

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 03 (37) 20 marca 2014 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,**

*Ostatnie tygodnie zostały zdominowane przez „wydarzenia ukraińskie”, które Piotr Kuczyński, nasz baczny obserwator, określa mianem czarnego łabędzia. I nic dziwnego - takie, jakby nie patrzeć, niespodziewane, zawirowania na scenie geopolitycznej nigdy nie pozostają bez odzewu ze strony graczy rynkowych. Tym razem mocno zareagowali inwestorzy na GPW, których zachowanie doprowadziło na początku marca do ponad 5-proc. spadku WIG20. Nasuwa się pytanie: co będzie dalej? Między innymi tę zagadkę próbują rozwikłać w tym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion nasi eksperci.*

*Istotnym tematem będzie w aktualnym numerze również kwestia emerging markets, czyli rynków wschodzących, na które nie bez wpływu pozostaje sytuacja geopolityczna.*

*Zachęcamy do lektury!*

## W numerze:



mapę skórek od banana tworzy Tomasz Stadnik z TFI PZU S.A.,



statystycznego polskiego inwestora ukierunkowuje Adam Łaganowski z ING TFI S.A.,



z czego aktualnie powinien składać się portfel inwestycyjny podpowiada Piotr Ludwiczak z TFI Allianz Polska S.A.,



pojedynek pomiędzy rynkami wschodzącymi a rozwiniętymi rozstrzyga Tomasz Adamus z Amplico TFI S.A.,



o atrakcyjności konsumentów na rynkach wschodzących opowiada Dr Mark Mobius z Templeton Emerging Markets Goup,



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Czarny łabędź pojawił się na geopolitycznym forum.

***Istniejemy po to, aby ludzie mogli  
we właściwym czasie podejmować  
dobre decyzje dotyczące ich pieniędzy.***



Mapa skórek od banana

Nie od dziś wiadomo, że skórka od banana potrafi spowodować nieoczekiwany i nieprzyjemny upadek na cztery litery. Dlatego mapa skórek od banana jest tak istotna w naszym procesie inwestycyjnym.

**Spróbujemy odpowiedzieć na pytanie, gdzie w tym roku mogą zaciąć się nie-miłe niespodzianki inwestycyjne i jak ich uniknąć.**

Poniżej uproszczona lista naszych skórek od banana AD 2014 oraz opis wybranych zagadnień:

- konsensus rynkowy i pozycjonowanie,
- Chiny (tutaj widzimy co najmniej 3 skórki od banana...),
- Abenomics,
- EM (podobnie jak w Chinach widzimy 3 skórki od banana),
- dług, delewarowanie, deflacja.

Taki obrazek każdy inwestor powinien odczytać jako ostrzeżenie przed nadmierną pewnością siebie. Skoro wszyscy sądzą to samo – to znaczy, że jeżeli będzie inaczej, bardzo dużo ludzi będzie zaskoczonych i ich reakcje mogą tylko pogłębić wahania rynku.

Na początku marca w Chinach mieliśmy do czynienia z pierwszym bankructwem produktu inwestycyjnego o charakterze quasi-depozytowym. Czy jest to taki chiński Bear Stearns? Myślę, że przekonamy się o tym w najbliższych 12-18 miesiącach.

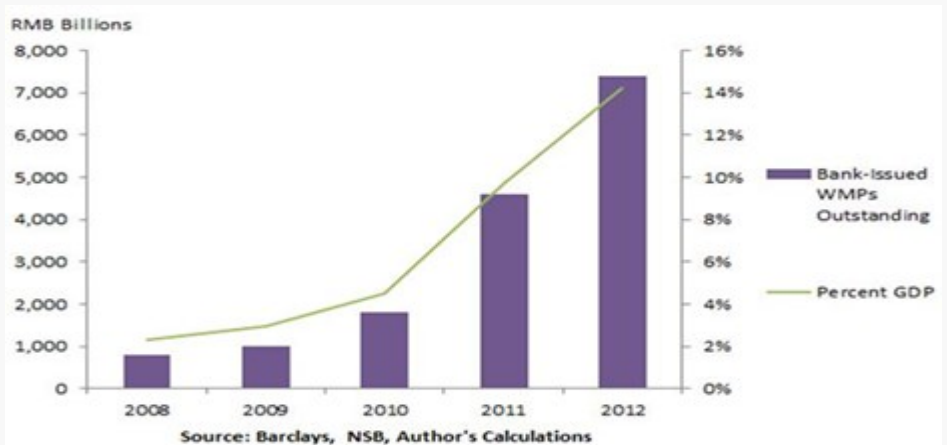
Blisko 20 proc. obligacji przedsiębiorstw denominowanych w dolarach wyemitowały spółki z krajów EM. Suma wszystkich emisji dolarowych z ostatnich 3 lat przekracza 1 bilion USD. W przypadku umocnienia się dolara względem walut lokalnych i jednocześnie pogorszeniu koniunktury w krajach EM (na przykład poprzez spadek cen surowców, których są one eksporterami), recepta na kryzys gotowa – scenariusz przypomina bardzo kryzys azjatycki z końca lat 90-tych.

Tab. nr 1: Equities vs. Fixed Income 2014 Outlook.



