

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 05 (39) 13 maja 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,

W najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion skupimy swoją uwagę na trzech tematach rynkowych. W swoich rozważaniach zaktualizujemy obraz sytuacji spółek w branży medycznej i zbadamy możliwości, jakie stwarzają one dla inwestorów. Poruszymy też kwestię inflacji i jej ewentualnego wpływu na (ostatnio budzące gorące dyskusje wśród Polaków) decyzje dotyczące pozostania bądź nie w OFE. Kontynuowany będzie też temat emerging markets, a doprecyzowując, zbadamy grunt na nowych rynkach wschodzących. A wszystko to przy udziale cenionych ekspertów rynków finansowych.

A na koniec, tradycyjnie już, ostatnie wydarzenia rynkowe skomentuje dla nas Piotr Kuczyński.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:



na pytania dot. branży medycznej odpowiada Marcin Szuba z TFI PZU S.A.,



o inflacji opowiada Piotr Zagala z TFI Allianz Polska S.A.,



nowe rynki wschodzące charakteryzuje dr Mark Mobius z Templeton Emerging Markets Group,



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Maj może być trudnym miesiącem dla GPW.

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



Korekta na Nasdaq, a wyniki spółek medycznych, czyli krótkie podsumowanie sytuacji w branży medycznej



Na GPW i NewConnect przybywa spółek medycznych. Warto interesować się tą branżą?

Zdecydowanie tak. Jednym z głównych powodów, oprócz wysokiej innowacyjności tego sektora, są zachodzące zmiany demograficzne. Starzejące się społeczeństwo z punktu widzenia rynku pracy czy systemu emerytalnego jest zjawiskiem negatywnym, ale pozytywnym w kontekście inwestycyjno-medycznym. Wg badań amerykańskich osoby powyżej 65. roku życia wydają średnio kilkanaście procent swojego rocznego dochodu na różnego rodzaju leki bądź usługi medyczne. Dla porównania, wskaźnik ten dla osób ok. 30 roku życia wynosi poniżej 5 procent. Wydatki będą więc rosły. To bardzo ciekawy sektor, ale jednocześnie trudny ze względu na swoją specyfikę. Jak bardzo innowacyjna jest to branża i jak szybko zachodzą w niej zmiany, pokazuje chociażby przykład sekwencjonowania genomu ludzkiego. Jeszcze 10 lat temu potrzeba było kilkaset milionów dolarów i ponad 10 lat pracy, żeby go odczytać. Dzisiaj możemy to zrobić w 24 godziny i kosztuje to mniej niż 5 tysięcy USD. Jednocześnie akcje firmy, która ma najbardziej zaawansowaną technologię w tym obszarze, wzrosły w tym czasie kilkudziesięciokrotnie.

Specyfika tego sektora powoduje trudności z odpowiednią wyceną spółek

medycznych, szczególnie tych biotechnologicznych.

Jak pokazuje wiele przykładów z naszego portfela, tego typu spółek nie można analizować i inwestować w nie tylko przez pryzmat wyników finansowych. Świadczy o tym np. przypadek Regenerona, którego akcje w połowie 2011 r. kosztowały ok. 50 USD. Wtedy analityk pewnego wpływowego biura maklerskiego z Wall Street obniżył rekomendację z "kupuj" do "trzymaj" dla tej firmy pracującej m.in. nad terapią przeciwko zwyrodnieniu płamki żółtej (najczęstsza przyczyna ślepoty u ludzi powyżej 65. roku życia). Zrobił tak, bo jej akcje w ciągu kilku miesięcy podrożały o 150 proc. w roku, który dla rynków akcji był trudny. Przy 50 USD za walor kapitalizacja tej spółki sięgnęła 5 mld USD, czyli ok. 10 razy więcej niż roczne przychody. Prognoza zakładała na kolejne lata ok. 200 mln USD straty operacyjnej, a na poziomie netto jeszcze więcej, co nie pozwalało na wyliczenie wskaźnika C/Z. Zatem z fundamentalnego punktu widzenia była to bardzo droga spółka. Teraz akcje Regenerona kosztują ok. 300 USD, co daje 29 mld USD kapitalizacji, a więc ok. 6-krotny wzrost.

Jak więc wyszukiwać perełki z sektora medycznego?

Moje odczucie jest takie, że analitycy zbyt często podchodzą do tych spółek finansowo i stosując analizę techniczną. W przypadku branży medycznej trzeba przestawić się na inne myślenie. Kluczową metodą analizy tego typu firm jest analiza medyczna - znajomość rynku, próba oceny jakości badań klinicznych - i na jej podstawie szacowanie prawdopodobieństwa sukcesu. Kluczem jest ocena produktu i jego użyteczności z punktu widzenia medycznego, jego przewag nad konkurującymi terapiami np. w aspekcie skuteczności klinicznej czy objawów ubocznych. Dopiero później można pokusić się o prognozowanie

udziałów w rynku i na tej podstawie oszacować wielkość przychodów i kolejnych poziomów wyników.

