet jeśli spółka obecnie nie wypłaca zysków, to w cenie akcji uwzględniany jest jej potencjał do przyszłych wypłat. Gdyby żadne środki nie trafiły nigdy do akcjonariuszy, akcje takiego emitenta byłyby bezwartościowe. Nawet jeśli ktoś kupuje akcje w celu ich odsprzedaży a nie czerpania dywidend, w przyszłości musi liczyć na znalezienie na nie kupca, który ostatecznie będzie uzależniał cenę akcji od możliwych do uzyskania dywidend. **Natomiast sama wypłata dywidendy stanowi istotny sygnał dla inwestorów, że spółka generuje na tyle dużo gotówki, iż jest w stanie jej część przeznaczyć do dystrybucji.**

Dywidendowi arystokraci

W inwestowaniu w spółki dywidendowe kluczowa jest powtarzalność wypłat. Polska gospodarka rynkowa ma jeszcze stosunkowo krótką historię i nie ma w niej wielu podmiotów na tyle dojrzałych, by być traktowanymi jako typowe spółki dywidendowe. Najbardziej rozwinięta pod tym względem jest gospodarka amerykańska, w której działa wiele przedsiębiorstw z historią rocznych wypłat przekraczającą 100 lat. Funkcjonuje tam nawet indeks grupujący jedynie akcje spółek, które od przynajmniej 25 lat co roku podnosiły swoją dywidendę na akcję. Określane są one dywidendowymi arystokratami. Oprócz tego, że spółki te wypłacają coroczny dochód dla akcjonariuszy, to ceny ich walorów mają tendencję do osiągania wyższych stóp zwrotu w porównaniu z indeksami szerokiego rynku, dlatego stanowią często trzon portfeli inwestycyjnych wielu funduszy. Tym bardziej że są to zwykle spółki o ugruntowanej pozycji rynkowej, silnych markach i zdrowych fundamentach finansowych.

Zrób to sam...

Wydawałoby się, że stworzenie portfela spółek dywidendowych we własnym zakresie nie powinno stanowić większego problemu. Wystarczy wyselekcjonować na rynku spółki, które dzielą się zyskiem z akcjonariuszami, posegregować je w kolejności najwyższej rentowności dywidendy i wybrać kilka do kilkunastu podmiotów z czołówki listy. Metoda ta, choć



bardzo prosta, raczej nie przyniesie najlepszych rezultatów. Bardzo często wyjątkowo wysoka rentowność dywidendy jest efektem jednorazowych płatności, które nie powtórzą się w kolejnych latach. **Spółki często wypłacają dywidendę skumulowaną z kilku lat lub zysk ze sprzedaży majątku czy spółki zależnej i trudno oczekiwać, by podobna wypłata pojawiła się znów za rok.**

Dlatego należy przykładać dużą wagę do zdolności spółki do utrzymania kwoty dywidendy w kolejnych latach. Powtarzalność generowanych zysków jest tu kluczowa, ale nie jest to jedyny czynnik. Wskaźnikiem, który dużo mówi o zdolności do utrzymania lub zwiększania wypłat, jest payout ratio, czyli stosunek wartości dywidendy do rocznego zysku spółki. Powinien on być na bezpiecznym poziomie, ponieważ zapewnia bufor bezpieczeństwa na wypadek spadku dochodów wynikającego z koniunktury lub

czynników specyficznych. Jednak tak naprawdę to nie zyski decydują o zdolności spółki do wypłacania dywidendy. Spółka musi generować gotówkę, dlatego największą uwagę w analizie należy poświęcić na sprawozdanie z przepływów pieniężnych – ich źródła, wartości, historyczną zmienność.

... lub zdej się na profesjonalistów

Samodzielne poszukiwanie spółek dywidendowych oraz ich analiza to zajęcie czasochłonne i wymagające przynajmniej podstawowej wiedzy z zakresu finansów i rachunkowości. **Dlatego znacznie wygodniejszym sposobem, który w dłuższej perspektywie powinien przelożyć się na lepsze rezultaty, jest inwestycja w spółki dywidendowe za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.** Obecnie oferta produktów dedykowanych spółkom dywidendowym jest bardzo szeroka. Dostępne są fundusze skoncentrowane na rynku polskim, inwestujące regionalnie w Europie Zachodniej, na rynkach wschodzących, czy w USA lub globalne, obejmujące swoim zasięgiem całe spektrum spółek dywidendowych na świecie. Zdecydowana większość z nich w pełni reinwestuje dochody z dywidend w akcje, jednak istnieją również fundusze, które generują okresowe płatności dla uczestników, co może stanowić ciekawą alternatywę dla innych inwestycji przynoszących stały dochód.

Tomasz Manowiec

Zarządzający funduszami, Doradca Inwestycyjny, CFA

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Przecena ropy kontra koniec roku



Przez ostatnie pół roku cena baryłki ropy WTI spadła ze 107 dolarów US do około nieco więcej niż 50 dolarów. Do pięcioletniego minimum. Wielu ludzi głowi się nad wyjaśnieniem tego fenomenu. Ja od wielu lat twierdziłem, że sektor finansowy doprowadził do zdesynchronizowania gospodarki i rynków finansowych.