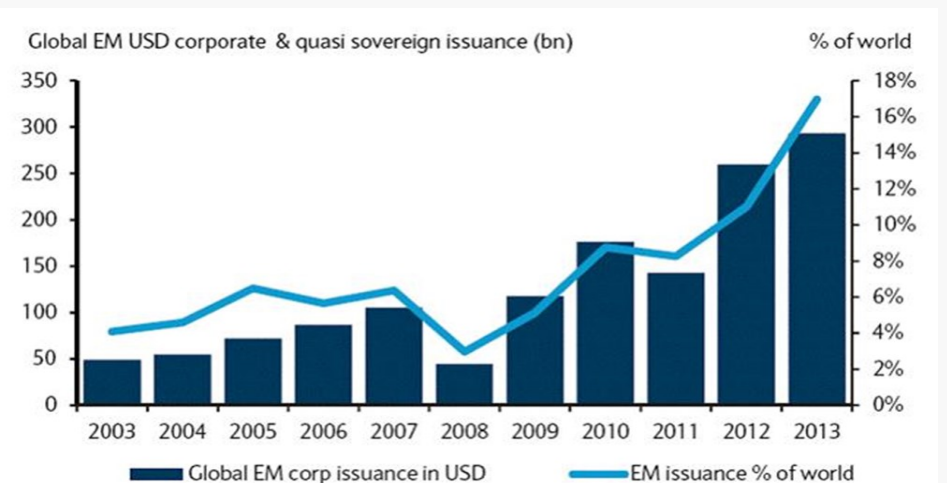
Źródło: Black Rock.

Wykres nr 1: Bank-Issued Wealth Management Product.



Źródło: Barclays, NSB.

Wykres nr 2.



Źródło: Barclays.

Przykłady powyżej to tylko niewielka część naszej mapy skórek od banana. Z drugiej strony proszę pamiętać, że zgodnie z tytułem jest to ćwiczenie „what if” („co się stanie jeśli”). **Nasz scenariusz bazowy na rok 2014 jest całkiem konstruktywny i nie zakłada wystąpienia większości z ryzyk, które analizujemy – co nie oznacza, że nie należy**

**być na nie przygotowanym w swojej strategii inwestycyjnej.**

**Tomasz Stadnik**

Wiceprezes Zarządu

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.

## W stronę ryzyka czy w stronę bezpieczeństwa, czyli w którą stronę powinien spoglądać aktualnie statystyczny polski inwestor?



Trzymając jedną rękę w lodzie, a drugą w ogniu statystycznie powinno być nam miło i przyjemnie. Podobnie jest z zastosowaniem statystyki w finansach. Teoretycznie, inwestując na dowolnym rynku przy P/E poniżej 10 i wychodząc przy P/E powyżej 30, mamy małą szansę popełnić błąd. W rzeczywistości, na rynki najczęściej środków płynie przy szczytach, a najczęściej odpływa przy dołkach. Jak tego uniknąć i gdzie jesteśmy obecnie?

W lutym 2014 minęła 5. rocznica obecnej hossy na GPW, co jest dość długim okresem, a stopa zwrotu z WIG liczona od dołka przekracza 160%. Średnia długość trwania hossy w przeszłości w naszym kraju wahała się między 5 a 6 lat, a siła jej wzrostów od około 300 do 500%.

**Statystycznie rynek byka trwa już więc wystarczająco długo, by dać argument kontrarianom do sprzedawania krajowych akcji.** Skala wzrostów jest jednak znacznie słabsza i pozostaje pewien niesmak po tej hossie, której brakuje najbardziej spektakularnej części – euforii. Dobrze pamiętamy euforię internetową i euforię budowlaną na GPW z ostatnich poprzednich rynków byka. Sprzedaż akcji przed najbardziej zyskową fazą (w której większość inwestorów dopiero wejdzie na rynek) nie jest najlepszym rozwiązaniem. Podsumowując – statystyka sprzyja GPW i poza okresem trwania hossy niewiele jest argumentów dla kontrarian.

Znacznie bardziej jednoznaczne sygnały płyną z rynku długu. Statystycznie krajowe obligacje dają dwucyfrowy wynik raz na 10 lat. Dodatkowo, po okresie dwucyfrowych stóp zwrotu wyniki polskich skarbowek były słabsze od depozytu – podobny scenariusz jest realizowany obecnie. **Jeśli krajowy inwestor chce się posłużyć statystyką, skierowanie się ku bezpiecznym inwestycjom to niewielki potencjał na zyski.**

**9. cud świata – mean reversion – czyli skłonność ceny danego aktywu do powrotu do długoterminowej średniej wydaje się najbardziej właściwym narzędziem inwestycyjnym.** Na każdym wykresie możemy wyznaczyć długoterminową linię, która w cudowny sposób przyciąga ceny aktywów. Czy będzie to wykres średniorocznej temperatury, opadów, długości dnia, falowania morza

czy aktywności plam na słońcu – zawsze w długim terminie zobaczymy tendencję do powrotu do średniej. Odchylenia od średniej w meteorologii zwane są anomaliami – np. śnieg w czerwcu bądź temperatura 25 stopni Celsjusza w połowie stycznia.

Podobnie jest na rynkach finansowych. Przykład – kurs EURUSD lub wcześniej marki niemieckiej do dolara to lekko pozytywnie nachylona linia o wartości około 1,2. Niezależnie od tego, czy w międzyczasie grozi nam bankructwo USA, rozpad strefy euro - zawsze wracamy do tej linii. Istnieje dodatkowa zależność – im mocniej odjedziemy od tej linii, tym mocniejszy będzie powrót.

Pobieżna analiza wykresów podstawowych indeksów wskazuje, że na siły gravitacji na wykresach najbardziej narażony jest S&P500, który znalazł się w formacji hiperboli, oddalając się mocno od swojej historycznej średniej. **Giełdy Japonii i rynków wschodzących to miejsca, gdzie kontrarianie mają największe pole do popisu i rynki te będą miały największy długoterminowy potencjał. Jeśli tylko wrócą do średnich.**

**Adam Łaganowski**

Manager ds. Dystrybucji, CFA

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Bieżące miejsce w cyklu koniunkturalnym a inwestycje w obligacje, czyli jakich papierów się wystrzeżać, a jakie przeważać w portfelu inwestycyjnym?