Zwykle inwestorzy dyskontują przyszłość z kilku-, kilkunastomiesięcznym wyprzedzeniem.

W przypadku branży farmaceutycznej czy biotechnologicznej rynek jeszcze dalej wybiega w przyszłość. Wynika to z długiego okresu opracowania i wprowadzenia do sprzedaży leków czy produktów medycznych. Zarejestrowanie leku i wprowadzenie go do sprzedaży może zająć nawet więcej niż 10 lat od rozpoczęcia nad nim prac.

Rynek często myli się w przypadku spółek biotechnologicznych?

Tak, bo to trudna branża. Tak było np. z lekiem na stwardnienie rozsiane - rynek wyceniał jego producenta na 30 USD już po zakończeniu badań i rejestracji, ale przed rozpoczęciem sprzedaży. Kilka lat później, kiedy lek przynosił już 1 mld USD przychodów akcje kosztowały około 10 USD, bo wcześniejsze oczekiwania rynku były zbyt wysokie i dodatkowo pojawił się objaw uboczny ograniczający jego stosowanie. Trzeba mieć na uwadze, że rynek biotechnologiczny w pewnych obszarach jest podatny na bańki spekulacyjne.

Czy Pana zdaniem drobni inwestorzy powinni angażować się w sektor medyczny?

Ta branża jako całość zawiera mniejsze podgrupy, które są zarówno bardzo atrakcyjne jak i wyjątkowo ryzykowne z punktu widzenia inwestycyjnego. Największy i najbardziej dynamiczny na świecie giełdowy rynek medyczny jest w USA. Kapitalizacja tamtejszego indeksu 25 dużych spółek farmaceutycznych jest wielokrotnie większa od kapitalizacji całej GPW. A inwestowanie na rynkach zagranicznych rodzi kolejne ryzyka: walutowe, językowo-terminologiczne, techniczne.

Poza tym sektor medyczny jest bardzo rozległy i skomplikowany. Pojawia się dużo publikacji i informacji mających wpływ na wycenę spółek z tej branży. Mamy dostęp do danych, które są często bardzo kosztowne, a ich zinterpretowanie wymaga dużej pracy analitycznej. Dlatego, jeśli ktoś chce mieć ekspozycję na sektor medyczny, a nie jest w stanie budować samodzielnych i szerokich kompetencji zmniejszających ryzyko, to moim zdaniem powinien zlecić to zadanie specjalistycznym funduszom. To pewien rodzaj kapitalizmu powierniczego, zmniejszającego ryzyko.

Jaka jest Pana strategia?

Cała nasza praca polega na tym, aby zobaczyć w badaniach coś, co przez jakiś czas jest mniej oczywiste dla globalnych inwestorów. Chodzi o to, aby

kupić akcje perspektywicznej spółki po 50 USD, zanim cena wzrośnie do 100-120, kiedy szeroko dostrzeże ją Wall Street i wywinduje następnie do poziomu 300 USD. Stopy zwrotu w tej branży mogą być więc wysokie, ale ryzyko jest również duże.

Do którego momentu występuje niepewność w sprawie nowych terapii?

W medycynie niepewność pozostaje aż do samego końca, czyli do momentu rejestracji leku przez odpowiedni urząd. Ale nawet wtedy ryzyko nie znika zupełnie. Tak było np. niedawno w przypadku pewnego leku na białaczkę typu CML, który przeszedł fazę rejestracji i został wprowadzony do sprzedaży. Jednak, kiedy zaczęto go stosować na większej populacji, pojawiły się efekty uboczne, które nie ujawniły się w takim zakresie w

przebiegach na mniejszej grupie badań klinicznych. W konsekwencji kurs akcji spadł o ponad 80 procent.

Pomimo ryzyka związanego z inwestowaniem w sektor medyczny uważamy, że najbliższe dziesięć lat będzie kontynuacją pozytywnych zmian w wielu obszarach medycyny. Powinno to przełożyć się na wzrost wartości spółek, które wprowadzą na rynek nowe, lepsze terapie. Rynek kapitałowy daje możliwość uczestnictwa w tych zmianach.

Lek. med. Marcin Szuba

Zarządzający PZU Energia Medycyna Ekologia oraz PZU FIZ Medycyną Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.

Marcin Szuba jest lekarzem medycyny. Przez sześć lat pracował w nowozelandzkiej agencji rządowej w Wellington zajmując się oceną technologii medycznych. Od połowy 2010 roku zarządza funduszami medycznymi w TFI PZU, których aktywa wzrosły od tego czasu z kilku mln zł do prawie 1 mld zł obecnie. Zarówno fundusz PZU FIO EME jak i PZU FIZ Medycyny są funduszami globalnymi, których aktywa lokowane są głównie w Europie Zachodniej i USA. Oba fundusze do tej pory zanotowały dodatnie stopy zwrotu. Wartość jednostki EME od momentu powstania w połowie 2010 roku wzrosła o ponad 107%, natomiast wartość certyfikatu FIZ'a Medycznego od rozpoczęcia działalności tego funduszu pod koniec 2012 roku wzrosła o około 28%.

