

Gazeta Inwestora



Łódź, Numer 7/2010

www.mBank.pl

Czerwone pomarańcze na wiosnę

Specjalnie dla mBanku Hans van Houwelingen – Prezes Zarządu ING Investment Management (Polska) S.A.



Monika Chwiedzewicz: Od 1 września 2009 roku Fundusze Inwestycyjne ING dostępne są na platformie mBanku. Czy mógłby Pan powiedzieć kilka słów o firmie, która zarządza tymi funduszami?

Hans van Houwelingen: ING Investment Management (ING IM) jest międzynarodową firmą zarządzającą aktywami w 34 krajach na całym świecie. Zatrudniamy około 3000 osób, w tym 800 profesjonalnych zarządzających, którzy czuwają nad pieniędzmi naszych klientów i konsekwentnie dążą do tego, aby w ramach uzgodnionych strategii i poziomu ryzyka przynosić im satysfakcjonujące zyski. Zarządzający ING IM z Europy, obu Ameryk i Azji ściśle ze sobą współpracują i na bieżąco wymieniają się swoją wiedzą w celu znalezienia najlepszych okazji inwestycyjnych na rynkach kapitałowych.

Polska jest dla nas niezwykle ważnym rynkiem. Systematycznie rozwijamy ofertę produktową i dbamy

o to, aby inwestycjami naszych klientów opiekowali się najlepsi specjaliści. Nasz zespół to 60 osób, z czego 15 to pracownicy Departamentu Inwestycyjnego, którzy na co dzień zarządzają portfelami zarejestrowanych w Polsce Funduszy Inwestycyjnych ING oraz dzielą się w ramach naszej globalnej organizacji swoją wiedzą i poglądami na temat scenariuszy rozwoju lokalnego rynku.

Jaka jest filozofia inwestycyjna ING Investment Management (Polska) S.A.?

Głęboko wierzymy, że zdyscyplinowany i wnikliwy proces inwestycyjny pozwala osiągać stabilne i ponadprzeciętne wyniki. Skupiamy się na tym, aby nasze strategie inwestycyjne pozwalały klientom na skuteczną realizację ich celów finansowych przy adekwatnym poziomie ryzyka. Dlatego właśnie oprócz świetnych zarządzających skupionych na selekcji najlepszych spółek, posiadamy również wysokiej klasy specjalistów, któ-

rzy w niezależny sposób wprowadzają mechanizmy pozwalające skutecznie zarządzać ryzykiem.

Zatem naszym celem jest osiągnięcie stabilnych wyników bez narażania klientów na niepotrzebne ryzyko, nawet jeśli w krótkim terminie oznaczać to będzie, że nie znajdziemy się na szczytach prasowych rankingów tworzonych tylko w oparciu o stopę zwrotu osiągniętą w danym roku.

Ale czy taka strategia jest skuteczna? Przecież wiadomo, że klienci funduszy bardzo często kupują właśnie wyniki. Bardzo często fundusz, który w danym roku przyniesie najwyższą stopę zwrotu, notuje największe napływy.

To prawda. Najlepszym przykładem jest nasz fundusz ING FIO Rosja EUR, który w ubiegłym roku przyniósł najwyższą stopę zwrotu spośród wszystkich funduszy akcji na rynku polskim (ponad 101%) i teraz cieszy się zdecydowanie większym zainteresowaniem

Aby zostać posiadaczem Aktywnego Portfela Funduszy, wystarczy napisać do mBanku na adres: opiekunowie.klienta@mbank.pl i zostawić swoje dane kontaktowe. Pracownik mBanku skontaktuje się z Tobą w przeciągu 2 dni roboczych.



LOKATA STRUKTURYZOWANA LIDERZY INNOWACJI

Lokata oparta na koszyku 3 spółek sektora technologicznego: APPLE INC, AMAZON.COM INC, YAHOO! INC.
– czas trwania: 18 miesięcy,
– kwota minimalna: 1000 PLN.

Zapisy od 26.02 do 15.03.2010 r.

niż jeszcze kilka miesięcy temu. My patrzymy na relacje z klientami w ujęciu długoterminowym i nie doradzamy automatycznie wszystkim zakupu jednostek funduszu o wysokim ryzyku, nawet mając taką okazję jak w przypadku ING FIO Rosja EUR. Przede wszystkim umożliwiamy klientom dostęp do bardzo dobrych produktów, w oparciu o które mogą budować strategię idealnie dopasowaną do swoich osobistych celów finansowych. Po drugie dbamy o dostarczanie wyników inwestycyjnych, które w dłuższym terminie są satysfakcjonujące i osiąganego bez podejmowania niepotrzebnych ryzyk. Naszym zdaniem taka strategia jest przejrzysta, uczciwa i korzystna dla klientów.