Szukając bezpiecznej inwestycji w otoczeniu niskiej inflacji, dużej zmienności na giełdach oraz konfliktu na Ukrainie należy sobie uświadomić, jakie ryzyka

czekają na inwestora powierzającego pieniądze w różne klasy aktywów.

**Instrumentami, które zarówno mogą przynieść sowite zyski, jak i spore**

**straty są niewątpliwie akcje.** Moim zdaniem istnieją co najmniej dwa czynniki, które sprzyjają wzrostom. Pierwszym z nich jest kondycja polskiej gospodarki,

która w czwartym kwartale 2013 roku wzrosła o 2,7% r/r, podczas gdy prognozy na lata 2014-2016 zakładają wzrosty o co najmniej 3,5% r/r. Drugim czynnikiem jest ciągle bardzo niska inflacja (0,7% r/r w styczniu br.). Na początku marca RPP obniżyła projekcję inflacyjną na kolejne lata i zapowiedziała, że co najmniej do końca trzeciego kwartału br. nie podniesie stóp procentowych. Należy jednak pamiętać, że wycena polskich akcji jest silnie uzależniona od sytuacji na pozostałych rynkach. Na niekorzyść z jednej strony działają historycznie wysokie wyceny indeksów amerykańskich oraz niemieckich, a z drugiej afera korupcyjna w Turcji oraz zagrożenie konfliktem Rosja-Ukraina. **Biorąc powyższe pod uwagę uważam, że polskie akcje mają potencjał do wzrostów, ale przy istniejących ryzykach nie uznałbym tej klasy aktywów jako bezpieczną, która w określonym horyzoncie inwestycyjnym przyniesie zysk.**

Moim zdaniem aktywami, które mają ograniczony (w stosunku do akcji) potencjał zarówno do zysków, jak i strat są polskie obligacje skarbowe. Po styczniowej przecenie, gdy rentowności dziesięcioletnich obligacji wzrosły do 4,75% (wówczas OFE przekazywały obligacje na rzecz Skarbu Państwa), nastąpiło silne odreagowanie. Rentowności osiągnęły poziom 4,2%, po drodze wracając w okolice 4,5%, gdy pojawiła się groźba interwencji militarnej Rosji na Ukrainie. Obecnie niski poziom rentowności uwzględnia już decyzję RPP o wydłużeniu forward guidance, więc potencjał do dalszych wzrostów cen obligacji krótko-

terminowych (2-letnich) wydaje się ograniczony. Obligacjom długoterminowym może sprzyjać dalsze utrzymywanie się niskiej inflacji (aczkolwiek projekcje zakładają jej wzrost do ok. 1,7%-2,4% w latach 2014-2015) oraz kolejne zawężanie się spreadów między obligacjami krajów PIGS a niemieckim „bundem”. **Niewykluczone, że w perspektywie pół roku przy spadających rentownościach fundusze obligacji skarbowych osiągną ponadprzeciętną stopę zwrotu.**

**Instrumentami, które pozwolą uniknąć strat, a na dodatek dadzą zarobić są obligacje korporacyjne.** Oczywiście przy zachowaniu zdrowego rozsądku. Charakterystyczną cechą polskiego rynku „korporatów” jest znaczący udział obligacji o zmiennym oprocentowaniu. W środowisku rosnących stóp procentowych (które jeszcze w tym roku mogą wzrosnąć) zmienny kupon daje inwestorowi przewagę nad stałymi odsetkami, ponieważ zwiększa zwrot z inwestycji przy uniknięciu spadku cen. Należy pamiętać, że najważniejszym elementem przy wyborze bezpiecznej inwestycji jest unikanie emitentów w złej kondycji finansowej - wysokość marży nie powinna stanowić głównego kryterium. Aby zwiększyć bezpieczeństwo swojej inwestycji należy zdywersyfikować liczbę emitentów w swoim portfelu oraz posiadać spółki z różnych sektorów - wówczas potencjalne bankructwo nie będzie zbyt szkodliwe dla całego portfela. Uważam, że rozsądne inwestycje w polskie „korporaty” o zmiennym oprocentowaniu i ratingu inwestycyjnym (a unikanie high



yieldów) dadzą bezpiecznie zarobić. W ostatnim czasie popularność zyskały fundusze, które w swojej polityce zakładają inwestowanie w obligacje posiadające rating inwestycyjny oraz mocne zdywersyfikowanie portfela. Świadczy o tym wpłaty do funduszy obligacji korporacyjnych. Na koniec lutego br. w portfelach tych funduszy znajdowało się 8,5 mld zł aktywów.

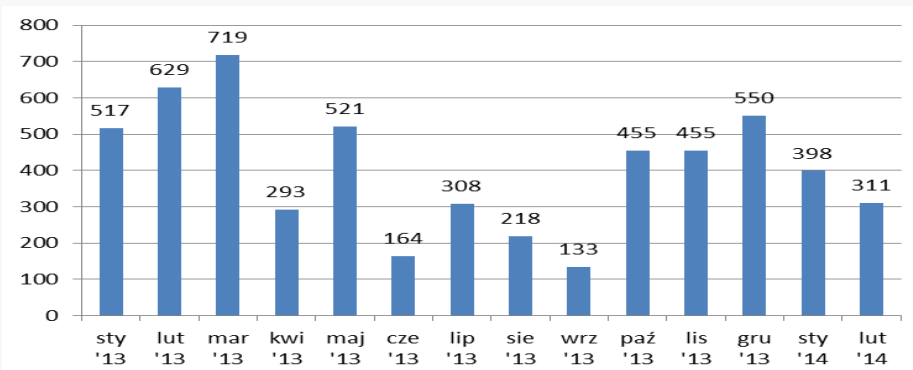
**Podjmując decyzje inwestycyjne należy wyznaczyć akceptowalny przez siebie poziom ryzyka oraz horyzont inwestycyjny.** Moim zdaniem polskie akcje powinny dać zarobić w horyzoncie długoterminowym, ale w krótkim terminie należy się liczyć z potencjalną stratą. **Z kolei uważam, że portfel zbudowany na polskich obligacjach korporacyjnych o zmiennym oprocentowaniu powinien dawać stabilny zysk w różnych warunkach makroekonomicznych, pod warunkiem, że ich emitenci posiadają rating inwestycyjny, a sam portfel jest rozsądnie zdywersyfikowany.**

**Piotr Ludwiczak**

Analitik Obligacji Korporacyjnych

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych  
Allianz Polska S.A.

