



BIX

BIULETYN INWESTYCYJNY XELION

12

Nr 11/2015 (57)

EKSPERCI >> TRENDY >> AKTUALNOŚCI >> INWESTYCJE >> EMERYTURA

grudzień 2015 r.

- JAKI BĘDZIE 2016 ROK
Prognozy
- INWESTYCJE
Lokalne czy globalne?
- O JAPONII
- FUNDUSZE SHORT





FW20M14

Zmieniamy rynek kontraktów na **WIG20**

Stała opłata miesięczna

Prosto • Przejrzyście • Inaczej

Sprawdź!

www.xelion.pl

801 370 370 (lub +48 42 683 83 70)

 **Xelion**
Dom Inwestycyjny

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, pod nr 000061809 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Inwestycje w instrumenty pochodne dają możliwość realizacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jednakże związane są z ryzykiem. Wielkość poniesionej straty może przekraczać wysokość wniesionego depozytu. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce, świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

SPIS TREŚCI

- 4 | Prognozy rynkowe na 2016 rok
- 5 | Lokalnie czy globalnie – jak inwestować w 2016 roku?
- 6-8 | Słabszy wzrost w Japonii pod wpływem wyzwań demograficznych
- 9 | Fundusze typu short - jak i kiedy z nich korzystać?
- 10 | Okiem Piotra Kuczyńskiego: Problemy GPW i złotego w końcu 2015 roku



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 (Dz. U. z 2014 roku poz. 94 t.j. 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.

Od Redakcji



Szanowni Czytelnicy

Przekazując Państwu do lektury kolejny numer Biuletynu Inwestycyjnego Xelion pragniemy złożyć Państwu serdeczne życzenia...

Niech radość i spokój Świąt Bożego Narodzenia przepelnia cały nadchodzący Rok. Niech nowe dni przyniosą nadzieję oraz spełnienie marzeń i ambicji, a dokonywane wybory staną się przyczyną wielu sukcesów.

Wyłącznie wyjątkowych chwil i niekończącej się satysfakcji w Nowym Roku!

Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 11/2015 (57)



„Biuletyn Inwestycyjny Xelion”
Właściciel:
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.
ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa
www.xelion.pl

Projekt i skład:
Design & DTP Studio MORENDO
tel. 507 237 561
e-mail: morendo@morendo.com.pl
www.morendo.com.pl



Prognozy rynkowe na 2016 rok

Anna Bąkała

Dyrektor Departamentu Sprzedaży i Obsługi Uczestników Funduszy, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.



Na podst. Allianz GI Global Outlook:
Volatility Ahead! Neil Dwane, Global Strategist

Zapowiada się, że rok 2016 zaofereuje podobny zestaw szans i zagrożeń do tych, które pojawiły się w roku 2015. Wzrost gospodarczy pozostanie niski i kruchy, ale nie spodziewamy się, że słabość wielu gospodarek krajów wschodzących pociągnie wszystkie gospodarki do globalnej recesji. Niemniej jednak oczekujemy, że polityka pieniężna pozostanie bardzo łagodna, ze skromnymi podwyżkami stóp w USA w 2016 roku, równoważonymi na poziomie globalnym przez potencjalnie niższe stopy procentowe i kontynuację QE w Japonii i Europie. Polityka i geopolityka wprowadzą dodatkową zmienność do kombinacji polityki gospodarczej w ciągu roku 2016. Spodziewamy się więc większej zmienności na ryn-

kach finansowych w 2016 roku, która może sprzyjać bardziej aktywnym stylom inwestycyjnym i sprawić, że najnowsze trendy indeksowe i ETFy będą mniej zdolne do dostarczania klientom stóp zwrotu. Klarowne filozofie inwestycyjne i zdyscyplinowane procesy inwestycyjne, które koncentrują się na perspektywie długoterminowej, pozwolą na dostarczenie atrakcyjnych zysków alfa do portfeli klientów w czasie, gdy beta może być niska.

Rozwój ekonomiczny

W miarę upływu 2015 roku świat obserwował obniżanie szacunków dla globalnego wzrostu PKB, obecnie znajdują się one znacznie poniżej poziomów sprzed globalnego kryzysu finansowego. Nasze oczekiwania

co do 2016 roku utrzymują się na umiarkowanym końcu oczekiwań, spójnie z polityką finansalną represion. Wszystkie główne gospodarki regionalne stoją przed podobnymi, a jednak różnymi wyzwaniami ekonomicznymi, które będą wymagać więcej działań politycznych i fiskalnych, niż widzieliśmy do tej pory, podczas gdy silne impulsy pieniężne z quantitative easing (QE) nikną przy zerowym oprocentowaniu obligacji. USA rozczarowały przez cały rok pod wpływem niezwykle trudnych warunków pogodowych oraz silniejszego dolara. Pomimo spadku poziomu bezrobocia i niskich cen ropy, konsumpcja i inwestycje były mniej interesujące niż szacowano i podobnego wyniku oczekujemy w 2016 roku. Wall Street będzie, bez wątpienia, zwiastować osiągnięcie w 2016 „prędkości ucieczki” (escape velocity), podczas gdy spodziewamy się bardziej optymistycznego wyniku, ze wzrostem około 2-2,5%.

