

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 08(42) 1 sierpnia 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,**

*Sytuacja naszego wschodniego sąsiada znów znalazła się wśród top tematów sceny geopolitycznej, a konflikt na linii Rosja-Ukraina-Unia Europejska-Stany Zjednoczone stoi w obliczu eskalacji. Nadal bardzo niespokojnie jest też na Bliskim Wschodzie, gdzie trudno dopatrzeć się choćby zaczątków porozumienia i zakończenia konfliktu pomiędzy Izraelem i radykalnym Hamasem. Gdzie w tej rzeczywistości szukać dochodu, jak bezpiecznie przejść przez zawirowania na rynkach finansowych, na jakie aktywa warto zwrócić teraz uwagę podpowiadają zaproszeni do współtworzenia bieżącego wydania Biuletynu Inwestycyjnego Xelion eksperci.*

*Na koniec, jak co miesiąc, zapraszamy na komentarz Piotra Kuczyńskiego.*

*Zachęcamy do lektury!*

## W numerze:



w którym miejscu cyklu koniunkturalnego jesteśmy mówi Tomasz Smolarek z Noble Funds TFI S.A.,



sytuację geopolityczną komentuje Wojciech Mazurkiewicz z TFI PZU S.A.,



strategie dochodowe przedstawia Ed Perks z Franklin Equity Group@,



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Zanikła korelacja Europa – USA.

**Przełom w opłatach  
na FW20**

Stała opłata miesięczna

Sprawdź na [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl)

## Co mówi gospodarka – w którym miejscu cyklu obecnie się znajdujemy i w co najlepiej inwestować?

Pierwsze kwartały ożywienia gospodarczego w Polsce były bardzo dynamiczne. Po osiągnięciu cyklicznego dołka na dynamice rocznej PKB w I kwartale 2013 r. na poziomie 0.5% r/r, rok później wzrost PKB wyniósł już 3.4%. Niewątpliwie czynnikiem sprzyjającym naszej gospodarce było rozpoczęcie również rok temu ożywienie w strefie euro i ogólnie w całej UE, ale też nie bez znaczenia było stopniowe odbudowywanie się popytu wewnętrznego. Teraz, po tej pierwszej fazie dynamicznego i całkiem szerokiego ożywienia, ostatnie miesiące przynoszą niemałe rozczarowania na większości wskaźników. **Dotychczasowa ścieżka wzrostu PKB prawdopodobnie ulega „wyplaszczeniu”, a nawet pewnemu spowolnieniu, schodząc w okolice 3% lub nieco poniżej tego poziomu.** Czynnikiem wpływającym na taką „usterkę” w cyklu w tak wczesnej fazie ożywienia jest kilka. Wyjątkowo łagodna zima przesunęła część aktywności inwestycyjnej na I kwartał kosztem drugiego. Preferencje podatkowe tymczasowo obowiązujące w I kwartale na zakup aut z kratką także przesunęły wydatki firm na początek roku, kosztem dalszej jego części. Niska inflacja wspiera nasze dochody realne, ale jej uciążliwe pozostawanie w okolicach zera nie jest na dłuższą metę korzystne dla gospodarki. **Mimo iż RPP utrzymuje stopy procentowe na rekordowo niskich poziomach, to jednak w stosunku do poziomu inflacji, realne stopy procentowe są u nas wysokie.**

To powoduje, że w społeczeństwie rośnie skłonność do oszczędzania, co ogranicza wydatki bieżące. Dynamika roczna depozytów terminowych rośnie już od początku roku mimo rekordowo niskich i niezmiennych stóp procentowych, podczas gdy w przeszłości lokaty stawały się popularniejsze dopiero, gdy RPP zaczynała podwyżki stóp proc. Niekorzystnie na wydatki wpływa również względnie chłodna i nieprzewidywalna pogoda w miesiącach letnich. Polacy znacznie chętniej niż w ubiegłym roku wybierają wczasy za granicą niż w Polsce.

Ożywienie w strefie euro po pierwszej dynamicznej fazie także zaczęło tracić impet w miesiącach wiosennych. A ponieważ polska gospodarka zawsze była silnie uzależniona od trendów w eurolandzie, a szczególnie w Niemczech, to gorsza sytuacja na Zachodzie na pewno nam nie pomaga.

Jesteśmy też częścią globalnej gospodarki, a Europa Zachodnia (w konsekwencji i Polska), jest opóźniona w trendach względem gospodarek USA i Azji. Tym samym słaby początek roku w Stanach Zjednoczonych oraz w Chinach dał się we znaki europejskiej gospodarce z tradycyjnym kilkumiesięcznym opóźnieniem. Mocne ostatnie miesiące w tamtych regionach mogą jednak wkrótce poprawić też obraz gospodarki UE.