Jakie są plany ING TFI S.A. w zakresie oferty produktowej?

W roku 2009 ukończyliśmy proces tworzenia kompletnej oferty

Ciąg dalszy – str. 2

Czerwone pomarańcze na wiosnę

ciąg dalszy ze str. 1

produktowej pozwalającej na skuteczną dywersyfikację i zarabianie na różnych rynkach. Naszą ofertę funduszy inwestujących w Polsce i Europie Środkowej wzbogaciliśmy o inwestycje o zasięgu globalnym. Już w marcu 2010 roku zaoferujemy Klientom mBanku nowy polski fundusz parasolowy, w skład którego wejdzie 14 międzynarodowych subfunduszy. Umożliwimy w ten sposób inwestowanie z ING na rynkach światowych z wykorzystaniem wiedzy i wieloletniego doświadczenia naszych specjalistów z innych krajów.

Oznacza to np., że zaoferujemy polskim klientom fundusz z Ameryki Łacińskiej denominowany w polskich złotych z zabezpieczeniem różnic kursowych wynikających z wahań walutowych (hedging walutowy), ale zarządzany przez lokalnych ekspertów z krajów Ameryki Łacińskiej.

Co czeka inwestorów w 2010 roku? Jaki scenariusz obstawia ING IM?

Chociaż w 2008 i na początku 2009 roku dywersyfikacja inwestycji nie ochroniłaby przed utratą wartości większości portfeli inwestycyjnych, uważamy, że w nadchodzącym czasie właśnie dywersyfikacja pokaże, że jest jednym z najważniejszych elementów w dobrym portfelu inwestycyjnym.

Oczekujemy znaczących różnic w osiąganych wynikach pomiędzy różnymi rynkami oraz klasami aktywów. Spodziewamy się również zdecydowanie większej zmienności na rynkach. Kluczem do sukcesu inwestycyjnego będzie dobrze zdywersyfikowany portfel.

Jeśli chodzi o nasze oczekiwania związane z gospodarką światową,

spodziewamy się ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego na rynkach wschodzących oraz niskiego (poniżej długoterminowych średnich) wzrostu PKB na rynkach rozwiniętych. Wśród rynków wschodzących obok Polski jedynie Chiny, Indie oraz Indonezja uniknęły recesji w roku 2009. Oczekujemy kontynuacji poprawy wzrostu gospodarczego Polski w roku 2010 i nie wykluczamy nawet dojścia do poziomu 4,0% – 4,5% r/r.

Jaką strategię poleciliby Pan klientom w nadchodzących miesiącach?

Każda strategia inwestycyjna musi być dopasowana do potrzeb Klienta. Każdy Klient ma inny apetyt na ryzyko i zysk. Ważne jest, żeby wiedzieć, czy Klienci rozumieją ryzyko, które wiąże się z pewnymi typami inwestycji, zarówno w długim, jak i krótkim okresie. Naszym zdaniem rok 2010

będzie sprzyjającym okresem do stopniowego budowania pozycji na rynku akcji dla inwestorów długoterminowych. Ponieważ krótkoterminowe korekty, które mogą być znaczące, są możliwe, zalecamy stopniowe zwiększanie zaangażowania w akcje, np. poprzez inwestowanie stałej miesięcznej kwoty. Niestabilność na rynkach akcji będzie się utrzymywać, jednak obecne poziomy wycen w połączeniu z długoterminowym horyzontem czasowym inwestycji wydają się być okazją do osiągnięcia atrakcyjnych stóp zwrotu.

W naszej ocenie realny jest scenariusz osiągnięcia przez indeks WIG w roku 2010 poziomu 50 000 punktów. Najciekawszy inwestycyjnie segment rynku to średnie i małe spółki, a wśród sektorów stawiamy na sektor bankowy.

Ameryka Łacińska – nowy kierunek inwestycji

Specjalnie dla mBanku komentarz HSBC Global Asset Management



Do Ameryki Łacińskiej wielu podróżuje. Wielu zachwyca się też latynoamerykańską kulturą – tańcem, muzyką, filmem. Jak zaśpiewali w 1980 roku the Gibson Brothers, „Latin America – it must be love” (Ameryka Łacińska – to musi być miłość).

O gospodarce Ameryki Łacińskiej pisało jednak do tej pory niewiele. W tym artykule postaramy się przybliżyć Państwu podstawowe informacje makroekonomiczne krajów Ameryki Łacińskiej oraz BRIC, a także wskazać, dlaczego warto zainwestować w ten właśnie region w nadchodzącym 2010 roku. Opracowanie powstało na podstawie raportów i analiz ekspertów z grupy HSBC.