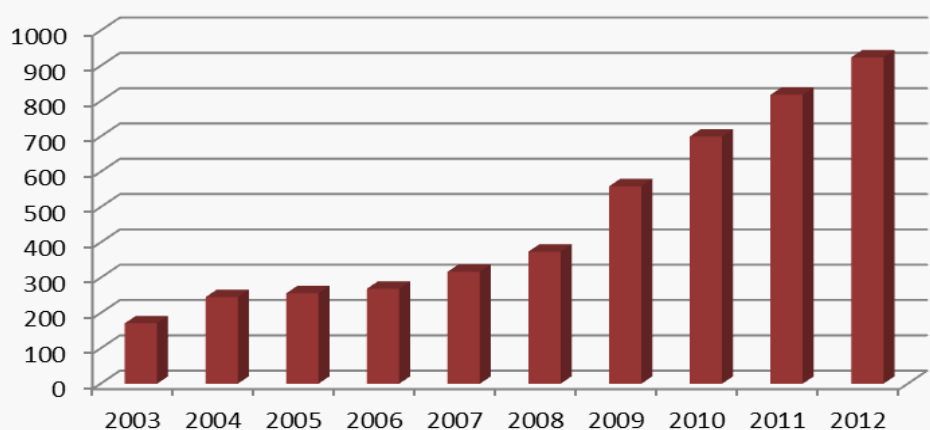
Krótko o inflacji, czyli dlaczego wybieram OFE

„Są trzy rodzaje kłamstw: kłamstwa, wielkie kłamstwa i statystyka” - te słowa, wypowiedziane już dość dawno przez Beniamina Disraeli, są dość często przywoływane przez osoby odczytujące statystyki makroekonomiczne. Wręcz cisną się nam na usta, gdy czytamy, iż inflacja w Polsce spadła bo... na straganach w tym roku wcześniej pojawiły się młode ziemniaki.

Jestem jednak inwestorem, a nie dziennikarzem łowiącym sensacje, dlatego postanowiłem bliżej przyjrzeć się tematu i sprawdzić, czy podejrzenia odnośnie zaniżania stopy inflacji są prawdziwe.

Najdłuższe szeregi danych dostępne są dla rynku amerykańskiego i to właśnie na nich postanowiłem przeprowadzić swe mini badania.

Wykres nr 1: Koszt wydobycia uncji w kopalni TauTona.



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z serwisu Bloomberg.

Teoria ekonomii mówi nam, iż inflacja ma dwa podstawowe źródła: popytowe oraz kosztowe. W dłuższym okresie podział taki wydaje się jednak nieistotny. Przykładowo, zwyżka cen meta-

li wynikająca ze wzrostu popytu powoduje przyrost kosztów wytworzenia maszyn wykorzystywanych przy wydobyciu. Przede wszystkim jednak wzrost marż przyczynia się do wzrostu nakładów

inwestycyjnych i w dłuższym okresie nadprodukcji metali. Ostatecznie, po przebyciu całego cyklu gospodarczego ceny spadają do poziomu równowagi, który w przybliżeniu porusza się w tempie inflacji. Można by rzec, iż kura znosi jajo, które następnie staje się kurą itd...

Idealnym przykładem potwierdzającym tezę, iż ceny surowców są ściśle powiązane z kosztami wydobycia jest porównanie ceny wydobycia uncji złota w najgłębszej (prawie 4 km) kopalni Tau Tona w Republice Południowej Afryki, z cenami spotowymi złota na świecie. W latach 2003-2012 koszty wydobycia w kopalni wzrosły prawie 400% (Wykres nr 1), podczas gdy ceny światowe złota o ok. 350%.

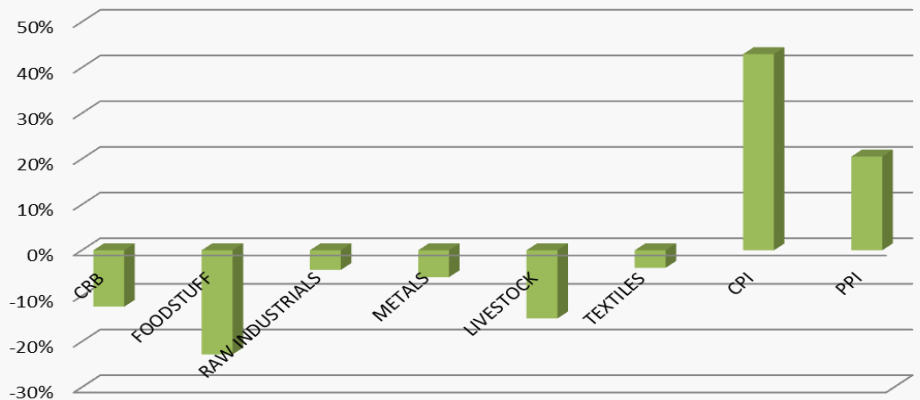
Idąc dalej tym tokiem myślenia, można założyć, iż średnia zmiana cen wszystkich podstawowych surowców powinna być w dłuższym okresie zbliżona do stopy inflacji. Pozostałe czynniki wytwórcze, a więc ziemia i praca ludzka powinny być pochodną tychże. Cena ziemi winna wynikać z dochodów z niej uzyskiwanych (zboża, kopaliny), a praca ludzka ma być wynagradzana w taki sposób, by siła robocza mogła się odnawiać (czyt. ludziom chciało się żyć).