Absolutnie nie bez znaczenia są wydarzenia na Ukrainie. O ile badania koniunktury NBP wskazują, że wpływ konfliktu na Wschodzie jest dotychczas niewielki, to kluczowe może być oddziaływanie konfliktu na same nastroje przedsiębiorców oraz konsumentów. Nie jest wykluczone, że - aby zażegnać ten konflikt - UE będzie musiała w końcu wprowadzić poważniejsze sankcje sektorowe wobec Rosji. W przypadku odcięcia dostaw gazu i ropy z Rosji do Europy gospodarka rosyjska załamałaby się, ale na braku surowców cierpiałaby też europej-

ska. Tym samym obecne podejście firm niemieckich czy też polskich jest bardziej zachowawcze niż w sytuacji braku takich napięć geopolitycznych.

**Uważam, że przy braku negatywnych szoków będących efektem kryzysu za naszą wschodnią granicą (to jest obecnie największe zagrożenie), Europa jest dobrze pozycjonowana do kontynuacji ożywienia, które, choć powolne, może okazać się dłuższe niż wielu oczekuje.** To byłoby bardzo korzystne dla Polski. Gospodarka europejska ma bowiem więcej do nadrobienia niż do stracenia. Wiele cyklicznych kategorii wydatków mocno ucierpiało w trakcie ostatnich dwóch recesji i ich stopniowa odbudowa powinna napędzać ożywienie. **Ożywienie będzie jednak bardzo powolne, a po drodze nie zabraknie ryzyk, które - źle zarządzane - będą mogły ten trend wzrostowy wykończyć zbytnie wcześnie.** Warto zwrócić uwagę, że ożywienie (ekspansja) w USA rozpoczęte w 2009 r. też było i jest bardzo słabe patrząc na „historyczne standardy”, ale jednocześnie jest ono dość długie: trwa już pięć lat i na razie nie ma sygnałów wskazujących, by miało się zakończyć (mimo że po drodze było bardzo wiele zagrożeń, które to ożywienie mogły zanegować).

W polskiej gospodarce wyraźnie „coś” się zmieniło w ostatnich miesiącach, a tylko czas pokaże, jak trwała jest to zmiana. Uważam, że mamy do czynienia z przejściowym, ale nie głębokim spowolnieniem wzrostu. Rozpoczęcie na przełomie lat 2014/15 większych inwestycji infrastrukturalnych w ramach nowego rozdania europejskiego budżetu, możliwy stymulus fiskalny w roku wyborczym, dalsza stopniowa poprawa na rynku pracy oraz prawdopodobnie kontynuacja ożywienia w UE to czynniki przemawiające za dobrymi perspektywami dla naszej gospodarki w kolejnym roku. Jeśli nie będzie silnej eskalacji kryzysu



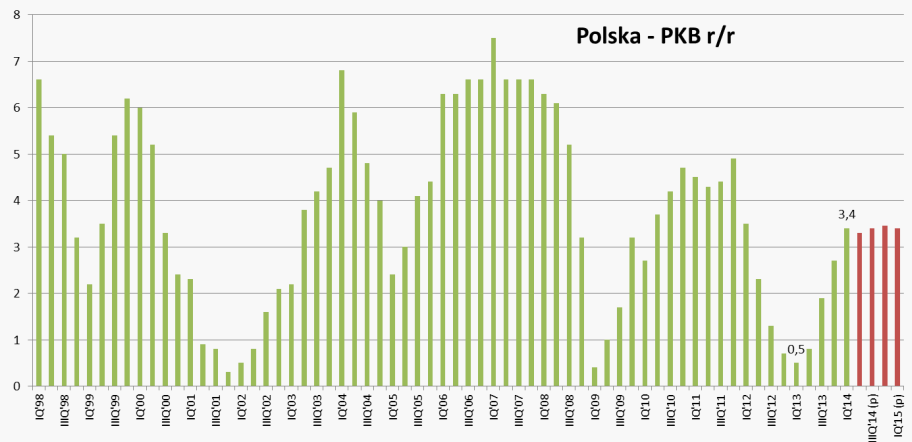
na Wschodzie, polska gospodarka po okresie letnim powinna znowu zacząć nabierać wigoru.

Historycznie dla polskiego rynku akcji środowisko wyplaszczającej się ścieżki PKB nie było zbyt korzystne. Oczywiście jeszcze mniej korzystne było głębsze spowolnienie, lecz nie zakładam, żeby nasza gospodarka miała teraz tego doświadczyć. Uważam, że ten scenariusz „korekty” w gospodarce jest już od dłuższego czasu dyskontowany przez giełdę i stąd między innymi jej słabsze zachowanie od listopada 2013 r. Zwracam też uwagę, że poprzednie epizody, kiedy dynamika wzrostu PKB w Polsce przedstawiała się poprawiać lub zaczynała pogarszać, a giełda reagowała na to spadkami, korespondowały z cyklem podwyżek stóp procentowych w Polsce, często właśnie zakończonym. Obecnie mamy zupełnie odwrotną sytuację. Podwyżki to dość odległa przyszłość, a tymczasem całkiem prawdopodobne jest wręcz kolejne obniżenie stopy przez Radę Polityki Pieniężnej.