Otoczenie polityczne

Lokalne wydarzenia polityczne są zawsze ściśle powiązane z polityką pieniężną i spodziewamy się, że w 2016 roku pojawią się dalsze fakty polityczne, które będą wpływać na zyski inwestorów. Europa przeszła typowy rollercoaster, znosząc kolejny grecki kryzys w 2015 roku. UE wciąż ma wiele problemów, wciąż zmagając się z kryzysem migracyjnym i gotującą się Ukrainą. Geopolityczne wydarzenia rozwijające się na Bliskim Wschodzie będą uważnie obserwowane w 2016 roku, jako że są one bardzo niepewne i nieprzewidywalne w momencie gdy echa zimnej wojny powracają z Rosji i USA.

Jednak kluczowym elementem 2016 roku będą amerykańskie wybory w listopadzie, gdzie ani Demokraci, ani Republikanie nie mają jeszcze rozstrzygnięcia na korzyść żadnego ze swoich kandydatów.

Działanie: zmienność i brak płynności

2015 rok przyniósł zarówno większą zmienność na rynkach, jak i załamanie korelacji pomiędzy wieloma klasami aktywów. Spodziewamy się nasilenia tych procesów w 2016 roku, jako że polityki gospodarcza i pieniężna oraz wydarzenia polityczne zaczynają nasilać różnice w gospodarce światowej. W otoczeniu niskich stóp procentowych, na rynku obserwowane było rosnące wykorzystanie ekstremalnej dźwigni finansowej i handlu algorytmicznego, które zarówno nasilają niestabilność, jak i powoduje nadpłynność, z nieuniknioną konsekwencją QE – „zaganiania” inwestorów do podobnych składników aktywów i klas w poszukiwaniu stóp zwrotu i dochodów. Wierzymy, że bycie elastycznym i aktywnym pozwoli klientom wykorzystać zmienność w klasach aktywów i że poprzez dogłębną analizę i skupienie się na jakości i trwałości, możemy pomóc klientom w poruszaniu się na rynkach, na których bez podejmowania ryzyka, nie ma potencjału zysku. Jako że polityka pieniężna różnicuje się w 2016 roku, spodziewamy się, że nasze klarowne filozofie inwestycyjne i długoterminowe procesy inwestycyjne dostarczą alfy poszukiwanej przez klientów, w świecie gdzie zwroty z bety będą znacznie niższe i bardziej zmienne.

Lokalnie czy globalnie – jak inwestować w 2016 roku?

Adam Łaganowski

CFA NN Investment Partners Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Oczywiste i oczekiwane zjawiska na rynkach finansowych, które są przedmiotem prognoz na początku każdego roku rzadko się realizują – można pokusić się wręcz o tezę, że siła oczekiwań odwrotnie wpływa na ich realizację. W takich warunkach uniwersalną miarą oceny rynków są wyceny w odniesieniu do historycznych średnich. Co ciekawe, mimo 6-letniej hossy w USA, której nie widać końca, mamy wiele klas aktywów, które w odniesieniu do historycznych wycen są tanie bądź wręcz rażąco tanie. Przede wszystkim są nią akcje i waluty rynków wschodzących, a w ostatnim czasie także obligacje korporacyjne o niskich ratingach, które mimo solidnego wzrostu gospodarczego w USA i Europie Zachodniej wyceniane są według niektórych miar jak podczas globalnego kryzysu finansowego.

Drugim wartym uwagi tematem inwestycyjnym jest gra przeciwko popularnym transakcjom rynkowym. Największą zgodność globalnych inwestorów można odnaleźć w zasadzie w jednym temacie, który łączy się z pozostałymi. Jest to zało-

żenie dalszego umacniania się USD. Od silnego dolara pokrewnymi są inne tematy – unikania surowców i akcji spółek surowcowych, unikania walut i akcji rynków wschodzących. Tutaj więc może nas czekać największa niespodzianka. Do stabilizacji wielu rynków wschodzących wystarczy bowiem utrzymanie się kursu EURUSD w okolicach 1,1.

2016 będzie kolejnym rokiem ze wsparciem ze strony banków centralnych. Nie inaczej będzie także w Polsce i ten czynnik chyba nie jest uwzględniony w wycenach akcji. Na całym rozwiniętym i – tam gdzie jest to możliwe – wschodzącym świecie pieniądź jest tani i taki pozostanie. Wspiera to akcje i obligacje nieskarbowe. Globalny wzrost gospodarczy powinien być zbliżony do 2015 roku, a nasze oczekiwania

co do wzrostu zysków spółek też są umiarkowane – powinny zwiększyć się o 8% w Europie, 7% w Japonii i 5% w USA. Takie otoczenie wspiera jednak akcje, które choć zmienne powinny być przyzwoite.