Czy tak było w przyszłości? Jeśli spojrzymy na ceny podstawowych surowców w USA w latach 1984-1994 (Wykres nr 2), to okaże się, iż ich ceny spadały, podczas gdy CPI i PPI znacząco wzrosły. Najwidoczniej w okresie tym ponadprzeciętnie rosła cena pracy ludzkiej. Przyczyną mógł być rosnący udział usług w produkcie krajowym USA.

W kolejnym dziesięcioleciu sytuacja powróciła niejako do normalności. Dynamika CPI (25%) i PPI (15%) była bardzo zbliżona do wzrostu cen surowców wynoszącego około 20% (Wykres nr 3).

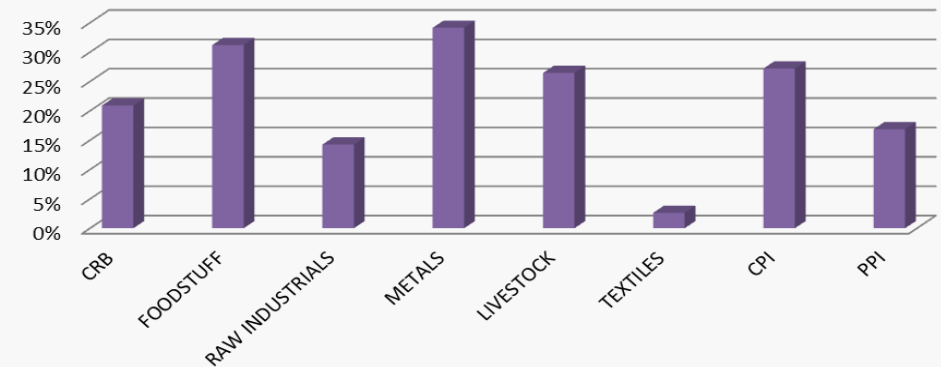
Ekonomiczny „cud” miał jednak miejsce w ostatnim dziesięcioleciu. W okresie tym ceny surowców rosły przeciętnie dwa razy szybciej, niż ceny dóbr konsumpcyjnych. Co ciekawe, ceny dóbr przemysłowych rosły szybciej aniżeli CPI, co zaprzecza mojej teorii o wpływie

Wykres nr 1: Zmiana cen podstawowych surowców w USA w latach 1984-1994.



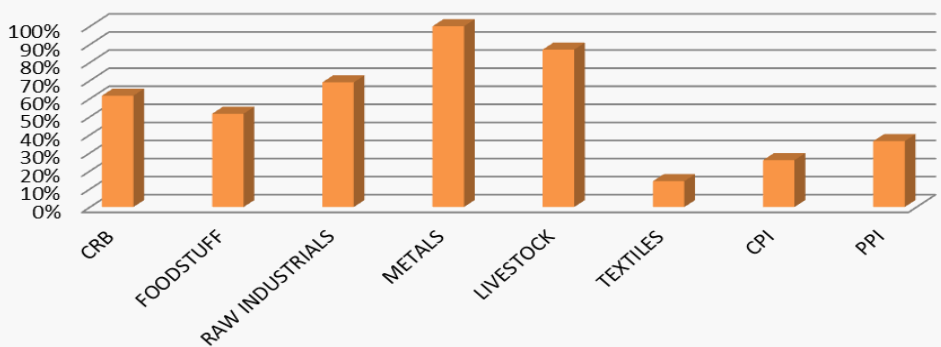
Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z serwisu Bloomberg.

Wykres nr 3: Zmiana cen podstawowych surowców w USA w latach 1994-2004.



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z serwisu Bloomberg.

Wykres nr 4: Zmiana cen podstawowych surowców w USA w latach 2004-2014.



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z serwisu Bloomberg.

wzrostu udziału usług w PKB na wzrost cen (Wykres nr 4).