Gdy w 2001 r. ekonomiści z banku Goldman Sachs dołączyli Brazylię do Rosji, Indii i Chin, twierdząc, że te gospodarki w przyszłości zdominują cały świat, to właśnie pod adresem litery B w akronimie BRIC padało najwięcej docinków. Brazylię? Kraj ze wzrostem tak skąpy jak kostiumy kąpielowe

widywane na jego plażach, ofiara każdego kryzysu finansowego, który narodził się w pobliżu, miejsce chronicznego braku stabilności politycznej, którego niezmierzone umiejętności trwonienia ogromnego potencjału były równie znane co wywodzący się stąd utalentowani piłkarze i karnawał, nie wydawał się pasować do tytanów rynków wschodzących. Dziś ten sceptycyzm wydaje się całkowicie chybyony. Po stosunkowo świeżych doświadczeniach, związanych z globalnym spowolnieniem gospodarczym, brazylijska gospodarka odrabia straty szybciej niż oczekiwano, skłaniając analityków do podwyższenia prognoz wzrostu na 2009 i 2010 roku. Przed kilkoma miesiącami powszechnie przewidywano spadek PKB o 1% w 2009 roku – dziś prognozy zakładają stabilizację (0,1%). Równocześnie prognozuje się, że w 2010 r. gospodarka wzrośnie o 4,6%, czyli powyżej średniego tempa wzrostu z lat 2003–2008. Potwierdzają się również przewidywania wskazujące, iż Brazylię będzie rozwijać się szybciej niż pozostałe kraje z regionu.

W warunkach słabszego popytu krajowego największymi zaletami gospodarki brazylijskiej są: większe skupienie na rynku lokalnym (zwłaszcza w porównaniu z Meksykiem) i większe zróżnicowanie wymiany handlowej, zarówno pod względem oferty produktowej, jak i partnerów handlowych.

O zakończeniu recesji zadecyduje przede wszystkim dynamika popytu krajowego. W drugim kwartale konsumpcja gospodarstw domowych wzrosła o 2,1%, a inwestycje przedsiębiorstw ustabilizowały się po spadku o 12,3% w ciągu pierwszych trzech miesięcy bieżącego roku. Najnowsze dane pokazują, że sprzedaż detaliczna wciąż radzi sobie bardzo dobrze, i wzrosła średnio o 5,5% r/r w lipcu i sierpniu. Czynniki kształtujące konsumpcję utrzymują się na korzystnym poziomie. Chociaż dynamika akcji kredytowej skierowanej do gospodarstw domowych słabła od połowy 2008 r., to jednak w lipcu i sierpniu zanotowała wzrost o 18% r/r, a sytuacja na rynku pracy poprawia się – stopa bezrobocia spadła od początku roku do poziomu 7,9% (dane na koniec sierpnia 2009). Nastroje gospodarstw domowych są coraz lepsze i zbliżają się do rekordu wszech czasów. Od sierpnia do grudnia 2008 r. produkcja przemysłowa spadła o 21%, lecz w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy roku bieżącego wzrosła o 13,5%, osiągając ostatecznie poziom o 10% niższy w porównaniu ze stanem

przed kryzysu. W pierwszym kwartale nastroje wśród przedsiębiorców spadły do najniższego poziomu w historii, lecz obecne znów kształtują się powyżej średniej długoterminowej. Oczekiwania przedsiębiorców wskazują, że ożywienie utrzyma się. Analitycy zgodnie prognozują prawie 7% wzrost produkcji przemysłowej w 2010 r., czyli znacznie powyżej średniej z lat 2003–2008. Poprawia się również saldo wymiany handlowej Brazylii. Po pierwszych dziewięciu miesiącach Brazylię miała nadwyżkę w wysokości 21,3 mld USD, podczas gdy w ubiegłym roku po 9 miesiącach nadwyżka wynosiła 19,7 mld USD, ponieważ spadek eksportu był mniejszy niż importu. Od stycznia do września eksport zmalał o 26%, a import – o 31% w porównaniu z analogicznym okresem 2008 r. Nadwyżka handlowa w całym 2009 r. może wynieść 28 mld USD. Deficyt na rachunku bieżącym po pierwszych ośmiu miesiącach 2009 r. był o połowę mniejszy od deficytu w tym samym okresie w 2008 r. (9,6 mld USD w porównaniu do 20 mld USD), a napływ kapitału jest dużo większy niż potrzeba, by go sfinansować. W okresie od stycznia do sierpnia bezpośrednie inwestycje zagraniczne wyniosły 22 mld USD, w porównaniu z 12 mld USD w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy 2008 r. Rezerwy walutowe banku centralnego topniały średnio o 4 mld USD miesięcznie od października 2008 r. do lutego 2009 r., gdy szalał najgorszy



kryzys, lecz od marca rosną średnio o 5 mld USD. Na koniec września rezerwy wyniosły 221,6 mld USD, bijąc dotychczasowy rekord 206,5 mld USD z końca września 2008 r.