Biorąc pod uwagę wyceny, trudno być wielkim pesymistą, jeśli chodzi o rynki wschodzące. Wiele złych informacji jest już w cenach, a inwestorzy wypłacili z nich dziesiątki miliardów dolarów. Fundusz NN (L) Spółek Dywidendowych Rynków Wschodzących oferuje typowo recesyjne wyceny – z P/E poniżej 10 i stopą dywidendy na poziomie 4,4% - i to wszystko mimo trwającego już 3 lata braku wyraźnych wzrostów zysków spółek. W tym samym czasie wyceny na rynkach rozwiniętych są blisko historycznych średnich, co z jednej strony ciężko

nazwać okazją rynkową, a z drugiej zawsze możemy odnieść się do premii za ryzyko, czyli odniesienia się do tego, co oferują bezpieczne obligacje. Premie te są atrakcyjne i zachęcają do kupowania akcji, których posiadacze mogą liczyć w zależności od rynku na 4-6% premii względem obligacji.

Podsumowując i odpowiadając na pytanie zawarte w tytule – warto inwestować globalnie, gdyż niewiele okazji można znaleźć obecnie poza granicami naszego kraju. O ile krajowe akcje również mogą w końcu sprawić niespodziankę, przy obecnym trendzie spadkowym i płynności GPW nie znamy poziomu, od którego zaczną się ta niespodzianka. Odpowiedź na to pytanie niestety może kosztować jeszcze sporo pieniędzy i nerwów.



Słabszy wzrost w Japonii pod wpływem wyzwań demograficznych

Michael Hasenstab

Wiceprezes wykonawczy, zarządzający portfelami inwestycyjnymi, CIO, Templeton Global Macro



W drugim i trzecim kwartale 2015 r. Japonia zanotowała ujemne stopy wzrostu realnego produktu krajowego brutto (PKB), po solidnym wzroście realnego PKB w kwartale pierwszym. Choć niektórzy uczestnicy rynków dostrzegają powody do niepokoju, Michael Hasenstab, CIO w zespole Templeton Global Macro, zarządzający funduszami Templeton Global Total Return Fund oraz Templeton Global Bond Fund, widzi nie tylko wyzwania, ale także postępy Japonii na drodze do zwiększenia inflacji i wzmocnienia wzrostu gospodarczego. Zespół ds. globalnej polityki makroekonomicznej przeanalizował szereg długofalowych czynników mających wpływ na warunki ekonomiczne, a w szczególności starzenie się populacji i kurczenie się siły roboczej, z którymi związane są pewne utrudnienia na drodze do realizacji ekonomicznych aspiracji tego kraju. Członkowie zespołu ustalili, jakie reformy powinni wprowadzić Japończycy, by zakończyć kilkudziesięcioletni okres deflacji.

Japonia zaczęła wdrażać bezprecedensową politykę gospodarczą, mającą wreszcie zakończyć trwający

niemal dwie dekady okres niskiego wzrostu i deflacji. Ostateczna skuteczność tej nowej strategii będzie miała ważne implikacje dla perspektyw rysujących się przed światową gospodarką.

W 2012 r. rząd premiera Shinzo Abe uruchomił kompleksową politykę nazwaną „Abenomiką”, sprowadzającą się do trzech najważniejszych kierunków działań („wektorów”). Abenomika zakłada poważne i realne zmiany, a jej wpływ już jest mocno odczuwalny, choć droga do większego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji wciąż jest długa. Uważamy jednak, że rząd musi zwiększyć starania na rzecz wdrażania reform strukturalnych w kilku kluczowych obszarach, w szczególności na rynku pracy. Z kolei Bank Japonii będzie, według nas, kontynuował skrajnie rozluźnioną politykę pieniężną, włącznie z możliwym zwiększeniem skali programu luzowania ilościowego i jakościowego, co może skutkować przedłużonym okresem słabego jena i niskich stóp procentowych.

JAPOŃSKA STRACONA DEKADA

Po dłuższym okresie bardzo mocnego wzrostu, w latach 70. ubiegłego wieku japońska gospodarka zaczęła wytracać tempo. Jedną z przyczyn tego spowolnienia było wyczerpanie się źródła łatwego rozwoju wynikającego z szybkiego i skutecznego przyswajania importowanych technologii. Japonia napotkała jednak na swej drodze dwie poważne przeszkody: aprecjację jena i przyspieszenie wzrostu wskaźnika obciążenia demograficznego wraz ze starzeniem się społeczeństwa.

Po załamaniu systemu stałego kursu walutowego, jen przeszedł przez dwie duże fazy aprecjacji, a jego wartość w stosunku do dolara amerykańskiego podwoiła się. Waluta osłabiła się w latach 80. ubiegłego wieku, ale po porozumieniu zawartym w nowojorskim hotelu Plaza w 1985 roku ponownie weszła w długą fazę przybierania na wartości. W okresie od 1970 r. do 1995 r. efektywny kurs wymiany jena wzrósł o 150%.