Przyczyną tego stanu jest jednak nie nowa era w gospodarce globalnej, lecz wprowadzenie nowoczesnych technik liczenia inflacji. To właśnie USA było liderem w takich praktykach. W sukces przyszły nowinki techniczne. W praktyce, od lat Amerykanin wydaje na telewizor powiedzmy 1000 USD. Z początku był to

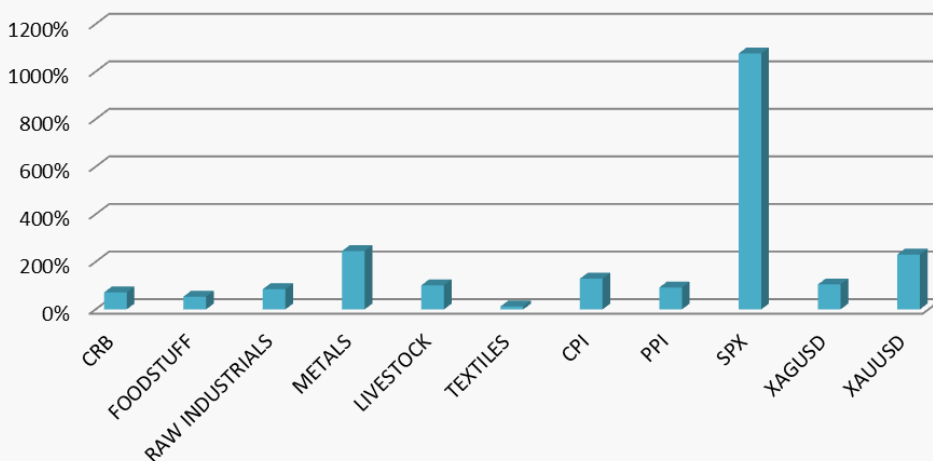
jednak telewizor kineskopowy, później plazmowy, następnie ledowy, a teraz 3D czy 4K. W praktyce to ten sam produkt, ale dla urzędu statystycznego zdążył już potanieć czterokrotnie. Niegdyś używaliśmy tylko telefonu stacjonarnego, później dołączyły telefony komórkowe, więc usługa stacjonarna mogła stanąć. Następnie pojawił się transfer danych, który także mógł potanieć. Teraz czekamy na

Wykres nr 5: Indeks CRB w okresie grudzień 2010 - kwiecień 2014.



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z serwisu Bloomberg.

Wykres nr 6: Zmiana cen podstawowych surowców w USA w ostatnich 30 latach.



Źródło: Źródło: Opracowanie własne na podst. danych z serwisu Bloomberg.

zniesienie kosztów roamingu w ramach UE, dzięki czemu ponownie łączność będzie głównym składnikiem przyczyniającym się do deflacji w strefie euro.

Największym „cudotwórcą” jest jednak krajowy GUS, który zbija inflację za pomocą cen odzieży i obuwni (spadek 4,5% rok do roku). Przyjmijmy, że w sklepie pojawia się nowa bluzka za 130 zł. W okresie wyprzedaży jej cena spada nawet o 50%, a więc wpływa na obniżenie wskaźnika CPI. Następnie, jako produkt ze starej kolekcji znika z półek. W kolejnym sezonie pojawia się znów bluzka za 130, a może i nawet 140 zł, ale przecież to już nie jest sam produkt, prawda?

Biorąc powyższe pod uwagę, niestety muszę się zgodzić z przywołanym przeze mnie na początku cytatem. Stopa inflacji jest i będzie zaniżana.

Przyczyną będzie wciąż przyrastający dług publiczny na świecie, który w przypadku prawidłowego liczenia stopy inflacji mógłby stać się jeszcze większym ciężarem dla budżetów państw. A tak, dzięki „nowoczesnym technikom statystycznym” można płacić zaniżone koszty obsługi długu publicznego oraz stosować niższe wskaźniki waloryzacji emerytur bądź zapisów wirtualnych środków na naszych rachunkach w ZUS.

Sądzę, że prawdziwa inflacja właśnie zaczyna pokazywać rogi. Ceny metali szlachetnych, a w szczególności złota, z początkiem tego roku spadły do poziomu

długoterminowych kosztów wydobycia. Wśród metali przemysłowych jedynie miedź kwotowana była na poziomach przynoszących kopalniom sowy zysk. Teraz, gdy jej kurs zanurkował, nie wiadać metali, których ceny miałyby w przyszłości znacząco spadać.

Jeśli spojrzymy na surowce rolne, to najważniejsze zboża, a więc kukurydza i pszenica, w I kwartale tego roku również osiągnęły dno zbliżając się do przeciętnych kosztów wytworzenia. Susza z kolei spowodowała gwałtowny wzrost cen kawy. Jeśli tegoroczna dziwna zima będzie zwiastunem dalszych anomalii pogodowych w lecie, kto wie, gdzie mogą powędrować ceny artykułów rolnych?