**Sytuacja techniczna na wielu indeksach jest z pewnością niepokojąca, a sam WIG znalazł się ostatnio bardzo blisko przełamania w dół trendu wzrostowego 2012-14.** Indeksy najmniejszych spółek od szczytu z listopada skorygowały się już o 20%. Na GPW mamy od początku roku narastający wszechobecny marazm. To słabsze zachowanie naszych indeksów przyniosło jednak też korektę na wskaźnikach wycen, które na wielu spółkach zaczynają wyglądać coraz bardziej atrakcyjnie. Jeśli ożywienie w gospodarce nie będzie wykołejone przez zewnętrzne szoki i pod koniec roku znów zacznie nabierać wigoru, to zyski spółek powinny wyraźniej zacząć się poprawiać. W takiej sytuacji perspektywy dla rynku akcji pozostają całkiem korzystne.

Cieniem na nasz parkiet kładzie się niewątpliwie zmiana w systemie emerytalnym. Termin na wybór OFE/ZUS czy sam ZUS minął z końcem lipca. Wielu inwestorów stroniło od miesięcy od rynku

Wykres nr 1. PKB w Polsce – dynamika roczna. Konsensus prognoz Bloomberga na okres II kw'14 - I kw'15.



Źródło: Bloomberg.

akcji obawiając się, że OFE będą źródłem podaży akcji w najbliższych latach. Jednak analiza potencjalnych przepływów środków w OFE wskazuje, że tak wcale być nie musi.

**Brak jakiegokolwiek presji inflacyjnej, spowolnienie w gospodarce, dobre wykonanie polskiego budżetu oraz lepszy sentyment wobec rynków wschodzących, wspiera z kolei w tym roku polskie obligacje.** Rentowności naszych papierów skarbowych są już jednak na rekordowo niskich poziomach. Odbicie gospodarcze, jeśli będzie kontynuowane, jeszcze przez dłuższy czas pozostałoby „bezinflacyjne”, a to też zmniejsza ryzyko ewentualnego większego spadku cen obligacji (czyli wzrostu rentowności). Jednak też przestrzeń do dalszego wzrostu ich cen wydaje się przy obecnych poziomach także już mocno ograniczona. Tym samym uzyskiwanie stóp zwrotu przekraczających 3% rocznie (obecne poziomy rentowności na obligacjach długoterminowych) na tej klasie aktywów będzie bardzo trudne.

**Nieco niższe obecnie stopy zwrotu, ale przy zachowaniu większego bezpieczeństwa, można uzyskać na lokatach bankowych.** Jest wiele przesłanek ku temu, by Rada Polityki Pieniężnej obniżyła obecny koszt pieniądza (główna stopa proc. wynosi 2.5%). To uczyniłoby lokaty jeszcze mniej atrakcyjnymi. Jed-

nak różnica w oczekiwanej stopie zwrotu pomiędzy depozytami a obligacjami jest już tak minimalna, że stosunek zysku do ryzyka przemawia, przy założeniu różnych scenariuszy, mimo wszystko za depozytami. W sytuacji ewentualnej eskalacji kryzysu na Ukrainie i jego uderzenia w polską gospodarkę (bardzo niekorzystny scenariusz dla akcji), depozyty byłyby najbezpieczniejszą klasą aktywów.

Przy braku eskalacji konfliktu największy potencjał wzrostu tkwi z kolei w rynku akcji. Jeśli kryzys na Ukrainie uda się załagodzić bez nakładania drastycznych sankcji sektorowych na Rosję (głównie chodzi o sektor energetyczny), to polska gospodarka będzie dalej rozwijać się w przyzwoitym tempie, a to stworzyłoby dobre środowisko dla niechcianych obecnie akcji. **Jako preferowaną kategorię aktywów na kolejne kwartały widzę więc rynek akcji, ale ze względu na rozmaite ryzyka podejście nie powinno być tu zbyt agresywne.**

**Tomasz Smolarek**

Doradca Inwestycyjny

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Sytuacja geopolityczna na świecie i jej wpływ na wycenę aktywów

Konflikt na linii Ukraina-Rosja i niedawne zestrzelenie samolotu pasażerskiego nad wschodnią Ukrainą na nowo przypomniało niektórym uczestnikom rynku finansowego o istnieniu pojęcia ryzyka geopolitycznego. Przypomniało, gdyż ekspansywna polityka głównych banków centralnych mogła świadomość jego występowania nieco zatrzeć.

Jak zatem obecnie rynki finansowe wyceniają różnego rodzaju ryzyko (w tym geopolityczne)? Przyjrzyjmy się bliżej temu zagadnieniu i spróbujemy wyciągnąć wnioski dla polskich aktywów.