Wykres nr 1: Wpłaty netto do funduszy obligacji korporacyjnych w milionach złotych.



Źródło: analizy.pl.

## Rynki wschodzące czy rozwinięte? Który segment akcji atrakcyjniejszy w rocznym terminie?

Na pewnym etapie procesu decyzyjnego instytucjonalny inwestor zarządzający globalnie dużymi środkami finansowymi stawia sobie zwykle pytanie o relatywną atrakcyjność rynków cechujących się różnym stopniem rozwoju. Poza rynkami dojrzałymi (developed markets: DM), w polu rozważań znajdują się rynki wschodzące (emerging markets: EM), a niekiedy również rynki peryferyjne, czy graniczne (frontier markets). W takiej klasyfikacji nie chodzi jedynie o poziom rozwoju ekonomicznego krajów, ale również inne istotne z punktu widzenia inwestorów cechy tych rynków (np. płynność, czy kwestia sprawnej organizacji obrotu).

Podobne pytanie, o to w jakich proporcjach przydzielić na poszczególne rynki - ze względu na ich relatywną atrakcyjność - swoje środki przeznaczone na inwestycje w akcje, może stawiać sobie inwestor indywidualny. **Choć w tym przypadku, decyzja może wprost, z pominięciem jednego szczybla, dotyczyć alokacji środków pomiędzy konkretne kraje, to i tak wydaje się, że warto mieć wcześniej pogląd, jakie perspektywy ma cała klasa rynków**

### wschodzących wobec rynków rozwiniętych.

Istnieją różne klasyfikacje krajów i różne indeksy dotyczące tytułowych grup rynków (jedne z najbardziej rozpoznawalnych prowadzi MSCI), a specyfika rynków wchodzących w ich skład jest często bardzo różna. Pomimo tego, taki uogólniony podział ma swoje uzasadnienie. Da się bowiem zaobserwować dość wyraźne tendencje występujące w kilkuletnich okresach, kiedy to jeden segment rynku jest wyraźnie silniejszy od drugiego. Dobrze obrazuje to Wykres nr 1: relatywna siła indeksu MSCI World (developed markets) do MSCI EM (emerging markets).

Widoczna na wykresie „złota dekada” dla rynków wschodzących (z przykrym tępieniem w okresie załamania giełd 2007-2008), zakończyła się jesienią 2010 roku. **Od tego czasu mamy do czynienia z odbudowującą się systematycznie siłą rynków rozwiniętych.**

Jeszcze do końca 2012 roku fundusze inwestujące przynajmniej część środków na rynkach wschodzących akcji odnotowywały napływy netto. Od lutego ubie-

głego roku jednak, umorzenia przewyższają nabycia o ok. 80 mld USD (Wykres nr 2). Dla funduszy akcyjnych inwestujących na rynkach rozwiniętych salda są dodatnie - w dużej mierze jest to wynik przesuwania środków z rynków instrumentów dłużnych.

Gdyby szukać miejsca zakończenia obecnej tendencji słabości EM na Wykresie nr 1, względnej siły obu rynków, to należałoby wskazać poziomy osiągnięty na przełomie XX i XXI wieku. Wynikałoby z tego, że do zakończenia bieżącego trendu droga jest jeszcze bardzo daleka. Natomiast fakt, że znajdujemy się właśnie bardzo blisko silnej linii wsparcia (pozioma linia, Wykres nr 1), wyznaczonej przez kilka mniej lub bardziej istotnych punktów zwrotnych w około 25-letniej historii notowań indeksów, może oznaczać rychłe nadejście odreagowania. A ono może doprowadzić w konsekwencji do powstania formacji głowy z ramionami.

Sam wykres notowań indeksu MSCI EM (Wykres nr 3) nie napawa jednak szczególnie optymizmem, co wskazywałoby na niezbyt wysoki potencjał ewentualnego odreagowania. Można odnieść wrażenie trwającej fazy dystrybucji, której towarzyszy wyrysowywanie formacji trójkąta. Do potwierdzenia tej formacji potrzebne jest jednak wybiecie dołem.

Co stoi za zarysowanym wyżej obrazem technicznym? Dlaczego tak świetnie radzące sobie przez dekadę rynki EM popadły obecnie w fazę słabości? Czy bieżące wyceny nie stanowią o większej atrakcyjności giełd krajów wschodzących?