Zanika też presja deflacyjna ze strony cen energii. Ceny forwardowe energii elektrycznej w Europie już dawno odbiły się od dna. W USA z kolei, mimo wzrostu wydobycia, systematycznie rośnie cena gazu naturalnego. Rozpoczęcie eksportu do Europy może przyczynić się jedynie do dalszych wzrostów cen. Dlatego indeks CRB, który syntetycznie ukazuje ceny surowców przebił w styczniu rysowaną przez 3 lata linię trendu spadkowego. Mający miejsce w marcu ruch korekcyjny był bardzo słaby i jedynie potwierdził siłę rodzącego się trendu wzrostowego (Wykres nr 5).

Dlatego wszystkim tym, którzy zastanawiają się jeszcze, czy wybrać indeksowaną składkę w ZUS czy OFE, przedstawiam Wykres nr 6, ukazujący zmiany cen surowców, inflacji oraz indeksu S&P za ostatnie 30 lat. Wykres ten pozostawię bez komentarza...

Piotr Zagala

Zarządzający Funduszami Allianz Aktywnej Alokacji i Allianz Platinum FIZ

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Nowe rynki wschodzące na coraz pewniejszym gruncie

W 2014 r. nowe rynki wschodzące nadal są jednym z najważniejszych obszarów zainteresowania zespołu Templeton Emerging Markets Group. Wraz z innymi członkami mojego zespołu, spędziłem pierwsze tygodnie roku na poszukiwaniu potencjalnych możliwości inwestycyjnych w tych krajach. Na nowych rynkach wschodzących spędzam generalnie ok. 1/3 mojego czasu, a najważniejszymi miejscami zapewniającymi dostęp do tych rynków są dla mnie Dubaj, Europa Wschodnia i RPA. Kiedy zaczynałem inwestować na rynkach wschodzących pod koniec lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku, były one postrzegane jako niszowe czy wręcz „egzotyczne”. Dziś wielu inwestorów ma o nich sporą wiedzę. **Liczne nowe rynki wschodzące nadal nie zostały odkryte przez globalną społeczność inwestorską, a jednocześnie oferują, według nas, duże pokłady możliwości w obrębie całego uniwersum rynków wschodzących.** Nowe rynki wschodzące można znaleźć na całym świecie: w Azji (poza Japonią), na Bliskim Wschodzie, w Europie Wschodniej, Ameryce Środkowej i Południowej czy Afryce. Uważamy, że gospodarki te mają duży potencjał do dynamicznego rozwoju w najbliższych latach i w bardziej odległej przyszłości.

Rynki wschodzące a nowe rynki wschodzące: różnice

Jest kilka kryteriów, według których rynki klasyfikowane są jako „rozwinęte”, „wschodzące” czy też „nowe rynki wschodzące”; co więcej, różne organizacje i podmioty publikujące indeksy mogą stosować nieco różne kryteria. Rynki wschodzące to kraje zaliczane do rozwijających się / wschodzących przez Bank

Światowy, Międzynarodową Korporację Finansową (IFC), ONZ lub władze danego kraju lub też kraje, w których kapitalizacja rynków akcji jest niższa niż 3% (wg indeksu Morgan Stanley Capital International World Index; *MSCI World Index to indeks korygowany o kapitalizację rynkową wg akcji dostępnych w wolnym obrocie („Free Float”), który odzwierciedla wyniki rynków akcji na 23 światowych rynkach rozwiniętych. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa.*

Nowe rynki wschodzące („frontier markets”) to z kolei podgrupa rynków wschodzących, skupiająca gospodarki znajdujące się na niższym etapie rozwoju. Rynki te są generalnie mniejsze, słabiej rozwinięte i mniej płynne. Można je w uproszczeniu porównać do takich rynków wschodzących, jak Brazylia, Rosja, Indie czy Chiny sprzed 20-25 lat. Ich szczególna atrakcyjność wynika z faktu, że oferują inwestorom możliwość uzyskania ekspozycji na „młode pokolenie rynków wschodzących”. Indeks MSCI Frontier Markets (*MSCI Frontier Markets Index to indeks korygowany o kapitalizację rynkową wg akcji dostępnych w wolnym obrocie („Free Float”), który odzwierciedla wyniki rynków akcji na 26 nowych rynkach wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa*) stanowi przydatny benchmark dla inwestorów, a MSCI klasyfikuje rynki według określonych kryteriów. My jednak nie zawsze kierujemy się wskazaniem indeksów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych dotyczących naszych portfeli.

Nowe rynki wschodzące obierają własny kurs

Nowe rynki wschodzące przyciągają ostatnio uwagę wielu inwestorów, ponieważ mają większą ekspozycję na własne

gospodarki krajowe, które rozwijają się w szybkim tempie, w odróżnieniu od gospodarki światowej, która rośnie znacznie wolniej. Co więcej, korzystne dla poszczególnych rynków były także pewne wydarzenia lokalne, takie jak wdrażanie reform.