Choć trudno w to dziś uwierzyć, w 1980 r. Japonia miała najniższy wskaźnik obciążenia demograficz-

w ograniczaniu wzrostu japońskiej gospodarki. Populacja Japonii bardzo szybko rośnie. W 1980 r., zaledwie 9% Japończyków miało 65 lat lub więcej; dziś ta grupa wiekowa stanowi ponad 26% populacji, a za 20 lat będzie do niej należał co trzeci obywatel Japonii. Z drugiej strony, udział grupy wiekowej 15-64 w populacji Japonii osiągnął szczytowy poziom bliski 70% dwie dekady temu, a od tamtej pory spadł do niewiele ponad 60% i prawdopodobnie będzie nadal spadał. Za 40 lat zaledwie co drugi Japończyk będzie w wieku produkcyjnym (Źródło: ONZ, wydział ds. populacji, prognozy dot. światowej

TRZY WEKTORY ABENOMIKI

- Powrót do agresywnego rozluźniania polityki pieniężnej: Bank Japonii skoncentrował się w mniejszym stopniu na stopach procentowych, a w większym na bazie monetarnej, zakładając jej podwojenie do 2014 r.; ponadto, podjęto decyzję o wydłużeniu czasu zapadalności skupowanych japońskich obligacji rządowych do 40 lat oraz zwiększeniu bezpośredniego skupu aktywów obciążonych wyższym ryzykiem, podwajając tempo skupu funduszy ETF.
- Rozważna polityka budżetowa: Rząd stara się wypracować właściwą równowagę pomiędzy wspieraniem ożywienia a przywróceniem zrównoważonego poziomu długu publicznego. Strategia koncentruje się na możliwej do przewidzenia perspektywie średnioterminowej, ograniczając ciężar związany z korektami krótkoterminowymi.
- Zakrojone na szeroką skalę reformy strukturalne: Planowane przez rząd reformy obejmują, między innymi, takie obszary, jak rynek pracy, polityka energetyczna, ochrona zdrowia czy rolnictwo.

nego (odzwierciedlający stosunek liczebności grupy osób w wieku emerytalnym do populacji siły roboczej) w grupie G7 (grupa G7 obejmuje siedem wysoko uprzemysłowionych krajów: Francję, Niemcy, Włochy, Japonię, Stany Zjednoczone, Wielką Brytanię i Kanadę). Później tempo starzenia się populacji radykalnie wzrosło, a w 2005 r. wskaźnik obciążenia demograficznego był już najwyższy w G7 i stale rósł.

Czynniki demograficzne odgrywały – i wciąż odgrywają – kluczową rolę

populacji: wydanie zaktualizowane z 2015 r.).

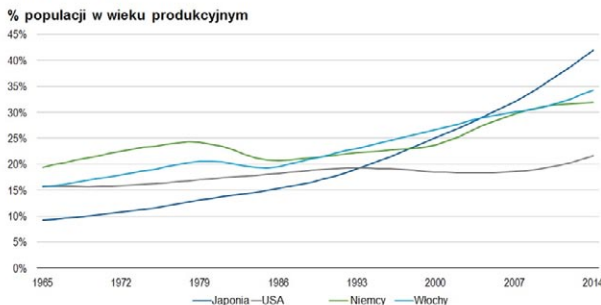
KURCZĄCA SIĘ JAPOŃSKA SIŁA ROBOCZA

Szybkie starzenie się populacji ma ważne implikacje dla wydatków na świadczenia emerytalne i zdrowotne, jednak w kontekście tej części naszej analizy, najistotniejsze jest ograniczenie dostępnej siły roboczej. Japoński rząd prognozuje, że jeżeli zrealizuje się optymistyczny

Wskaźnik obciążenia demograficznego jest dziś największy wśród wszystkich dużych gospodarek



Wskaźnik obciążenia demograficznego 1965 r. – 2014 r.



Źródło: Bank Światowy - wskaźniki ogólnosiwiatowego rozwoju (World Development Indicators), dane na dzień 9 października 2015 r.

scenariusz (przewidujący mocniejszy wzrost i większy wskaźnik aktywności zawodowej), siła robocza skurczy się z 66,3 mln w 2010 r. do 62,9 mln w 2030 r., co oznaczałoby stratę 3,4 mln pracowników w ciągu 20 lat. W przypadku niekorzystnego scenariusza, czyli bez ożywienia gospodarczego lub wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej, siła robocza zmniejszyłaby się o 9,5 mln pracowników do zaledwie 56,8 mln w tym samym okresie. W tym drugim wariantcie, liczba osób zatrudnionych spadłaby, według szacunków rządowych, z 63,0 mln w 2010 r. do 54,5 mln w 2030 r. (Źródło: Giovanni Ganelli, Naoko Miake, „Foreign Help Wanted: Easing Japan’s Labor Shortages”, opracowanie robocze MFW, lipiec 2015 r., realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana).