**Wyceny spółek są obecnie rzeczywistości niższe na rynkach wschodzących niż rozwiniętych.** Na przykład wskaźnik cena do zysku jest względem DM o ponad 10 punktów procentowych niższy niż należałoby oczekiwać na podstawie wieloletniej średniej. W wartościach no-

Wykres nr 1: Relatywna siła Rynków Wschodzących względem Rynków Rozwiniętych. MSCI EM vs. MSCI World.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

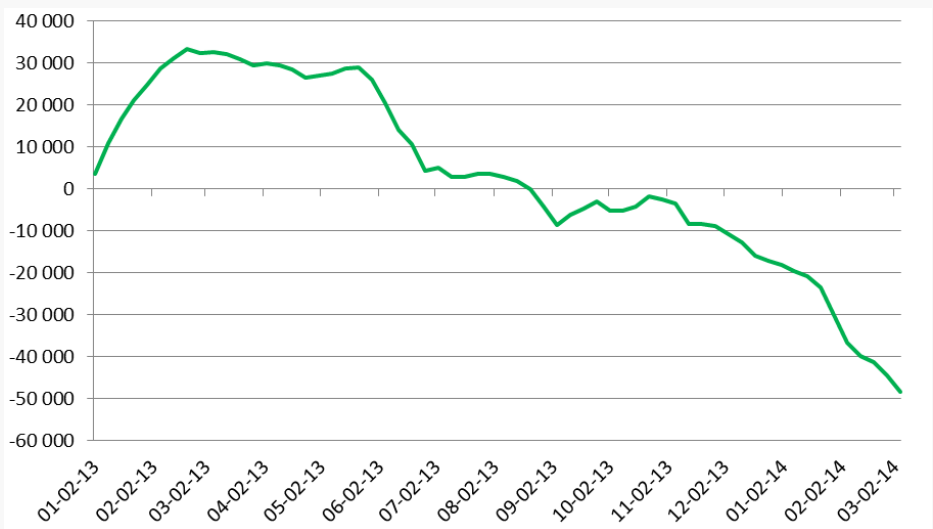
minalnych dyskonto względem DM wynosi ok. 30%. Sama analiza poziomu wyceny dla inwestora, który nie posiada wieloletniego horyzontu inwestycji, może być jednak niewystarczająca. Poziomy wycen, choć relatywnie niskie w stosunku do DM, są znacznie wyższe, niż na przykład odnotowane w okresie kryzysu azjatyckiego z 1998 roku. W przypadku niekorzystnego biegu wydarzeń, mogą więc nie zapewnić w średnim terminie wystarczającego poziomu komfortu i stopy zwrotu inwestującym w wartość.

Kraje wschodzące ciężko doświadczone kryzysem końca lat 90-tych, po okresie kilku lat zaburzeń, zaczęły stawać na nogi. Nastąpiło otwarcie się na międzynarodową wymianę handlową, rozwój rynków finansowych, zmiany społeczne i gospodarcze, które zaowocowały przyspieszeniem wzrostu gospodarczego. Wszystko to zostało odzwierciedlone we wzroście kursów akcji i silniejszym zachowaniu indeksów EM względem DM (Wykres nr 1, trend wzrostowy od przełomu 2000 roku do końcówki roku 2010).

Niektóre z głównych sił napędowych rynków EM (rosnące ceny surowców, tania siła robocza, silny globalny wzrost gospodarczy) zostały jednak wyczerpane. Od końca 2009 roku tempo wzrostu gospodarczego krajów EM traci systematycznie swoją przewagę nad tempem wzrostu DM. Spadające dynamiki są zaś czymś, czego rynki akcji wyjątkowo nie lubią.

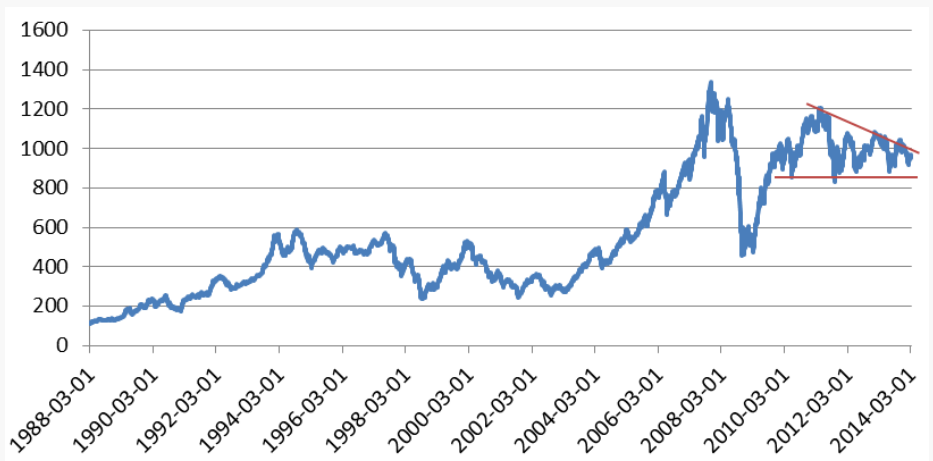
Obniżenie tempa wzrostu eksportu w niektórych krajach EM rekompensowane było pobudzaniem popytu wewnętrznego i inwestycji poprzez wzrost zadłużenia. Wyjątkowo luźna polityka monetarna krajów rozwiniętych sprzyjała tej strategii, powodując napływy finansowe do tych regionów. Po okresie bardzo ekspansywnego wzrostu kredytowego, weszliśmy jednak w fazę delewarowania. Sama zapowiedź przez Bena Bernanke w maju ubiegłego roku zamiaru dokonania zmniejszenia skali zakupów w ramach QE, czyli przejścia z ultraluźnej do bardzo luźnej polityki monetarnej, wywo-

Wykres nr 2: Skumulowane napływy do funduszy inwestujących na Rynkach Wschodzących.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Wykres nr 3: Indeks Rynków Wschodzących MSCI Emerging Markets.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

łała nerwowe reakcje rynków. Choć mocna dewaluacja walut niektórych krajów EM (zwłaszcza tych mocno uzależnionych od finansowania zewnętrznego, czy z wysokim deficytem C/A lub budżetowym) mogła wydawać się paniczna, bo obawy o faktyczny wzrost kosztów finansowania były przedwczesne, to jednak rynki dyskontują przyszłość i niejednokrotnie powodują samospełnienie się własnych przewidywań. Tak też wydaje się, było również w tym wypadku. Duże negatywne odpyły z niektórych rynków EM, spowodowały silne dewaluacje walut, wymuszając tym samym podwyżki stóp procentowych przez lokalne banki centralne. Ubocznym efektem tej próby

stabilizacji walut jest, poza wzrostem kosztów finansowania, zduszenie wzrostu gospodarczego.