Ogólnie rzecz biorąc uważamy, że długoterminowy potencjał nowych rynków wschodzących oparty jest na całym szeregu czynników, takich jak solidny wzrost gospodarczy, korzystne wydarzenia o charakterze lokalnym (np. reformy), względnie niskie zadłużenie konsumentów i rządów, a także atrakcyjne, według nas, wyceny papierów. Ponadto, korzystny wpływ na koniunkturę na tych rynkach mają również niewykorzystane jak dotąd złoża surowców, niskie koszty pracy, sprzyjające trendy demograficzne oraz możliwość szybkiego wdrażania nowych technologii.

Jeżeli chodzi o pojedyncze nowe rynki wschodzące, Zjednoczone Emiraty Arabskie korzystają na poprawie lokalnych danych ekonomicznych oraz perspektywach wzrostu międzynarodowej wymiany handlowej przepływającej przez port w Dubaju. Przyznanie Dubajowi praw do organizacji targów World Expo 2020 będzie najprawdopodobniej dodatkowym bodźcem do szybszego rozwoju i tak dynamicznego rynku nieruchomości. Z kolei lepsze wieści ekonomiczne napływające ze strefy euro oraz korzystne wydarzenia o charakterze lokalnym zapewniły dobre wyniki kilku rykom wschodnioeuropejskim, na czele z Serbią i Bułgarią. W Azji, rynek pakistański zawdzięcza znakomitą koniunkturę poprawie perspektyw wzrostu gospodarczego, nowemu programowi kredytowemu uruchomionemu przez Międzynarodo-

Tab. nr 1: Prognozowany 12-miesięczny wskaźnik cen do zysków dla indeksu MSCI Frontier Markets Index MSCI World Index.

MSCI Index	Progn. 12-m. ceny do zysków (x)	Cena do wartości księgowej (x)	Dochody z dywidend (%)
Indeks światowy	17.4	2.1	2.5
Nowe rynki wschodzące	13.6	1.8	3.6

Źródło: FactSet, MSCI World Index, MSCI Frontier Markets Index; dane na dzień 31 stycznia 2014 r. © 2014 FactSet Research Systems Inc. Ibid. Tabela ma charakter wyłącznie ilustracyjny. Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.

dowy Fundusz Walutowy oraz nadziejom na wdrożenie planowanych reform ekonomicznych w 2014 r.

Bieżące wyceny rynkowe

Wyceny papierów na nowych rynkach wschodzących na koniec stycznia uważamy za nadal atrakcyjne. Jak widać w Tabeli nr 1, prognozowany 12-miesięczny wskaźnik cen do zysków („forward P/E”) dla indeksu MSCI Frontier Markets Index wynosił 13,6x, czyli był znacznie niższy w porównaniu z 17,4x dla indeksu MSCI World Index (FactSet, MSCI World Index, MSCI Frontier

Tab. nr 2: 10 najszybciej rosnących gospodarek na świecie. Średnioroczny wzrost PKB, 2003-2013 (%) oraz 2014 (prognoza).

	2003-2013	%	2014P
 Angola		10,3	6,3
 Chiny		10,2	7,3
 Etiopia		9,5	7,5
 Birma		9,0	6,9
 Czad		8,5	10,5
 Kambodża		7,9	7,2
 Uzbekistan		7,7	6,5
 Rwanda		7,7	7,5
 Indie		7,4	5,1
 Mozambik		7,3	8,5

Źródło: © 2014 Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Dane na dzień 28 lutego 2014 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w jakikolwiek sposób gwarantowana. Tabela ma charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedla wyników żadnego produktu ani strategii Franklin Templeton.

Komentarze, opinie i analizy dr. Mobiusa są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do zainwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Z inwestowaniem w zagraniczne papiery wartościowe związane jest określone ryzyko, m.in. ryzyko wahań kursów walut i ryzyko niestabilnej sytuacji gospodarczej i politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków akcji. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Maj może być trudnym miesiącem dla GPW

Minął kwiecień i rozpoczął się maj cieszący się złą sławą miesiąca, który przynosi duże korekty. Znane jest bowiem powiedzenie „sell in May and go

away” (w maju sprzedaj i uciekaj). Oczywiście nie jest tak, że tego typu prawidłowości muszą się zawsze wypełniać. Gdyby tak było to przecież praktycznie

nie teraz, gdy tempo wzrostu dużych gospodarek generalnie spada, a niskie oprocentowanie lokat bankowych skłania inwestorów do poszukiwania możliwości gdzie indziej.

W naszej ocenie, nowe rynki wschodzące oferują jedne z najbardziej ekscytujących możliwości dla inwestorów działających na światowych rynkach akcji. Choć profile tych rynków różnią się pomiędzy poszczególnymi regionami i krajami, mają one jednocześnie pewne cechy wspólne, takie jak dynamiczny wzrost, względnie niskie zadłużenie konsumentów i skarbów państwa decydujące o potencjale do szybszego rozwoju, a także wyceny spółek, które często są znacznie niższe na tle podobnych przedsiębiorstw z rynków rozwiniętych czy „starszych” rynków wschodzących. Sądzymy, że korzystny wpływ na koniunkturę na nowych rynkach wschodzących będą miały również niewykorzystane jak dotąd złoża surowców, niskie koszty pracy, sprzyjające trendy demograficzne oraz możliwość szybkiego wdrażania nowych technologii.