Chociaż gospodarka Brazylii znów systematycznie się rozwija, to jednak utrzymująca się nadwyżka wolnych mocy wytwórczych jeszcze przez jakiś czas będzie hamować wzrost inflacji. Inflacja liczona rok do roku gwałtownie spadła i na poziomie 4,3% we wrześniu osiągnęła poziom powszechnie prognozowany jako stan na koniec roku. Jak dotąd bank centralny obniżył swoją główną stopę interwencyjną o 500 pb do 8,75%. Analitycy przewidują, że główna stopa procentowa (SELIC) utrzyma się na poziomie 8,75% przez następne trzy miesiące. Podwyżki stóp procentowych są możliwe w drugiej połowie przyszłego roku (o 25-50 pb w ciągu 12 miesięcy), gdyż tempo wzrostu produkcji zbliża się do poziomu odpowiadającemu trendowi

wzrostu. Także cała Ameryka Łacińska wysyła mocne sygnały wskazujące na ożywienie gospodarcze. Główne siły napędowe wzrostu to poprawa warunków na rynkach międzynarodowych, wzrost cen surowców oraz stosowane narzędzia stymulacji monetarnej i fiskalnej. W 2009 r. PKB regionu spadnie o 2,2%, lecz już w 2010 r. wzrośnie o 3,4%. Jednak perspektywy poszczególnych krajów są zróżnicowane. Ogólnie najlepiej poradzą sobie te, które będą w stanie utrzymać dużą dynamikę popytu krajowego. Dlatego najszybciej będą rozwijać się Brazylija, Chile i Peru – w tempie około 4,5%. Wśród pozostałych dużych krajów z regionu najwolniej będą rosły gospodarki Wenezueli i Argentyny, których PKB powinien zwiększyć się w 2010 r. odpowiednio o 0,6% i 2,4%.

Meksyk będzie się rozwijał w tempie 2,9% (-7,1% w 2009 r.). Po głębszym, niż przewidywano, spadku PKB w trzecim kwartale (-10,3% r/r), gospodarka

meksykańska będzie bardzo słaba w całym 2010 r. Nie doszacowano negatywnego wpływu świńskiej grypy na konsumpcję prywatną, podobnie jak niekorzystnych skutków mniejszego popytu w USA na eksport. Ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych to dobra wiadomość dla Meksyku, chociaż kraj ten wciąż potrzebuje reform strukturalnych, by zwiększyć swój potencjał wzrostu. Jego największe bolączki to konkurencja Azji na rynkach eksportowych, niska wydajność i za małe inwestycje. Ostatnie odczyty wskaźników nie sugerują większego ożywienia w bieżącym kwartale. W lipcu i sierpniu eksport dalej spadał, a produkcja przemysłowa wzrosła tylko nieznacznie. Prognozy dynamiki popytu krajowego wciąż nie wyglądają zachęcająco, również za sprawą większego bezrobocia, powodującego spadek płac realnych (o 0,7% r/r od stycznia, 2,2% w 2008 r.). Wreszcie zaproponowany przez prezydenta Calderona pakiet ustaw wprowadzający reformę fiskalną, który jest obecnie przedmiotem debaty w parlamencie i wkrótce trafi pod głosowanie, przewiduje ambitne środki, które mogą osłabić konsumpcję gospodarstw domowych. Prezydent zamierza wprowadzić nowy 2% VAT i przejściowo podwyższyć najwyższą stawkę podatku dochodowego z 28% do 30%, a jednocześnie ograniczyć wydatki rządowe aż o 1,8% PKB. Od stycznia inflacja spada (4,9% r/r we wrześniu), lecz wciąż utrzymuje się powyżej 3% celu banku centralnego. Spadek cen usług został zniwelowany przez droższą żywność. Ze względu na bardzo duże osłabienie gospodarki bank centralny będzie kontynuował akomodacyjną politykę monetarną i utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie (4,5%). Jednak jest pewna szansa na ożywienie, dzięki szybszemu wzrostowi gospodarczemu w USA w drugiej połowie 2010 r., dlatego w ciągu najbliższych 12 miesięcy można oczekiwać też podwyżki stóp procentowych o 50 pb do 5%.

W najbliższych latach gospodarki krajów Ameryki Łacińskiej powinny przyspieszyć jeszcze bardziej. Doświadczeni inwestorzy wiedzą, że jest to doskonały moment, aby rozpocząć inwestowanie na ww.

rynkach. Chcielibyśmy zwrócić Państwa szczególną uwagę na dwa produkty dostępne w ramach zagranicznego funduszu parasolowego HSBC Global Investment Funds – fundusz HSBC GIF Brazil Equity (akcji brazylijskich) oraz funduszu HSBC GIF Latin American Equity* (akcji latynoamerykańskich), które zarówno w długim, jak i krótkim horyzoncie inwestycyjnym odnotowują ponadprzeciętne stopy zwrotu – regularnie przewyższając swoją stopę odniesienia.