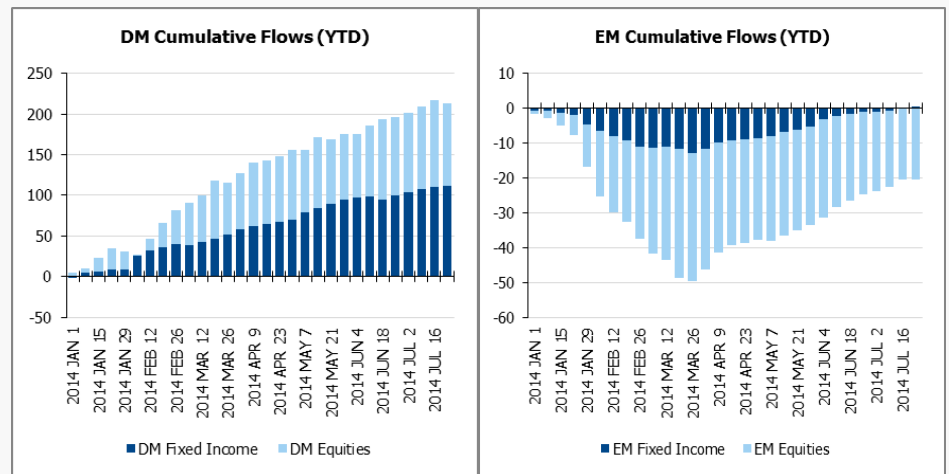
## Reakcje rynków na wybrane konflikty: różnorodne i przeważnie lokalne

Na świecie nie brakuje ognisk zapalnych różnorodnych konfliktów. Informację na ich temat można znaleźć chociażby na stronie internetowej Rady Bezpieczeństwa ONZ. Dla inwestorów jednak największe znaczenie mają potencjalnie trzy z nich: w Iraku, na Bliskim Wschodzie (pomiędzy Izraelem a Palestyną) oraz na Ukrainie (z Rosją w tle). W każdym przypadku reakcja rynków finansowych była inna.

Przykładowo, od czasu rozpoczęcia izraelskiej operacji „Protective Edge” (8 lipca 2014 r.) indeks giełdy w Tel Awiwie wzrósł o ponad +2 proc., podrożały izraelskie obligacje, jedynie nieznacznie poszerzył się „spread” kredytowy kraju mierzony 5-letnim CDS (o +6 bp do 89 bp), a kurs szkła nie uległ zmianie.

W Iraku, licząc od początku czerwca, indeks miejscowej giełdy stracił -15%. Ponownie nieznacznie zmieniło się ryzyko kredytowe kraju („z-spread” obligacji dolarowej 2028 wzrósł z 465 bp na 485 bp) - zachowanie dość nietypowe biorąc pod uwagę skalę potencjalnych skutków konfliktu (rozpad kraju). Nie bez znaczenia jest też fakt, że do starć dochodzi

Wykres nr 1. Skumulowane napływy do funduszy DM oraz EM od początku roku, z podziałem na Fixed Income, Equities.



Źródło: EPFR.

m.in. w Kirkuku, gdzie zlokalizowane są szóstę pod względem wielkości złoża ropy na świecie (szacowane na ok. 45 mld baryłek). W efekcie kurs czarnego złota wzrósł o +5 proc., by za parę tygodni ponownie stracić na wartości (w czym pomogły plotki o możliwym wznowieniu eksportu ropy z Libii).

Większe zawirowania na lokalnych rynkach wywołał już konflikt Rosji z Ukrainą. W następstwie aneksji Krymu, rosyjski indeks giełdowy stracił ok. 20 proc., ukraiński ok. 35 proc., o 30 proc. spadła wartość hrywny do dolara, a 5-proc. deprecjacji uległ koszyk rubla. Poszerzyły się też „spready” kredytowe: rosyjski o ok. 100 bp (do 280 bp), a ukraiński blisko dwukrotnie (do 1300 bp).

**Analizując powyższe przykłady widać, że wpływ ryzyka geopolitycznego na rynki jest trudny do przewidzenia.** Zastanawiający jest jednak brak negatywnego wpływu na aktywa krajów ościennych (ang. spillover-effect), w tym Polski – rentowność 10-letniej obligacji spadła od początku roku o ponad 100 bp (do 323 bp), a indeks WIG niemal nie zmienił swojej wartości.

## Niskie premie za ryzyko: skutek ekspansywnej polityki pieniężnej

Wspomniana wcześniej ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych (tj. amerykańskiego FED-u, Bank of Japan, a ostatnio EBC) wraz z relatywnie niewielką zmiennością agregatów ekonomicznych w obecnym cyklu koniunkturalnym (dodatkowo utrzymywaną nisko przez nowe regulacje sektora finansowego – ang. macroprudential regulation) spowodowały, że w poszukiwaniu dodatkowego dochodu i przy wykorzystaniu wysokiej dźwigni finansowej, inwestorzy wywindowali ceny aktywów do rekordowych poziomów.

Swoje historyczne maksima osiągnęły akcje i obligacje krajów rozwiniętych, kredyt korporacyjny (szczególnie ten o gorszym ratingu – iTraxx XOver), ceny obligacji krajów rozwijających się czy ryzyko kredytowe wybranych krajów. Rekordowo niskie są też zmienności implikowane (właściwie dla całego spektrum klas aktywów: akcji, walut, stóp procentowych), a drogie ceny instrumentów, których ryzyka część inwestorów prawdopodobnie nie do końca rozumie

(np.: catastrophic bonds, conditional convertibles, itd.).