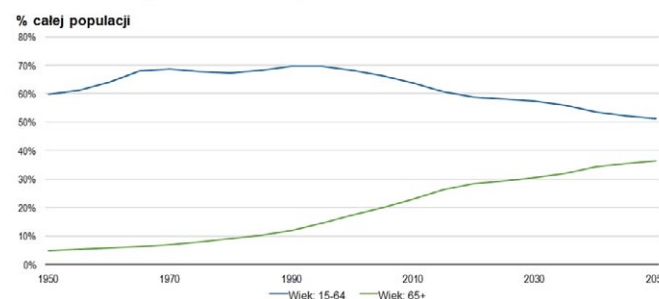
Niekorzystne konsekwencje kurczenia się siły roboczej są nasilane przez dysproporcje na rynku pracy, m.in. pomiędzy pracownikami zatrudnionymi na stałe a tymczasowymi czy w zakresie niedopasowania umiejętności do zapotrzebowania. W swej niedawno opublikowanej pracy, Ganelli i Miake (2015) zauważają, że japońska krzywa Beveridge’a przesunęła się w prawą stronę, co oznacza, że ta sama stopa bezrobocia oznacza dziś większą liczbę dostępnych miejsc pracy. Wyniki przeprowadzonej przez Bank Japonii

ankiety Tankan pokazują, że wszystkie spółki cierpią na niedobór siły roboczej, a największe niekorzystne konsekwencje tej sytuacji odczuwają małe i średnie przedsiębiorstwa. Badanie przeprowadzone niedawno przez ManpowerGroup wykazało, że 81% japońskich spółek miało trudności z wypełnieniem wakatów w 2014 r., co jest najwyższym wskaźnikiem wśród wszystkich krajów, w których przeprowadzono badanie, ponad dwukrotnie wyższym od

Liczebność populacji w wieku produkcyjnym bardzo szybko spada



Grupy wiekowe 15-64 oraz 65+ jako % całej populacji Japonii 1950 r. – 2050 r. (dane szacunkowe)



Źródło: ONZ, Departament Spraw Gospodarczych i Społecznych (DESA), wydział ds. populacji (2015 r.). „Prognozy dla światowej populacji”. Wydanie zaktualizowane z 2015 r., wydane na DVD, lipiec 2015 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

średniej ogólnosiwiatowej (Źródło: ManpowerGroup, 2015 Talent Shortage Survey). Procentowy stosunek wolnych miejsc pracy do całej siły roboczej także jest znacznie wyższy niż w wielu krajach rozwiniętych (Źródło: Giovanni Ganelli, Naoko Miake, „Foreign Help Wanted: Easing

Japan’s Labor Shortages”, opracowanie robocze MFW, lipiec 2015 r.).

Wpływ niekorzystnych trendów demograficznych jest częściowo niwelowany przez solidny wzrost produktywności, dorównujący wzrostowi notowanemu w innych gospodarkach rozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone czy Niemcy. W okresie po światowym kryzysie finansowym (z wyłączeniem nagłego odbicia w 2010 r.), Japonia była na czwartym miejscu pod względem średniego wzrostu wydajności produkcji w Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), znacząco wyprzedzając Stany Zjednoczone czy Wielką Brytanię.

Dzięki temu korzystnemu trendowi w obszarze produktywności, wzrost per capita w Japonii prawie dorównywał wzrostowi w innych dużych krajach rozwiniętych. W latach 1990-2014 (z wyłączeniem 1998 r., kiedy to Japonia boleśnie odczuła skutki azjatyckiego kryzysu finansowego), produkt krajowy brutto (PKB) Japonii per capita w walucie lokalnej

wzrost produktywności w Japonii ma swoje dobre i złe strony. Jeżeli chodzi o korzyści, trend ten sygnalizuje, że kombinacja rozwoju technologicznego i dobrze wykształconej siły roboczej pozwala japońskiej gospodarce utrzymać odpowiedni poziom wydajności i konkurencyjności. Niemniej jednak, z drugiej strony oznacza on, że dalszy wzrost produktywności może odegrać ograniczoną rolę w przyspieszeniu wzrostu japońskiego PKB w ujęciu ogólnym.

INFLACJA PŁAC: ZMIANY NA LEPSZE

Po prawie dwóch dekadach deflacji, nie jest łatwo zmienić oczekiwania co do inflacji oraz zachowania regulujące poziomy płac, choć Japonia robi pewne postępy w tym obszarze. Podczas tegorocznych negocjacji, spółki podniosły płace bazowe o 0,7%, co oznacza znacznie większe podwyżki w porównaniu z 0,4% w roku ubiegłym (za The Wall Street Journal), choć niedostatecznie duże, by nakreślić spiralę rosnących zarobków i rosnącej konsumpcji.

Politycy, w tym Abe oraz gubernator Banku Japonii Haruhiko Kuroda, wielokrotnie nawoływali spółki do większych podwyżek płac oraz do zwiększania udziału pracowników zatrudnionych na stałe w ogólnym zatrudnieniu w stosunku do pracowników tymczasowych. Rentowność przedsiębiorstw rośnie, zatem politycy będą wciąż wywierać presję na sektorze prywatnym, by spółki zmniejszały swe zapasy gotówki na rzecz zwiększania zatrudnienia, płac i inwestycji. Warunki ekonomiczne poprawiają się: na rynku pracy panuje coraz większa równowaga, a stopa bezrobocia spadła do 3,4%, w porównaniu z 4,1% w czasie uruchomienia Abenomiki, dzięki niwelowaniu rozbieżności pomiędzy potencjalną a rzeczywistą zdolnością produkcyjną. W rezultacie, ogólna presja na wzrost płac stopniowo rośnie.