Czy obecnie, gdy szereg negatywnych wydarzeń miał już miejsce, nierównowagi powstałe na części EM ulegają poprawie, nie należy rozpocząć budowy pozytywnego scenariusza dla tych rynków?

**Perspektywy długoterminowe wzrostu gospodarek krajów wschodzących pozostają przecież wciąż lepsze niż krajów rozwiniętych (wg IMF do 2018 roku o ok. 3 punkty procentowe), za sprawą kilku głównych czynników napędzających te gospodarki, tj. wzrostu poziomu urbanizacji, korzystnych tendencji demograficznych i**

**wzrastającej konsumpcji.** Silna dewaluacja powinna zacząć coraz wyraźniej wpływać na wzrost eksportu, który działałaby jako pozytywna przeciwwaga dla spadku popytu wywołanego podwyżkami stóp i ograniczeniem akcji kredytowej oraz poprawiałby bilans płatniczy. Jednocześnie sytuacja makroekonomiczna krajów rozwiniętych ulega poprawie, co również wspiera eksport EM. Istnieją jednak dwa główne elementy, które nasuwają pytanie: czy zanim będzie lepiej, nie będzie jeszcze gorzej?

Po pierwsze gospodarka chińska, która odgrywa kluczową rolę w spektrum EM, nie została, jak dotąd, szczególnie dotknięta perturbacjami na EM. Chiny starają się obecnie przejść z gospodarki silnie uzależnionej od inwestycji (ok. 50%! udział w PKB) głównie infrastrukturalnych na gospodarkę w większym stopniu opartą na popycie konsumpcyjnym. Droga do takiej przemiany wydaje się być jednak bardzo długa i trudna. Sterowanie wzrostem gospodarczym w taki sposób, aby uzyskać zakładane 7-7,5% może i jest możliwe, ale przy obecnym ogromnym zadłużeniu, bańce nieruchomościowej, dużym udziale zabezpieczeń kredytowych opartych na surowcach, itd., ryzyko niepowodzenia jest bardzo duże. Mamy tu na dodatek do czynienia z ryzykiem asymetrycz-

nym. Trudno bowiem oczekiwać w obecnej sytuacji, aby wzrost przekroczył więcej niż jedynie marginalnie zakładane wielkości; a przynajmniej szanse na to są relatywnie niewielkie.

**Nie wykluczony jest zatem scenariusz, jeśli nie mocnego wyhamowania chińskiej gospodarki, to przynajmniej systematycznego obniżania jej tempa wzrostu. Miałyby to negatywne konsekwencje dla globalnej gospodarki, ale w pierwszym rzędzie dla EM.** Chiny posiadają bowiem bardzo silne powiązania ekonomiczne z regionem Azji, wraz z którym mają dominujący udział w rynkach EM (ponad 60% w indeksie MSCI EM). Chiny to m.in. główny importer podstawowych surowców przemysłowych. Sytuacja na EM, których gospodarki są na relatywnie niższym szczeblu zaawansowania, jest z kolei dość mocno dodatnio skorelowana z cenami surowców.

Drugim elementem, który powinien oddziaływać wciąż negatywnie szczególnie na rynki EM, jest kontynuacja ograniczania QE i generalnie w dalszej perspektywie próba przejścia przez FED w bardziej wyważone obszary polityki monetarnej.

Nie wchodząc w rozważania dotyczące poszczególnych krajów EM, trzeba na

koniec zaznaczyć, że segment EM jest mocno niejednorodny. Jak każde uproszczenie, tak i ta klasyfikacja ma swoje minusy. Niech najlepszą ilustracją tego będzie Wykres nr 4, obrazujący względną siłę polskiego rynku akcji, tj. indeksu WIG, oraz MSCI EM.

**Podsumowując, w horyzoncie rocznym, uwzględniając potencjalne ryzyka, rynki rozwinięte wydają się relatywnie bardziej atrakcyjne od rynków wschodzących.** Zastosowanie pojemnej kategorii rynków EM jest pewnym uproszczeniem rzeczywistości. Sytuacja w różnych krajach może kształtować się bardzo odmiennie i będzie zależeć od czynników specyficznych.

Teza o większej sile rynków DM nie wyklucza wzmocnienia rynków EM w okresie kilkumiesięcznym, na przykład na skutek przejściowego wstrzymania ograniczania programu QE. Ten scenariusz pozostaje w sferze możliwości. Natomiast fakty, z jakimi mamy ostatnio do czynienia, to istotny wzrost napięć geopolitycznych. Nie wiemy czy sprawa Ukrainy nie jest swego rodzaju próbą sił pomiędzy „blokiem transatlantyckim” i osią Rosja-Chiny-Iran (podział mniej lub bardziej przypominający polaryzację na DM i EM – zwłaszcza uwzględniając ostatnie sygnały wsparcia dyplomatycznego Indii dla interesów rosyjskich na Krymie), która może mieć swój dalszy ciąg. Ewentualne wzajemne sankcje mogłyby mieć bardzo negatywne konsekwencje dla wszystkich gospodarek, ale kraje EM wydają się być bardziej narażone na ich skutki.

#### **Tomasz Adamus**

Dyrektor Inwestycyjny, Zarządzający Funduszami, CFA

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wykres nr 4: Indeks WIG na tle indeksu MSCI Emerging Markets.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

## Inwestowanie na rynkach wschodzących. Zaspokajanie potrzeb konsumentów z rynków wschodzących.

Od pewnego czasu dostrzegamy, że rosnący popyt konsumencki staje się kluczowym motorem rozwoju gospodarek i giełd na rynkach wschodzących. Za szczególnie interesującą uważamy ekspansję popytu na usługi konsumenckie, a nie tylko wzrost zapotrzebowania na produkty. Wyniki naszych badań wskazują na powiększanie się grupy przedsiębiorstw oferujących usługi klientom z rynków wschodzących.