**Innymi słowy, na skutek nadmiernej płynności, rynki wyceniają różnego rodzaju ryzyko bardzo nisko (premia czasowa, premia za zmienność).**

#### Tło gospodarcze: USA wychodzi z cyklicznego dołka

Mimo dość słabego tempa wzrostu amerykańskiego PKB w I kwartale 2014 r. (-2,9 proc. kw/kw uroczone), na skutek czego Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył światową prognozę wzrostu gospodarczego w tym roku z 3,7 do 3,4 proc., wskaźniki wyprzedzające (np. wskaźnik Global Leading Indicator publikowany przez bank Goldman Sachs) sugerują, że światowa gospodarka rośnie i to coraz szybciej. Skutkiem przyspieszenia wzrostu będzie zmniejszenie akomodacji monetarnej w USA, co ceteris paribus oznacza, że wrażliwość cen aktywów na ryzyko geopolityczne będzie wzrastała.

**Nie można zapominać, że ryzyko geopolityczne jest mniejsze tylko od ryzy-**

**ka szybkiego i gwałtownego podniesienia stóp procentowych.** Prześmak tego, co może się stać z cenami aktywów w obliczu mniejszej płynności generowanej przez banki centralne, obserwowaliśmy chociażby latem zeszłego roku (tzw. "taper tantrum").

#### Które rodzaje aktywów najbardziej narażone na korektę?

Dane o napływach do funduszy zbieranych przez EPFR (Wykres nr 1) pokazują, że od początku tego roku na rynki rozwinięte napłynęło ok. 213 mld dol., a z rynków wschodzących odpłynęło 20 mld dol. Biorąc pod uwagę skalę wyprzedaży, jaką obserwowaliśmy w zeszłym roku na emerging markets (panika na aktywach krajów o słabych fundamentach tzw. „fragile five” tj.: Indii, Indonezji, Turcji, Brazylii, Republiki Południowej Afryki) można wnioskować, że:

- rynki rozwinięte (szczególnie obligacje korporacyjne) są relatywnie bardziej narażone na korektę niż rynki rozwijające się,
- wśród rynków rozwijających się, większą wrażliwość na mniej płynną

politykę pieniężną lub ryzyko geopolityczne będą wykazywały rynki o silnych do tej pory fundamentach, których aktywa w zeszłym roku nie uległy aż tak silnej wyprzedaży (Meksyk, Korea Południowa ale też Polska).

**Ryzyko geopolityczne, obok innych rodzajów ryzyka, jest obecnie przez rynki niedoceniane.** Polska na skutek swojego położenia geograficznego, a także pozycjonowania, jest szczególnie na to ryzyko narażona. **W kontekście ekspansywnej fazy globalnego cyklu koniunkturalnego oraz mniej akomodacyjnej polityki USA, rozsądek sugeruje ograniczenie ekspozycji na ryzykowne aktywa.** Niestety, dotyczy to także Polski – szczególnie, że jeden z większych konfliktów (tj. Rosja-Ukraina) ma miejsce w naszym najbliższym sąsiedztwie.

#### Wojciech Mazurkiewicz

Główny Strateg ds. Rynków Globalnych  
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych  
PZU S.A.

## Strategie dla inwestorów poszukujących dochodu

Inwestorzy poszukujący dochodu zwykle koncentrują się na obligacjach rządowych, często zapominając o innych klasach aktywów. Ed Perks, wiceprezes wykonawczy i dyrektor ds. zarządzania portfelami w zespole Franklin Equity Group® uważa, że akcje mogą być kluczowym elementem portfela zorientowanego na generowanie dochodu, choć w tym wypadku szczególnie ważna jest indywidualna selekcja, z uwagi na możliwość zmian dynamiki decydującej o rosnących wycenach i wahaniach stóp procentowych. Autor dodaje, że wielu inwestorów koncentruje się głównie na własnym rynku krajowym, tracąc z oczu potencjalne możliwości do osiągnięcia dochodu dostępne na całym świecie.



Akcje a dochód

**Ogólnie rzecz biorąc, nasze prognozy dla rynków akcji są obecnie optymistyczne.** Spodziewamy się dobrych wy-

ników akcji w najbliższej przyszłości, choć nie liczymy na tak dobrą passę jak w ostatnich latach, kiedy to rynki odczuwały korzyści płynące z kombinacji ożywienia po recesji oraz ekspansji wskaźników wyceny, takich jak ceny do zysków. Wygląda na to, że spółki coraz częściej nastawiają się na działania zorientowane na akcjonariuszy, co jest, według mnie, korzystne dla akcji z fundamentalnego punktu widzenia. W latach 2010-2011, wiele przedsiębiorstw koncentrowało się w większym stopniu na swych bilansach, tj. redukcji zadłużenia, wydłużaniu czasu zapadalności zobowiązań czy zmniejszaniu kosztów związanych z odsetkami. Gdy odbicie postępowo, a kondycja bilansów po-

prawiła się, firmy zaczęły przywiązywać większą wagę do akcjonariuszy, co manifestowało się poprzez podwyżki dywidendy. **Wzrost dywidendy jest ważnym trendem, jaki obserwujemy na rynkach akcji i który powinien utrzymać się także do końca 2014 r. i w 2015 r. Dlatego spółki wypłacające dywidendę są dla nas bardzo interesujące.** Nadal duże znaczenie mają także inne komponenty mające wpływ na alokację kapitału. Wiele uwagi poświęcamy wykupowi akcji, a także możliwościom związanym ze strategicznymi fuzjami i przejęciami.