Abenomika zwiększa udział kobiet w sile roboczej



Udział kobiet w sile roboczej
Grudzień 2009 r. – sierpień 2015 r.



Źródło: Obliczenia Templeton Global Macro na podstawie danych pozyskanych od Urzędu Statystycznego, Ministerstwa Spraw Wewnętrznych i Komunikacji

Jak już wspomniano, całkowity wzrost wydajności produkcji w Japonii już jest względnie wysoki i wprowadzić mógłby jeszcze wzrosnąć, ale przyspieszenie ogólnego wzrostu PKB będzie uzależnione przede wszystkim od siły roboczej i kapitału. Biorąc pod uwagę prognozowany spadek rozmiarów siły roboczej, podstawowym priorytetem rządu w obszarze rynku pracy jest zwiększenie aktywności zawodowej wśród kobiet. Władze otwierają coraz więcej żłobków i przedszkoli oraz zapewniają wsparcie finansowe dla rodzin z dziećmi. Wskaźnik aktywności zawodowej kobiet, który

znotował wzrost z ok. 59% w 1994 r. do ok. 63% w czasie uruchomienia Abenomiki, dodatkowo wzrósł od tamtego czasu o ponad 66%.

To ważny postęp, ale kolejne kroki są niezbędne. Rząd może stymulować dalszy wzrost aktywności zawodowej kobiet poprzez deregulację rynku placówek opieki nad dziećmi, co zwiększyłoby ich dostępność, jak również poprzez pewne zmiany w obszarze świadczeń społecznych dla gospodarstw domowych, w których kobiety nie mają zatrudnienia i zajmują się domem. Ponadto, rząd może podjąć działania skłaniające

starszych pracowników do utrzymania zatrudnienia. Biorąc pod uwagę prognozowane starzenie się populacji, zwiększenie liczby starszych osób pozostających na rynku pracy miałyby korzystny wpływ na wielkość całej siły roboczej i mogłyby przyczynić się do zmniejszenia obciążenia systemu opieki zdrowotnej. Trzecim krokiem w kierunku wzmocnienia siły roboczej mogłoby być złagodzenie restrykcji dotyczących imigrantów, choć jest to jeden z najbardziej kontrowersyjnych tematów na arenie politycznej.

Rząd mógłby wreszcie rozważyć dalsze reformy rynku pracy, które zmniejszyłyby aktualne dysproporcje pomiędzy pracownikami zatrudnionymi na stałe a pracownikami tymczasowymi. Obecnie, ponad 40% siły roboczej stanowią pracownicy na umowach tymczasowych, otrzymujący znacznie niższe wynagrodzenie w porównaniu z pracownikami zatrudnionymi na stałe. Stała umowa o pracę zapewnia także większe bezpieczeństwo zatrudnienia i gwarancję długoterminowego stosunku pracy. Odsetek umów tymczasowych rośnie nieprzerwanie od 1985 r., kiedy to wynosił ok. 16% (Japońskie Ministerstwo Spraw Wewnętrznych

i Komunikacji, badanie dotyczące siły roboczej). Zmniejszenie tego wskaźnika zwiększyłoby elastyczność i mobilność na rynku pracy i mogłoby przełożyć się na lepszą alokację kapitału ludzkiego i wzrost wydajności siły roboczej.

W naszej ocenie, japońscy politycy obrali dobrą strategię i wydają się być w pełni zdeterminowani, by ją zrealizować. Choć rezultaty są jak dotąd mieszane, po części wskutek niekorzystnych warunków zewnętrznych, zmiany w takich obszarach, jak dynamika płac, oczekiwania co do inflacji czy też wzrost gospodarczy zachodzą we właściwym kierunku. Zarówno prowadzona polityka, jak i wskaźniki ekonomiczne sygnalizują zerwanie z przeszłością, choć jest ono na razie wyraźnie silniejsze w tym drugim przypadku.

Biorąc pod uwagę solidny wzrost produktywności oraz globalną konkurencyjność japońskich przedsiębiorstw, zwiększaną dodatkowo przez słabszego jena, spodziewamy się dalszych postępów w obszarze inflacji i wzrostu, wraz z poprawą globalnych warunków ekonomicznych w 2016 r.

Przedstawione komentarze, opinie i analizy wyrażają wyłącznie osobiste poglądy zarządzającego, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do kupna, sprzedaży ani utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mają charakteru porad prawnych ani podatkowych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie są aktualne wyłącznie na dzień publikacji, mogą ulec zmianie bez uprzedniego powiadomienia i nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku czy inwestycji.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakiegokolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI 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.