Dr Mark Mobius

Prezes Templeton Emerging Markets Group

Fundamenty nowych rynków wschodzących wyglądają korzystnie

Inwestorzy stają się coraz bardziej otwarci na nowe pomysły i sposoby dywersyfikacji portfeli (Dywersyfikacja nie gwarantuje zysków ani nie eliminuje ryzyka strat). Jest to szczególnie dobrze widocz-



z góry trend. Giełdy to nie morze z jego przyptywami i odpływami.

Przez pewien czas wydawało się, że majowa korekta rozpoczęła się wcześniej niż to się zwykle dzieje. Na początku kwietnia gwałtownie spadały akcje notowane na giełdzie NASDAQ, a szeroki rynek zarówno na Wall Street jak i w Europie szedł posłusznie za indeksem NASDAQ. Tym razem mniejsze znaczenie miała geopolityka. Gracze bali się sezonu raportów kwartalnych spółek i wyprzedawali przed jego rozpoczęciem szalenie drogie akcje spółek sektora biotechnologicznego i internetowego.

Rozpoczęcie sezonu publikacji wyników uspokoiło sytuację. Kto miał sprzedać akcje, już je sprzedał, a Wall Street grała swoją starą grę: słabsze prognozy analityków, lepsze wyniki spółek. To naprawdę jest gra mająca na celu pokazać, jak to dużo ponad zaniżone oczekiwania spółki zarobiły. **Od wielu kwartałów sezon raportów jest korzystny dla obozu byków. Tak było i tym razem.** Od połowy kwietnia indeksy rosły i na przełomie kwietnia i maja testowały po-

ziomy rekordów wszechczasów (S&P 500, XETRA DAX) lub rocznych maksimów (CAC-40).

Lepiej też zachowywały się akcje na rynkach rozwijających się, gdzie szczególnie dobrze wyglądała Turcja po wyborach, które dały znowu sukces partii Sprawiedliwości i Rozwoju (AKP) premiera Recepta Erdogana. Lepiej też zachowywały się giełdy brazylijska, koreańska czy indonezyjska. Gorzej nadal wyglądały giełdy chińskie, bo publikowane w Chinach dane makro nie zachęcały do kupna akcji.

Generalnie rynkom akcji nie szkodziło nawet to, że amerykański Komitet Otwartego Rynku (FOMC) po raz kolejny zmniejszył skalę skupu aktywów (o 10 mld USD miesięcznie – do 45 mld USD). Janet Yellen nadal nie traktuje sytuacji geopolitycznej jako zagrożenia dla gospodarki globalnej. Nie przejęła się też tym, że PKB w USA w pierwszym kwartale ledwo drgnął. Fed obarczył odpowiedzialnością za mikry wynik zimę, która w USA była rzeczywiście bardzo sroga. Wydaje się potwierdzać tę tezę miesięczny raport dot. amerykańskiego rynku pracy. W kwietniu rynek stworzył dużo więcej miejsc pracy niż tego oczekiwano. Było tych miejsc pracy 288 tysięcy, a stopa bezrobocia spadła do poziomu 6,3 proc. Gospodarka nadrabiała zimowe straty.

Na tym tle polska giełda wyglądała nadal bardzo słabo. Owszem, WIG20 zakończył kwiecień wyższą, ale była to wyżka niewielka, na tle innych giełd

znikoma, a sam indeks nie był w stanie przebić się przez okno bessy otwarte 3 marca po przejściu przez Rosję Krymu. Oprócz geopolityki (zgodnie z zasadą: im bliżej źródła konfliktu, tym gorzej) szkodziły GPW również informacje o znikomym procencie Polaków decydujących się zostać z OFE. Tym ostatnim na razie bym się jednak specjalnie nie niepokoił, bo Polacy bardzo często podejmują decyzje w ostatnim momencie, a media są pełne zachęt do zostawiania z OFE.

Dla Polski nadal najbardziej groźne mogą się stać wydarzenia na Ukrainie.

Wojny polsko-rosyjskiej z tego oczywiście nie będzie, ale wojna gospodarcza jest możliwa i nawet bardzo prawdopodobna. Całkowite odcięcie eksportu do Rosji pozbawiłoby Polskę 2% PKB, więc byłoby bardzo kosztowne. Zbliżająca się data wyborów prezydenckich na Ukrainie (25 maja) może hamować decyzje o zakupie akcji, bo nikt nie wie, jak Rosja na wynik wyborów zareaguje. Ta sprawa będzie przez cały maj czynnikiem podwyższonego ryzyka, którego wpływu na akcje notowane w Warszawie nie da się określić. **Dlatego też inwestując, należy pamiętać o zróżnicowaniu portfela – im dalej od źródła konfliktu, tym lepiej.**

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