W dłuższej perspektywie, pewne obawy budzi potencjalne ryzyko wzrostów stóp procentowych, wyższej inflacji oraz możliwości spowolnienia rozwoju ważnych gospodarek poza USA. Czynniki te są dostrzegane przez rynek, który dał pewien przedsmak wywołanych przez nie wahań we wcześniejszych miesiącach bieżącego roku. Niepewna sytuacja geopolityczna jest zawsze trudna do przewidzenia, dlatego my koncentrujemy się na fundamentach, szczegółowych analizach oraz odkrywaniu indywidualnych możliwości inwestycyjnych. Staramy się pozycjonować nasze portfele pod kątem nie tylko potencjału do generowania dochodu, ale także atrakcyjnych perspektyw i długoterminowej wartości.

#### Globalna perspektywa

Na inwestowanie patrzymy z globalnej perspektywy, co znajduje odzwierciedlenie w posiadanych przez nas akcjach i instrumentach o stałym dochodzie. Staramy się wykorzystywać wyniki naszych analiz fundamentalnych do odkrywania indywidualnych możliwości w różnych obszarach. Przykładowo, liczne przedsiębiorstwa energetyczne i spółki z sektora ochrony zdrowia to prawdziwie międzynarodowe korporacje. W taki właśnie sposób nasz zespół podchodzi do poszczególnych sektorów: staramy się identyfikować spółki, które mają najlepszą pozycję, pasują do naszego ogólnego profilu i mają potencjał do wygenerowania dochodu i długoterminowego

wzrostu wartości kapitału. Siedziba firmy nie ma dla nas pierwszorzędного znaczenia; skupiamy się raczej na możliwości wykorzystania rozbieżności w wycenie pomiędzy poszczególnymi rynkami. Innymi słowy, jeżeli dwie hipotetyczne spółki działają w tej samej branży i mają podobne perspektywy związane z rentownością i wzrostem, ale jedna z nich jest niżej wyceniana z uwagi na region, w którym jest zlokalizowana, to właśnie tę spółkę postrzegamy jako potencjalnie lepszą inwestycję.

Z doświadczenia wiemy, że wielu inwestorów preferuje spółki z sektora usług komunalnych, ze względu na ich defensywny charakter oraz potencjał do generowania dochodów pochodzących z dywidendy. Wiele ostatnio mówi się o wrażliwości sektora usług komunalnych na zmiany stóp procentowych oraz względnie wysokiej wycenie spółek z tego sektora. Moim zdaniem, sytuacja wygląda nieco inaczej. **Pomimo pewnych wahań związanych ze stopami procentowymi w ostatnim czasie, biorąc pod uwagę wzrost w segmencie 10-letnich papierów skarbowych w ubiegłym roku, uważamy, że sektor usług komunalnych nadal oferuje duży potencjał, w związku z istotną zmianą dominującego modelu biznesowego na przestrzeni ostatnich dekad.** Obecnie, sektor ten oferuje cały szereg różnorodnych modeli biznesowych i możliwości.

Koncentrujemy się na identyfikowaniu tych spółek z sektora usług komunalnych, które wyróżniają się interesującą lub nietypową dynamiką. Są to, na przykład, przedsiębiorstwa powiązane z energetyką, infrastrukturą lub budową nowych elektrowni.

#### Dokąd zmierza rentowność papierów skarbowych?

Stopy procentowe od początku roku idą w dół, choć ostatnio rentowność 10-letnich papierów skarbowych nieco wzrosła do poziomu 2,6 (Dep. Skarbu USA). Patrząc na sytuację z nieco szerszej perspektywy, 2013 r. przyniósł zna-

czący wzrost długoterminowych stóp procentowych z minimów w okolicach 1,6% zanotowanych w drugim kwartale do 3% na koniec roku (Dep. Skarbu USA). Naszym zdaniem, taki wzrost był nieco przedwczesny. Na początku 2014 r. nasiliły się obawy dotyczące tempa rozwoju gospodarczego na świecie i w USA, gdzie wskaźniki bieżącej aktywności odczuły znaczący wpływ mroźnej zimy w dużej części kraju. Sądzymy, że te wydarzenia wywołały umiarkowane spadki rentowności. W przyszłości, gospodarka USA powinna nadal notować zrównoważony wzrost i poprawę sytuacji, w szczególności na rynku pracy, której towarzyszyć będzie stopniowa normalizacja stóp procentowych. Polityka pieniężna została radykalnie rozluźniona nie tylko w USA, ale i w innych częściach świata; odwracanie tego trendu w Stanach Zjednoczonych jest na razie na względnie wczesnym etapie.