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego 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. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, np. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, 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, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych.

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.

Franklin Templeton Investments nie ponosi żadnej odpowiedzialności wobec odbiorców niniejszego dokumentu ani żadnych innych osób czy podmiotów z tytułu nieścisłości, błędów lub pominięć w treści niniejszego dokumentu, niezależnie od przyczyn takich nieścisłości, błędów lub pominięć.

Przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnych, należy skonsultować się z doradcą finansowym. Kopię najnowszego prospektu Funduszu, „Kluczowych informacji dla inwestorów” oraz sprawozdania rocznego i półrocznego (o ile było opublikowane później) można znaleźć na stronie internetowej 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.á r.l. - Pod nadzorem Commission de Surveillance du Secteur Financier.

© 2015 Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Fundusze typu short – jak i kiedy z nich korzystać?

Tomasz Dudziński

Dyrektor Departamentu Wsparcia Sprzedaży, Altus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Pierwsze fundusze short pojawiły się na polskim rynku w pierwszej połowie 2010 roku. I choć tego typu fundusze inwestują nie tylko na rynku kapitałowym (short equities), bo dostępne są produkty pozwalające wykorzystać spadek cen surowców: złota, ropy oraz pszenicy, to strategię tego typu nie są zbyt popularne wśród polskich inwestorów. Według zestawienia Izby Zarządzających Aktywami i Funduszami na koniec listopada 2015 r. na rynku było 8 takich funduszy, a łączna wartość aktywów netto wynosiła tylko 33,95 mln zł.

Fundusze typu short mają bardzo wysoki profil ryzyka inwestycyjnego. Inwestorzy, którzy kupią taki produkt muszą akceptować bardzo wysokie ryzyko związane z inwestycjami w instrumenty pochodne. Powinni być gotowi na silne wahania wartości inwestycji oraz utratę znacznej części zainwestowanych środków. Dlatego fundusze short przeznaczone są wyłącznie dla doświadczonych inwestorów.

I to takich, którzy obstawiają rynek niedźwiedzia, zakładając trend spadkowy na rynku akcji. Inwestorzy nie powinni jednak przeznaczać na takie fundusze 100% środków. Strategia typu short może stanowić zabezpieczenie istniejącej pozycji w innych instrumentach finansowych, stanowiąc część portfela inwestycyjnego.

Fundusz typu short można wykorzystać przede wszystkim do zabezpieczenia pozycji w funduszach akcyjnych typu long only. Jeśli mamy do czynienia z dekonjunkcją na rynku (tak jak obecnie na GPW), niekiedy musimy zamykać pozycje w funduszach akcyjnych - możemy je zabezpieczyć funduszem short, czyli stworzyć w ramach własnego portfela strategię typu long/short. Jeśli posiadamy fundusz akcji, który radzi sobie zdecydowanie lepiej niż szeroki rynek, to w efekcie taki fundusz powinien nie tylko zarabiać w czasie hossy więcej niż indeks,

ale również tracić mniej niż indeks w czasie bessy.

Oczywiście nie zawsze wynik wyżej opisanej strategii będzie tak bardzo korzystny dla inwestora, co najmniej z dwóch powodów:

- fundusz typu short nie zawsze będzie w 100% odzwierciedlał indeks giełdowy oraz
- fundusz akcji prawdopodobnie nie zawsze będzie pobijał indeks giełdowy,

dlatego pewnie warto rozważyć inwestycję w fundusz absolutnej stopy zwrotu, który często stosuje strategię typu long/short i to rolę zarządzającego (a nie inwestora) jest zabezpieczanie portfela od spadków.

Zdecydowana większość z oferowanych funduszy „short” jest dostępna głównie dla zamożniejszych, bardziej wyrobionych inwestorów dys-

ponujących co najmniej 200 tys. zł. Strategie są oferowane przez TFI głównie w ramach funduszy zamkniętych, bądź specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych (SFIO). W ofercie Altus TFI dostępna jest też pozycja typu short ze znacznie niższym progiem wejścia na poziomie 1 000 zł. Próg wejścia można obniżyć za pośrednictwem ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym, oferowanych przez kilka towarzystw ubezpieczeń.

Fundusze typu short próbują osiągnąć zyski w trakcie spadków w segmencie największych spółek na GPW, co oznacza, że punkt odniesienia stanowi dla nich indeks WIG20. I rzeczywiście radzą sobie najlepiej, gdy na rynku akcji są przeceny, notowania większości spółek świecą na czerwono i leje się krew. Porównanie wycen jednostek funduszy typu short z indeksem WIG20 pokazuje, że zachowują się niemal dokładnie odwrotnie niż indeks.



Okiem Piotra Kuczyńskiego:

Problemy GPW i złotego w końcu 2015 roku

W listopadzie i na początku grudnia WIG20 nadal spadał. Spadał tak od majowych wyborów prezydenckich tracąc ponad 30 procent. Spory udział w tej słabości miała niechęć funduszy do emerging markets, ale nie tylko to. W poszukiwaniu pieniędzy na spełnienie wyborczych obietnic politycy udali się do dużych polskich spółek.