Profile funduszy oraz ich aktualne wyniki znajdują Państwo poniżej.

- Profil funduszu HSBC Global Investment Funds Latin American Equity Subfundusz dąży do uzyskania w długim okresie wzrostu kapitału i dochodu poprzez inwestowanie głównie w skoncentrowany portfel zawierający akcje i papiery wartościowe równoważne z akcjami spółek mających siedzibę i notowanych na jednej z głównych giełd lub innym rynku regulowanym w dowolnym kraju Ameryki Łacińskiej, jak również spółek prowadzących główną część swojej działalności gospodarczej w Ameryce Łacińskiej. Subfundusz będzie starał się inwestować głównie w papiery wartościowe notowane na rynku regulowanym, ale może również inwestować do 10% aktywów netto subfunduszu w papiery wartościowe, pozostające w obrocie na rynku nieregulowanym.

Profil funduszu HSBC Global Investment Funds Brazil Equity

Subfundusz dąży do uzyskania długookresowego wzrostu kapitału poprzez inwestowanie głównie w mocno zdywersyfikowany portfel zawierający akcje i papiery wartościowe równoważne z akcjami spółek mających siedzibę i notowanych na głównej giełdzie lub innym rynku regulowanym w Brazylii, jak również spółek prowadzących główną część swojej działalności gospodarczej w Brazylii. Nie zostały nałożone ograniczenia co do kapitalizacji rynkowej tych spółek i przewiduje się, że subfundusz będzie starał się inwestować w spółki o różnej kapitalizacji.

	1 Month	3 Months	6 Months	1 Year	3 Years	5 Years	YTD
HSBC GIF Brazil Equity	2,9	15,8	56,4	156,5	24,8	187,7	156,5
	1 Month	3 Months	6 Months	1 Year	3 Years	5 Years	YTD
HSBC GIF Latin American Equity	2,1	14,6	49,2	127,8	46,5	–	127,86

Tabela 1. Aktualne wyniki funduszu HSBC GIF Latin American Equity i HSBC GIF Brazil Equity. Źródło: HSBC Global Investment Funds (stan na 31/12/2009), Fundusz HSBC GIF Latin American Equity do 26/10/2009 nosił nazwę HSBC Latin American Freestyle.

Zastrzeżenie prawne

Niniejszy biuletyn powstał na podstawie obserwacji i analiz przeprowadzonych przez spółkę HSBC Global Assets

Management, która jest częścią Grupy HSBC. Dokument ten należy traktować wyłącznie jako materiał marketingowy, nie jest on natomiast ofertą ani zachętą lub za-

prośzeniem do nabycia lub udziału w subskrypcji instrumentu finansowego; nie jest też poradą ani rekomendacją inwestycyjną lub niezależną analizą finansową. Ze

względu na swoją specyfikę inwestycyjne na rynkach wschodzących są obarczone większym ryzykiem i charakteryzują się większą zmiennością cen niż inwestycje na

rynkach w krajach rozwiniętych. Na wartość inwestycji mogą również wpływać zmiany kursów walut, zwłaszcza w przypadku inwestorów posiadających papiery wartościowe denominowane w walutach obcych. Wszelkie projekcje, prognozy lub cele dotyczące przyszłych zysków lub poziomów cen zawarte w niniejszym dokumencie mają wyłącznie charakter poglądowy i nie są w żaden sposób gwarantowane. Ani HSBC Global Assets Management ani HSBC Bank Polska SA nie ponosi żadnej odpowiedzialności, jeśli te projekcje, prognozy lub cele okażą się nietrafne. Niniejszy biuletyn nie zastępuje indywidualnej porady fachowej lokalnego doradcy inwestora. Biuletyn jest przeznaczony wyłącznie dla osób przebywających na stałe w Polsce. Nie jest natomiast przeznaczony dla osób z innych

krajów lub jurysdykcji, a w szczególności podmiotów lub osób będących rezydentami lub obywatelami Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej i jest objęty zakazem rozpowszechniania w innych krajach i jurysdykcjach. Wartość inwestycji oraz dochodów uzyskiwanych z inwestycji może się zmniejszyć lub zwiększyć. Wcześniejsze wyniki, symulacje lub prognozy nie są wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników. Informacje zamieszczone w niniejszym biuletynie uzyskano ze źródeł, które uznajemy za wiarygodne, lecz nie zostały przez nas poddane niezależnej weryfikacji, dlatego nie ponosimy odpowiedzialności za ich rzetelność lub kompletność. Wszystkie opinie wyrażone w niniejszym biuletynie są opiniami HSBC Global Assets Management i mogą w przyszłości ulec

zmianom, które nie podlegają obowiązkowi publikacji. Więcej informacji można uzyskać na naszej stronie internetowej: www.assetmanagement.hsbc.com/pl

Publikacja HSBC Bank Polska S.A., Pl. Piłsudskiego 2, 00-073 Warszawa; 15.12.2009.