#### Obligacje o wysokim dochodzie

Obligacje korporacyjne o wysokim dochodzie także są w kręgu naszego zainteresowania już od kilku lat. To obszar, który niewątpliwie oferował znakomite możliwości po kryzysie kredytowym w latach 2008-2009, nie tylko ze względu na atrakcyjne poziomy dochodu, ale również z uwagi na rabaty w stosunku do wartości nominalnej, które oferowały korzystny potencjał wzrostowy. Dziś sytuacja jest nieco inna, a my przesuwamy środek ciężkości naszych inwestycji z segmentu instrumentów stałodochodowych w kierunku innych części rynku. Spready zawęziły się, a potencjalne dochody nie są już tak atrakcyjne jak w przeszłości. Nie oznacza to, że nie da się wyselekcjonować żadnych interesujących okazji. Koncentrujemy się na spółkach, które, według nas, są w stanie względnie szybko rosnąć oraz – co ważniejsze – nie tylko generować wolną gotówkę, ale także wykorzystywać gromadzone środki do poprawy wskaźników zadłużenia.

**Rosnące zainteresowanie inwestorów obligacjami o wysokim dochodzie dało początek dyskusji o ryzyku bańki cenowej.** Choć takie zjawisko jest trudne do przewidzenia, nie spodziewamy się go obecnie z co najmniej kilku powodów. Uważamy, że choć stopy procentowe mogą rosnąć w dłuższej perspektywie, raczej nie pójdą drastycznie w górę w najbliższej przyszłości. Będzie to oczywiście korzystne dla obligacji o wysokim dochodzie. Pozytywnym czynnikiem są także konsekwencje utrzymujących się od kilku lat warunków sprzyjających refinansowaniu zadłużenia przez spółki. Nie spodziewamy się zatem znaczącego refinansowania długów korporacyjnych co najmniej przez najbliższe 2 lata, co dobrze wróży dla tego sektora.

#### Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwe-

stowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół. Wpływ na wartość papierów mogą mieć zmiany kondycji finansowej ich emitentów oraz zmiany ratingów kredytowych. Ryzyko związane z wysokodochodowymi obligacjami o niższym ratingu dotyczy przede wszystkim większego prawdopodobieństwa niewypłacalności i straty zainwestowanego kapitału. Z inwestycjami w takie papiery związane jest większe ryzyko kredytowe w porównaniu z instrumentami o ratingu inwestycyjnym. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym czynnikami

dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach.

Poza innymi czynnikami ryzyka, wpływ na papiery emitowane przez spółki z sektora usług komunalnych mają, według danych historycznych, zmiany stóp procentowych. Gdy stopy procentowe spadają, kursy akcji spółek z tego sektora zwykle idą w górę, a gdy stopy rosną, ceny akcji idą w dół.

#### Ed Perks

Wiceprezes wykonawczy, dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi, Zarządzający portfelami inwestycyjnymi

Franklin Equity Group®

Komentarze, opinie i analizy Eda Perksa są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do zainwestowania w jakiegokolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiegokolwiek 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. Przedstawione w niniejszym tekście analizy i opinie mogą wykazywać rozbieżności lub być w sprzeczności z analizami i opiniami przedstawicieli innych działów, innych zarządzających portfelami inwestycyjnymi lub innych zespołów zarządzających inwestycjami w ramach Franklin Templeton Investments.

Informacje zawarte w tym artykule nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu czy rynku. Komentarze, opinie i analizy zawarte w tym artykule odzwierciedlają poglądy autora i są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych. Z uwagi na zmienne warunki rynkowe i ekonomiczne, komentarze, opinie i analizy są aktualne wyłącznie na dzień publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Stwierdzenia zawarte w tekście mają na celu przedstawić informacje dotyczące kwestii makroekonomicznych, a niniejszy komentarz w żadnym wypadku nie stanowi indywidualnej porady lub rekomendacji inwestycyjnej ani zachęty do nabycia, sprzedania lub utrzymywania jakiegokolwiek papierów czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Czytelnik może podejmować decyzje w oparciu o zawarte w artykule informacje wyłącznie na własne ryzyko. Przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnych, zalecamy skonsultowanie ich z profesjonalnym doradcą.

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Z inwestycjami na rynkach zagranicznych związane są szczególne rodzaje ryzyka wynikającego, między innymi, z wahań kursów walut, niestabilnej sytuacji ekonomicznej czy wydarzeń politycznych. Inwestycje na rynkach wschodzących obciążone 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 i społecznych dla rynków akcji. Takie inwestycje zawsze mogą podlegać wzmószonym wahanom wyceny rynkowej.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego komentarza. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane jakiegokolwiek kontroli przez autora ani Franklin Templeton Investments i nie gwarantujemy, że są one w pełni precyzyjne. Franklin Templeton Investments i autor nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania zawartych w artykule informacji, opinii lub szacunkowych danych.

Określone produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez inne podmioty powiązane z Franklin Templeton Investments i/lub przez dystrybutorów w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym. © 2014. Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Zanikła korelacja Europa – USA



**W lipcu dodatnia korelacja między tym, co dzieje się na Wall Street i tym, co widzimy na giełdach europejskich zanikła.** Dzięki trwającemu sezonowi

raportów kwartalnych spółek indeks S&P 500 w ostatnich dniach lipca nieznacznie w ujęciu miesięcznym zyskiwał (rynek jednak zdawał się wyrażać zmęczenie zwyżkami i chęć wejścia w korektę), ale niemiecki XETRA DAX czy francuski CAC-40 drugi miesiąc z rzędu traciły.