**Naszym zdaniem, sektory usług w krajach rozwijających się mogą mieć znaczący potencjał wzrostowy.** Według danych Banku Światowego, w 2012 r., usługi wygenerowały ponad 70% aktywności ekonomicznej w „krajach o wysokich dochodach” (*dane Banku Światowego o klasyfikacji światowej aktywności gospodarczej za 2012 r.*). W „krajach o niskich i średnich dochodach”, stanowiących odpowiedniki rynków wschodzących i nowych rynków wschodzących, wskaźnik ten wyniósł 53% (*dane Banku Światowego o klasyfikacji światowej aktywności gospodarczej za 2012 r.*). Usługodawcy z rynków wschodzących korzystają zatem nie tylko na samym wzroście gospodarczym, ale także na konwergencji z udziałem usług w rozwiniętych gospodarkach. Chiny znane są z wyjątkowo niskiego wkładu usług w produkt krajowy brutto (PKB) wynoszącego 45% w 2012 r. i równego rozmiarom krajowego sektora przemysłowego. Nie jest to jednak sytuacja wyjątkowa: przykładowo, w Indonezji usługi stanowiły w 2012 r. tylko 39% gospodarki, a w Nigerii wskaźnik ten wynosił zaledwie 26% (*dane Banku Światowego o klasyfikacji światowej aktywności gospodarczej za 2012 r.*).

**Uważamy, że możliwości inwestycyjne można znaleźć w rozmaitych obszarach związanych z usługami.** Na szczególną uwagę zasługuje **sprzedaż detaliczna**; sieci sklepów spożywczych i



supermarketów w wielu krajach przejmują udział w rynku pojedynczych sklepów i sprzedawców, zarabiając na „efekcie skali” oraz skutecznym zarządzaniu. Wydatki na dobra luksusowe dynamicznie rosną wraz ze wzrostem zamożności konsumentów; w niszowych branżach, takich jak jubilerstwo czy kosmetyki, wzrost sprzedaży i zysków jest znacznie wyższy, niż sugerują to względnie umiarkowane wyceny akcji.

Rosnące dochody per capita na rynkach wschodzących umożliwiają wydawanie coraz większych ilości pieniędzy na **rekreację**, a spore możliwości pojawiły się także w **rozrywce**. Przykładowo, 2013 r. przyniósł błyskawiczny wzrost sprzedaży w firmach zajmujących się hazardem oraz turystyką w chińskim specjalnym regionie ekonomicznym Makau. Poprawa połączeń transportowych z resztą kraju, połączona z powstawaniem nowych hoteli i obiektów rekreacyjnych na osuszonych niedawno terenach obszaru Cotai, przełożyła się na znaczący wzrost ruchu turystycznego w lokalnych kurortach. Rośnie także turystyka w Chinach

kontynentalnych; formalnie organizowanym i regulowanym wycieczkom zaczynają towarzyszyć podróże indywidualne, co tworzy nową dynamikę w branży turystycznej.

Kolejny dynamicznie rozwijający się obszar w sektorze usług na rynkach wschodzących to **usługi finansowe**: apetyty konsumentów na produkty oszczędnościowe i kredytowe zaczynają szybko rosnąć. Na różnych rynkach wschodzących i nowych rynkach wschodzących dostrzegalny jest trend związany z odchodzeniem dobrze zarządzanych banków od kredytowania państwowych przedsiębiorstw i organów rządowych w kierunku zwiększania wolumenu kredytów udzielanych konsumentom i małym przedsiębiorstwom. Uważamy, że firmy ubezpieczeniowe także mogą skorzystać na wzroście zamożności i starzeniu się populacji, które to czynniki będą napędzać popyt na takie produkty, jak fundusze emerytalne czy ubezpieczenia zdrowotne. Działania zorientowane na wzmocnienie zabezpieczeń społecznych, obejmujące, na przykład, ogłoszone niedawno propozycje reform w Chinach, również mogą wygenerować znaczący wzrost zapotrzebowania na produkty ubezpieczeniowe.

Niezwykle dynamicznie rośnie na różnych rynkach wschodzących aktywność **firm telekomunikacyjnych**, ze szczególnym uwzględnieniem operatorów telefonii komórkowej. Klienci z krajów rozwijających się, na czele z krajami afrykańskimi, z entuzjazmem przyjmują technologie mobilne, które z powodzeniem zastępują tradycyjną naziemną infrastrukturę komunikacyjną.

Bodaj najbardziej ekscytującym segmentem w sektorze usług jest, naszym zdaniem, rozwijająca się **sieć internetowa**. Z uwagi na brak jakiegokolwiek infrastruktury sieciowej na wielu rynkach wscho-



dających, wdrażanie handlu internetowego w wielu branżach ma niezwykle dynamiczny przebieg. Platformy e-handlowe w Ameryce Łacińskiej, internetowa sprzedaż wycieczek i biletów w Chinach czy afrykańskie systemy mobilnych przelewów to przykłady adaptacji tradycyjnych usług do warunków epoki Internetu. Chińskojęzyczne portale internetowe rozwijają się błyskawicznie, a lokalne wyszukiwarki i firmy internetowe korzystają na niechęci chińskich władz do

przyjmowania ich odpowiedników z USA. Chińscy konsumenci aktywnie korzystają z usług i gier online, co, w naszej ocenie, zapewnia potencjalnie bardzo duży strumień przychodów dla firm z tych branż.