Czy wiesz, że...

W mBanku za pośrednictwem eMAKLERA możesz nabyć certyfikaty strukturyzowane notowane na GPW.

Dowiedz się więcej: <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/> w sekcji eMAKLER

mPortfel – Aktywny Portfel Funduszy – czyli produkt Private Banking w ofercie mBanku

Departament Zarządzania Aktywami BRE Wealth Management S.A. – luty 2010 r.



W chwili obecnej w Aktywnym Portfelu Funduszy cztery największe fundusze stanowią 34% alokacji portfela (Aviva – 2 fundusze, Union Investment, Allianz), zaś największe zaangażowanie jest utrzymywane w grupie Aviva Investors (19%). Około 22% zainwestowaliśmy w fundusze o małych aktywach ze względu na ich większą elastyczność i potencjał generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Bieżąca efektywna alokacja (przy założeniu utrzymywania przez TFI 88% zaangażowania) wynosi około 39%. Ponadto w portfelu znajdują się obecnie złoto i srebro (łącznie poprzez ETF-y około 4% portfela, spadek o 1% w ciągu miesiąca) oraz emerging markets (poprzez ETF-y około 2% portfela: BRIC oraz Turcja, Meksyk i Korea – zmniejszenie zaangażowania o połowę w ciągu miesiąca). Nowością

w portfelu są ETF-y odzwierciedlające krótką pozycję na miedź (10% portfela) i ropę naftową (5% portfela). Na poniższym wykresie przedstawiamy historyczne zaangażowanie APF na tle indeksu WIG20.

W najbliższym czasie planujemy utrzymywać względnie niskie zaangażowanie ze względu na pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych i wzrost awersji do ryzyka. Choć zaangażowanie w akcje za pośrednictwem funduszy i ETF-ów wynosi około 39%, to jednak biorąc pod uwagę wysoką korelację cen surowców i akcji aktualne efektywne zaangażowanie można szacować na około 28%. Ponadto około 21% portfela to ekspozycja w USD, który powinien umacniać się w okresie rosnącej awersji do ryzyka.

W rzeczywistości portfel APF jest więc obecnie dobrze zabezpieczony przed spadkami na rynkach finansowych. Potwierdzają to wyniki osiągnięte w styczniu. Portfel APF zyskał 0,7%, podczas gdy indeks WIG20 spadł o 0,25%.

Jak oceniamy obecną sytuację na rynku? W najbardziej prawdopodobnym scenariuszu średnioterminowym zakładamy, że zakończyła się już wzrostowa korekta i nastąpił powrót do trendu głównego spadkowego na rynku w USA z możliwością ustanowienia nowego minimum w bessie w perspektywie najbliższego roku.

W tym czasie rynki krajów zaliczanych do emerging markets powinny znieść większą część ostatniej fali wzrostowej, ale nie widzimy w tym

przypadku zagrożenia w postaci nowych minimów. Po tym okresie powinien rozpocząć się scenariusz decouplingu. Rynek amerykański będzie podążał ścieżką „japońską”, podczas gdy emerging markets rozpoczną nową hossę, która w horyzoncie 2-3 lat doprowadzi do ustanowienia historycznych szczytów. Oceniając sytuację w nieco krótszym terminie możemy posłużyć się analizą techniczną. Oscylatory na wykresach tygodniowych dopiero opuszczają poziomy wykupienia, a więc miejsca na spadki jest bardzo dużo.

Jednakże na wykresie dziennym oscylatory weszły już do poziomów wyprzedania, co oznacza, że w każdej chwili może dojść do kilkusekcyjnej wzrostowej korekty. Gra na takie odbicie jest jednak zbyt ryzykowna, gdyż przy mocnych ruchach spadkowych oscylatory na wykresach dziennych mogą pozostawać w strefie wyprzedania nawet przez miesiąc.