W książkach o ekonomii pisze się o tym, że w zależności od popytu i podaży na dany towar kształtuje się jego cena. **Od blisko trzydziestu lat z każdym rokiem pogłębia się sytuacja, w której z jednej strony jest popyt, z drugiej podaż, w środku fundusze inwestycyjne. To te ostatnie najczęściej swoimi zakupami (kontraktów) ustalają cenę, a realna podaż i realny popyt do niej się po prostu dopasowują.** Kto w to nie wierzy, niech spojrzy na wykresy surowców. W latach 2002 – 2008 cena ropy wzrosła siedmiokrotnie, a w tym samym czasie popyt wzrósł o dziesięć procent.

Teraz sytuacja jest podobna, chociaż jednak bardziej skomplikowana. Do czystej gry funduszy inwestycyjnych dochodzi dwuznaczna polityka OPEC (szczególnie Arabii Saudyjskiej) oraz wojna ekonomiczna z Rosją. Z fundamentalnego widzenia na rynek zaczęły napływać negatywne informacje o relacjach podaż – popyt.

Skąd dziwna niechęć OPEC do nieredukowania wydobycia oraz niespójność poglądów? Mówi się, czego oczywiście

nie da się udowodnić, że Arabia Saudyjską idzie na rękę USA w walce ekonomicznej Stanów z Rosją. To nie jest wykluczone. Mówi się też, że Arabia Saudyjska chce stworzyć sytuację, w której wydobycie ropy łupkowej stanie się mało opłacalne. Można sobie wyobrazić wykupienie akcji (gwałtownie taniejących) firm wydobywających ropę przez tradycyjnych producentów, co na długi czas mogłoby zahamować wydobycie ropy łupkowej.

Jaki by to nie był powód, to ropa taniała, a to szkodziło akcjom koncernów wydobywczych, doprowadzając do przeceny na szerokim rynku akcji w Europie i w USA. Poza tym przecena ropy i rubla tworzyła obawy o wypłacalność rosyjskich firm i o to, jak tani rubel zagrozi eksporterom sprzedającym swoje produkty w Rosji. Będąca na krawędzi recesji Europa mogła zostać w tę recesję wtrącona. Traciły więc akcje banków i eksporterów.

Wyglądało to w grudniu tak, jakby Mikołaj zamiast rajdu byków, czyli kończącego rok „window dressing” zwanym rajdem św. Mikołaja, przyniósł inwestorom różgi. Od czego jednak jest Fed? Od 17 grudnia, czyli od posiedzenia FOMC, byki przejęły europejskie parkiety i indeksy gwałtownie rosły, a w USA atakowały nawet poziomy rekordowe (komentarz pisany przed świętami). Tania ropa przestała przeszkadzać.

Mówiło się wcześniej, że w komunikacie FOMC zniknie stwierdzenie, zgodnie z którym krótkoterminowe stopy procentowe pozostaną w pobliżu zera przez dłuższy czas. Owszem to sformułowanie znikło, ale w komunikacie mówiło się o tym, że bank wykaże się cierpliwością w procesie podejmowania decyzji o normalizacji polityki monetarnej. Bankowcy uważają, że takie postawienie sprawy jest zbieżne z poprzednim określeniem.

Może i tak jest, ale najwyraźniej Fed chciał pokazać, że jest bardziej „jastrzębi”, jednak tak, żeby rynek nie wystraszył. I to mu się udało. Byki wykorzystały ten pretekst i po posiedzeniu FOMC już nie odpuściły, a niedźwiedzie poniosły sromotną klęskę. **Takie zachowanie rynków powoduje, że również w 2015 roku trudno będzie o trwałą przecenę akcji. Inwestorzy od 5 lat uczeni są tego, że każda sprzedaż akcji i szybkie ich nie odkupienie jest błędem. To będzie bardzo łagodziło korekty.**

W Polsce sytuacja jest gorsza. Na fali globalnej euforii nasz rynek odbijał, ale nie było to nic spektakularnego. To stawia znak zapytania nad tym, jak zachowa się GPW w nowym roku. Jest bowiem jeden problem - w 2015 roku obowiązkowy limit akcji w portfelach OFE spada z 75 do 55 procent. Oczywiście OFE nie muszą sprzedawać, ale mogą. Kiedy będą sprzedawały i inwestowały poza Polską? Wtedy, kiedy u nas rynek będzie słaby. Aż się więc prosi, żeby popyt z TFI i z zagranicy poczekał na taki spazm podaży i dopiero rozpoczęła wzrosty indeksów. **Dlatego też trzeba być bardzo czujnym i w razie takiej przeceny akumulować akcje.**

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Informacje Prawne

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, www.xelion.pl