#### Dr Mark Mobius

Prezes Templeton Emerging Markets Group

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży ani zachęty do kupna tytułów uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu zarejestrowanej w Luksemburgu spółki SICAV Franklin Templeton. Żadnych informacji zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Z uwagi na błyskawicznie zmieniające się warunki rynkowe, Franklin Templeton Investments nie zobowiązuje się do uaktualniania niniejszego materiału.

Opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulegać zmianom bez odrębnego powiadomienia. Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i mają charakter informacji pobocznych.

Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, należy skonsultować się z doradcą finansowym. Kopię najnowszego prospektu Funduszu, „Podstawowych informacji dla inwestorów” oraz sprawozdania rocznego i półrocznego (o ile było opublikowane później) można znaleźć na stronie internetowej [www.franklintempleton.pl](http://www.franklintempleton.pl) lub otrzymać za darmo od Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o., Rondo ONZ 1; 00-124 Warszawa, tel.: +48 22 337 13 50; faks: +48 22 337 13 70.

Dokument wydany przez Franklin Templeton International Services S.à r.l. - Pod nadzorem Commission de Surveillance du Secteur Financier.

© 2014 Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Czarny łabędź pojawił się na geopolitycznym forum



Luty był dla giełd akcji miesiącem po prostu znakomitym. Można powiedzieć, że obowiązywało znane przysłowie w wersji odwrotnej - złe miłego początku. W USA początek miesiąca rozpoczął się bowiem od dwuprocentowej przeceny. Nagromadziło się przynajmniej 4 powody, które do tego doprowadziły: słabsze dane makro, zaraza z rynków rozwijających się, słabsze prognozy spółek (pierwszy od dłuższego czasu sezon kwartalny zakończony spadkami indeksów) i w końcu działania Fed, czyli redukcja zakupów aktywów.

To była jednorazowa przecena. Potem indeksy dzielnie odrabiały straty. Nie zaszkodziło nawet to, że pierwsze publiczne wystąpienie (w Kongresie) Janet Yellen w roli szefa Fed było nieco bardziej „jastrzębie” niż tego oczekiwano. Zapowiedziała kontynuację polityki Bena Bernanke, co oznacza dalsze redukcje skupu aktywów. Złagodziła to nieco, jednak, mówiąc, że tempo redukcji zależy do stopnia poprawy sytuacji na rynku pracy, a jak na razie jest on dalece niezadowolający. Sprawa podniesienia limitu zadłużenia USA przemknęła prawie niezauważona. Republikanie bojąc się wpływu tej sprawy na tegoroczne wybory poddali się bez walki i limit został podniesiony do 17,2 biliona dolarów, co wystarczy do 2015 roku.

Giełdy weszły znowu w stan lekceważenia wszelkich złych sygnałów, a S&P500 nie tylko anulował formację podwójnego szczytu, czyli anulował sygnał sprzedaży, ale ustanowił też nowy rekord wszechczasów. **Wydawało się, że marzec też będzie doskonałym miesią-**

**cem dla obozu byków, ale wynurzył się czarny łabędź, czyli zdarzenie nieoczekiwane. Było nim oczywiście zaostrzenie sytuacji na Ukrainie, a szczególnie na Krymie.** Amerykanie jednak niespecjalnie się tym przejmowali. Działała zasada, zgodnie z którą wrażliwość rynku jest odwrotnie proporcjonalna do odległości od konfliktu. W chwili pisania komentarza na Wall Street panowało po prostu wyczekiwanie.

Inaczej zachowywała się GPW. W lutym byki na parkiecie zdecydowanie rządziły. Pomagało im to, że przed 3 lutego OFE już akcji nie sprzedawały. Pozostawało postawić pytanie: kto i dlaczego tak kupuje? Mówiono o OFE, ale według mnie to jest mało prawdopodobne – i tak miały już mnóstwo akcji w portfelach (około 85 procent). Pozostawały TFI albo zagranica – na przykład właściciele OFE, co uważam za najbardziej prawdopodobne. Pomogło też uspokojenie na rynkach rozwijających się.

WIG20 wyrysował formację podwójnego dna dając mocny sygnał kupna. Do tren-

du wzrostowego wracać zaczęły MWIG40 i SWIG80. Wszystko wyglądało znakomicie. **Luty zakończył się wyraźną zwyżką indeksów i zapowiadało się, że będzie one kontynuowana. Jednak od początku marca konflikt Ukraina – Rosja całkowicie zmienił obraz rynku.**

Nie wydaje mi się, żeby pierwsza reakcja GPW (spadek WIG20 o ponad pięć procent) była racjonalna, ale rynki lubią spokój, a zawirowania tuż za naszą granicą (bo przecież problem ukraiński nie ogranicza się do Krymu) bykom nie pomagają. Polska prawie na pewno za mocne poparcie nowego rządu ukraińskiego

zapłaci, ale to nie będzie strata prowadząca do bessy na rynku akcji.

Jeśli mam rację i Rosja ograniczy się do podporządkowania Krymu, to dyplomacja będzie prowadziła do chwilowego uspokojenia, co pomoże GPW. Bardzo wątpię, żeby Rosja zaatakowała Zachodnią Ukrainę. Gdyby jednak tak się stało, a reakcja świata byłaby bardzo ostra, a giełdy zareagowałyby paniką.

Uważam, że Rosja poczeka na niezadowolone z reform, które Ukraina będzie musiała przeprowadzić. Następny etap kryzysu będziemy mieli, jeśli zbuntuje się Zachodnia Ukraina. Wtedy świat wszedł-

by w ostrą fazę konfliktu (choć bez zagrożenia militarnego Polski), ale na to przyjdzie poczekać co najmniej rok. Uważam, że w tym roku kupno akcji przy przecenach wynikających z geopolityki przyniesie, zgodnie z powiedzeniem „kupuj, gdy krew się leje”, kupującym zyski.

**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](http://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](http://www.xelion.pl)