Zauważyć trzeba, że doskonale zachowywał się indeks turecki, a w Chinach indeks wybił się z trójką i przemierzał do ataku na górne ograniczenie czteroletniego kanału trendu spadkowego. Przełamanie tego ograniczenia byłoby sygnałem rozpoczęcia hossy na chińskich akcjach. Jak widać były rynki, na

których można było w lipcu solidnie zarobić.

Niestety, nie należały do tego grona akcje polskie. W ostatnich dniach lipca (w ujęciu miesięcznym) indeks dużych spółek WIG20 delikatnie spadał, a indeksy mniejszych spółek traciły mocniej. Widoczny był bardzo mały obrót, co sygnalizowało, że zagranica nadal trzyma się od GPW z daleka woląc nasze obligacje, których rentowność spadła już poniżej 3,2 proc. (na obligacjach dziesięcioletnich). Pożyczane od ECB, Fed oraz Banku Japonii pieniądze (prawie za dar-

mo) szukały miejsc, w których mogą bezpiecznie i bez problemów zarobić.

Dlaczego znikła dodatnia korelacja między Wall Street i giełdami europejskimi (w tym polską)? Najpewniej dlatego, że po zestrzeleniu malezyjskiego samolotu pasażerskiego znacznie pogorszyła się sytuacja geopolityczna na styku Rosja - Ukraina - UE - USA. To zdecydowanie mocniej szkodzić mogło gospodarce europejskiej niż amerykańskiej. Elektoraty i media mocno nacisnęły na polityków, którzy zmuszeni zostali w końcu lipca do wdrożenia sankcji w stosunku do Rosji. Sankcje były sektorowe, ale nakierowane na zaszkodzenie finansom Rosji i jej siłom zbrojnym (w bardzo długim okresie).

Nic dziwnego, że rosyjski indeks RTS, który zyskał po „krymskim” spadku ponad 30% wracając do poziomu wyższego niż miał przed zagarnięciem Krymu przez Rosję, spadł o ponad dziesięć 10%. Stracił też (4% do 5%) rosyjski rubel, ale pamiętać trzeba, że po aneksji Krymu umacniał się i zyskał 10% do dolara i około 8% do euro. **Rosja z pewnością nie jest teraz dobrym miejscem do trwałych, długoterminowych inwestycji.**

Wróćmy jednak na chwilę do sankcji, które mają być nałożone przez UE na

Rosję. Komisja Europejska oceniła, że nieznacznie (o 0,3 proc. w tym roku i 0,4 proc. w przyszłym) zmniejszą PKB strefy euro, ale za to obniżą o 1,5 procent PKB Rosji w tym i o 4,8 proc. w przyszłym roku. Założeniem było to, że Rosja nie odpowie asymetrycznymi sankcjami i to, że sytuacja nie wymknie się z rąk. Bardzo to były optymistyczne, **według mnie mało realne, założenia. Uważam, że sankcje z pewnością utwardzą stanowisko Rosji, a ciche retorsje zaszkodzą wielu wybranym krajom UE.**

Wśród nich będzie z pewnością Polska, której rząd wysunął się na pierwszą linię wśród żądających ostrych sankcji. Polski eksport do Rosji to około 2% polskiego PKB. W sytuacji, w której polskie dane makroekonomiczne (kilka miesięcy spadku indeksu PMI, śladowy wzrost sprzedaży detalicznej i niewielki wzrost produkcji) zdecydowanie sygnalizują, że polska gospodarka weszła w nieoczekiwany okres spowolnienia, rosyjskie retorsje mogą wprowadzić gospodarkę w fazę bliską stagnacji.

I to jest największy problem dla inwestujących na GPW. Temat wyboru ZUS-OFE (dla składki 2,92 proc.) z końcem lipca został już zamknięty. W OFE zostało wiele więcej Polaków niż tego oczekiwali skrajni pesymiści, ale zdecydowanie mniej niż potrzeba było do gładkiego

funkcjonowania OFE. Fundusze będą musiały się konsolidować. To już jednak było zawarte w cenach akcji i nie będzie miało znaczenia we wrześniu.

Ostatnio pisałem, że koniec problemu OFE powinien pomagać bykom i popyt powinien zaatakować na przełomie lipca i sierpnia. Z końcem lipca zdecydowanie się na to nie zanosilo, bo szkodziła geopolityka, nieoczekiwane pogorszenie koniunktury gospodarczej i korekta na europejskich giełdach. To nie znaczy jednak, że sierpień (może nie jego początek) będzie wygraną niedźwiedzi. **Jak widać z zachowania giełd tureckiej czy chińskiej są rynki, które wchodzą lub kontynuują hossę. Zakładam, że dla GPW ten okres może się opóźnić, ale w tym roku nadejdzie.**

**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)