Podatek bankowy (0,39% rocznie od całości aktywów i 0,6% rocznie od aktywów firm ubezpieczeniowych) uderzy w cały sektor zabierając mu w 2016 roku około 30 procent zysku. Poza tym podatek liczony mam być od całości aktywów, czyli również od kredytów i posiadanych przez banki obligacji. To zmniejszy akcję kredytową szkodząc gospodarce oraz zmniejszy zainteresowanie zakupem obligacji rządu polskiego, czym zwiększy zależność od zagranicy.

Jeśli już mówimy o zależności od zagranicy, to muszę coś przypomnieć. Ja od lat mówię, że Polska powinna się zadłużyć się u swoich obywateli. Japonia ma 250% PKB długu (my około 50%) i nikt jej obligacji nie atakuje, bo 95% długu jest w posiadaniu Japończyków. My powinniśmy zwolnić zakup obligacji na rynku pierwotnym z podatku Belki i w celu przeniesienia zadłużenia z zagranicy do Polski zwiększyć podaż obligacji na rynek detaliczny. Wicepremier Mateusz Morawiecki też mówi o mniejszym uzależnieniu polskiej gospodarki od zagranicy, ale ja nie widzę na razie żadnych działań do tego celu zmierzających.

Plusem dla sektora bankowego jest to, że – jak informują media – dla ministerstwa finansów

sprawa kredytów walutowych ma niski priorytet, a ministerstwo zdaje sobie sprawę z trudnej sytuacji sektora bankowego. Być może kwestia przewalutowania kredytów przesunięta zostanie nawet na 2017 rok. Oczywiście, o ile takie jest rzeczywiście stanowisko ministerstwa finansów. Tego nie wiemy, a sprzeczne informacje docierające z ust różnych członków rządu prowadzą do sporego zamieszania.

W sektor energetyczny uderzyło to, że, jak mówiono, Prawo i Sprawiedliwość będzie kontynuowało realizację projektu Platformy Obywatelskiej, więc spółki energetyczne przejmą kopalnie. Uderzenie w te dwa sektory (bankowy i energetyczny) wystarczyło, żeby na GPW zapanowała bessa. Plusem było tylko to, że na początku grudnia minister energetyki, Krzysztof Tchórzewski, w wywiadzie dla radia Wnet powiedział, że nie planuje wnoszenia kopalń do spółek energetycznych, ale przewiduje współpracę kapitałową.

Pogłoski mówiące o (chwilowej) rezygnacji z przewalutowania kredytów oraz o zmniejszeniu zaangażowania sektora energetycznego w ratowanie kopalń doprowadziły do tego, że pod koniec pierwszej dekady grudnia zanosilo się na GPW na (niepewny) początek wzrostowej korekty.

Był jednak i dodatkowy znak zapowiedzi. Wiceminister w Ministerstwie Rozwoju, Jerzy Kwieciński, w wywiadzie dla PAP powiedział, że „Do wspólnych działań proinwestycyjnych, proinnowacyjnych chcielibyśmy włączyć zarówno instytucje finansowe, jak PZU czy

PKO BP, jak i duże firmy, prowadzące działalność inwestycyjną – np. KGHM czy spółki energetyczne.” Taka zapowiedź może rodzić niepokój, że środki firm będą wykorzystywane niekoniecznie w sposób dla tych firm korzystny.

Nie tylko akcje ucierpiały. Tracił również złoty. W dużej mierze wynikało to z umacniania się dolara do euro, co (w połączeniu ze spadkiem cen surowców) osłabiało waluty krajów rozwijających się. Złoty był jednak wyjątkowo słaby. Tracił na przykład do czeskiej korony i węgierskiego forinta. Zapowiedź zwiększenia deficytu w 2015 roku, dużych wydatków w 2016 roku i obniżenia stóp procentowych (po zmianie RPP w lutym 2016) oraz zmiana reguły wydatkowej osłabiała złotego i podnosiła rentowność obligacji.

Pozostaje mieć nadzieję na to, że w 2016 roku polska gospodarka będzie rosła na tyle szybko, żeby dać sobie radę z realizacją obietnic polityków. To jest bardzo prawdopodobne, ale według mnie duże problemy pojawić się mogą już w 2017 roku. Rząd szukając pieniędzy mających pobudzić polską gospodarkę powinien pamiętać o tym, że jednym ze źródeł kapitału jest giełda. Dzięki GPW spółki mogą (nie korzystając z kredytów) zdobywać kapitał na rozwój. Niszczenie GPW jest odbieraniem gospodarce jednego z filarów wzrostu.



Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Inwestycje na najwyższym poziomie

ZADBAJ O SWOJE FINANSE Z DI XELION

**KORZYSTAJ Z ATRAKCYJNYCH
ROZWIĄZAŃ INWESTYCYJNYCH**

www.xelion.pl • 801 370 370

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, pod nr 000061809 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce, świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.