Dlaczego oceniamy sytuację tak negatywnie skoro dane o amerykańskim PKB za IV kwartał wydają się potwierdzać ożywienie, a publikowane wyniki spółek za ten sam okres są z reguły lepsze od oczekiwań analityków? Otóż struktura PKB w IV kw. jest bardzo słaba i wręcz sugeruje powrót recesji (szczegóły na poniższym wykresie). Ożywienie w gospodarce USA rozpoczyna się zwykle od stopniowej odbudowy zapasów (kontrybucja maks. do około 1% kwartalnie) i silnego popytu konsumpcyjnego. Dokładnie taką strukturę mieliśmy np. w III kw. 2003 roku, kiedy rynek dopiero co wszedł w fazę kilkuletniej hossy. Tymczasem w IV kw. 2009 kontrybucja zapasów do PKB wyniosła aż 3,4%, przy wciąż słabej konsumpcji. Sto-

sunkowo duży wkład do PKB miały również inwestycje, ale niestety nie były to wydatki kreujące nowe miejsca pracy. Wzrost inwestycji nastąpił praktycznie tylko w obszarze sprzętu komputerowego i oprogramowania, a wynikał z faktu, że w okresie III kw. 2008 do I kw. 2009 kategoria ta spadała w niespotykanym wcześniej tempie, ponieważ przedsiębiorstwa w obawie o przyszłość ograniczały wszelkie możliwe wydatki. Bardzo podobną strukturę wzrostu do zanotowanej w IV kw. 2009 mieliśmy w II kw. 2000 roku, kiedy rozpoczęła się bessa 2000-2002. Wówczas wzrost zapasów był porównywalny do obecnego i podobnie jak teraz wynikał z rozbudzonych nadziei na to, że dobra koniunktura będzie trwać, które spotkały się ze słabym popytem. Konsumpcja i inwestycje miały wtedy nieco większy udział we wzroście PKB niż w IV kw. 2009, a dodatkowo struktura inwestycji była znacznie bardziej prorowthowa.

Jeśli z kolei chodzi o wyniki spółek w USA, to większość z nich już pochwalila się swoimi osiągnięciami. Dostępne są już nawet pierwsze podsumowania, z których wynika, że przeciętnie zyski spółek były wyższe o 17% od prognoz analityków, co jest największym pozytywnym zaskoczeniem od co najmniej 15 lat, czyli od kiedy Reuters zaczął publikować takie dane. Dlaczego wyniki te nie przekonują nas do trwałości ożywienia i kontynuacji pozytywnych tendencji na rynkach finansowych? Otóż z kilku powodów:

1. Poprawa wyników jest już uwzględniona w wycenach spółek, co potwierdza reakcja inwestorów. Publikacją lepszych wyników najczęściej kończyła się wyprzedząca akcja.
2. Bazą porównawczą do sporządzenia prognoz przez analityków był IV kwartał 2008, który był najgorszym w historii okresem dla spółek z indeksu S&P500 i jedynym, w którym łączny EPS spółek wchodzących w skład indeksu był ujemny. Siłą rzeczy bardzo niska baza musiała mieć wpływ na sporządzane przez analityków prognozy.
3. Typowym dla rynku amerykańskiego zjawiskiem jest fakt, że statystycznie prawie w czterech przypadkach na pięć wyniki publikowane przez spółki są lepsze od oczekiwań. Wynika to zapewne z dobrego PR spółek.
4. Przy okazji publikacji wyników wiele spółek przedstawiło zastrzeżenia co do perspektyw w nadchodzącym roku i podało gorsze prognozy od oczekiwań rynku.

5. Choć zyski faktycznie były lepsze od oczekiwań, to jednak bazywały one generalnie na redukcji kosztów, a nie wzroście sprzedaży, który potwierdzałby ożywienie gospodarcze.

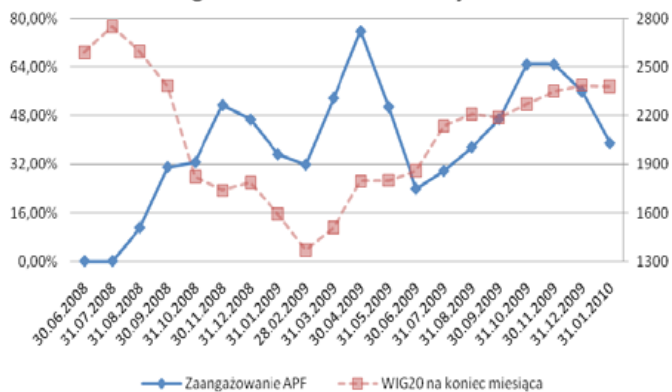
6. Wyniki niektórych dużych spółek były zaburzone zdarzeniami o charakterze nietypowym. Rekordowe przychody i zyski zanotował np. Microsoft, ale tylko dzięki zaksięgowaniu 1,7 mld przychodów odroczonej w poprzednich kwartałach z tytułu przedsprzedaży nowego systemu Windows 7.

Należy jeszcze odpowiedzieć na pytanie, dlaczego otworzyliśmy duże krótkie pozycje na rynku miedzi i ropy naftowej? Wbrew panującemu na świecie „ożywieniu gospodarczemu” zapasy metali monitorowane przez LME rosną niemal nieprzerwanie od połowy 2008 roku (szczegóły na poniższym wykresie). Wyjątkiem jest oczywiście miedź, której zapasy spadły w pierwszej połowie 2009 roku w efekcie chińskich zakupów. Teraz jednak także zapasy miedzi wzrosły do poziomów z początku 2009 roku.

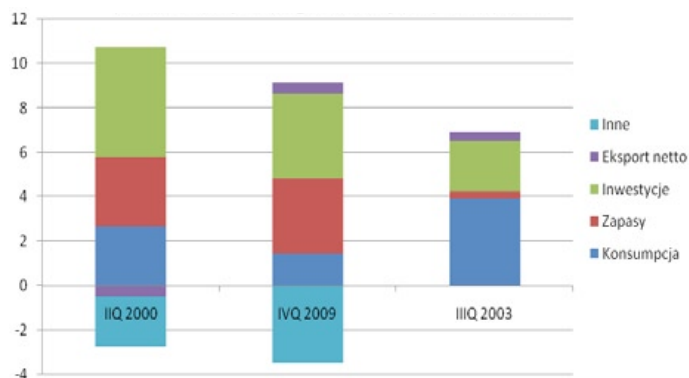
Zwracamy uwagę na fakt, że cena miedzi wynosiła wówczas nieco ponad 3000 USD/t, obecnie jest to niemal dwa razy więcej. Z kolei gdy w latach 1998-2003 poziom zapasów miedzi był porównywalny do obecnego cena tego metalu nie przekraczała 2000 USD/t. Czynnikiem wspierającym spadek ceny powinna być także rekordowa liczba otwartych spekulacyjnych długich pozycji netto, która wynosi około 30.000, czyli aż dwa razy więcej niż w trakcie kształtowania szczytów w 2007 i 2008 roku.

Jeśli chodzi o ropę naftową, to także w jej przypadku liczba otwartych długich pozycji spekulacyjnych jest bardzo duża, a słabość fundamentalnego popytu potwierdzają choćby wyniki finansowe publikowane przez firmy naftowe w USA. Weźmy np. wyniki naftowych gigantów Exxon Mobil czy Chevron Corp. za IV kwartał 2009, które pomimo znacznego wzrostu cen ropy rok do roku okazały się gorsze niż w IV kwartale 2008. Wszystko za sprawą strat poniesionych na działalności rafinerijnej (downstream) w wyniku słabego popytu na paliwa. Wykorzystanie mocy produkcyjnych rafinerii utrzymuje się na poziomie poniżej 78%, a tak niski jego poziom zdarzał się tylko w okresach silnych huraganów. Zapasy ropy naftowej i paliw w USA utrzymują się znacznie powyżej średnich poziomów notowanych w ostatnich pięciu latach przy znacznie niższym od przeciętnego imporcie.

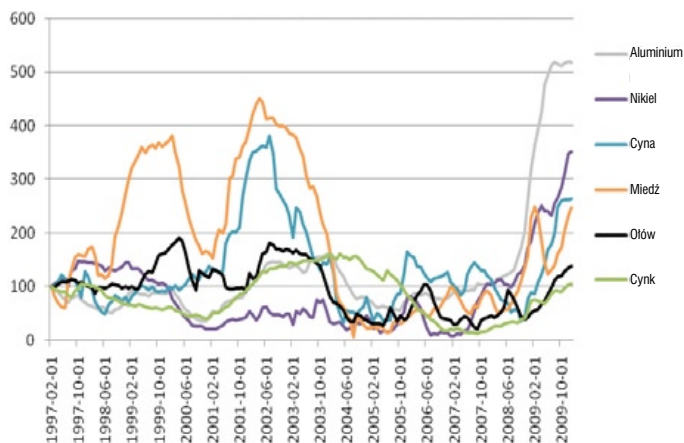
APF - zaangażowanie w fundusze akcji na tle WIG20



Wykres 1. APF – zaangażowanie w fundusze akcji na tle WIG20.



Wykres 2. Struktura amerykańskiego PKB w wybranych kwartałach.



Wykres 3. Indeksy zapasów metali przemysłowych.



Czy wiesz, że...

SFI to bezpłatna usługa, dzięki której masz możliwość inwestowania w ponad 240 funduszy i zarządzania swoim kapitałem z jednego miejsca, bez ponoszenia opłat i prowizji.

Dowiedz się więcej:
<http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/sfi/>

2010 – rokiem zmian według Union Investment TFI



W opinii Union Investment TFI rok 2010 może okazać się czasem zmian. Oznacza to z jednej strony nowe perspektywy inwestycyjne, ale także zwiększone ryzyko. Oto czego według zarządzających Towarzystwa powinni spodziewać się inwestorzy w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Dane makro i rynek długu

Początek 2010 roku pokazuje, że rynek nie przestraszył się planowanych podwyżek stóp procentowych. Popyt na obligacje, w porównaniu z ubiegłym rokiem, kiedy większość funduszy międzynarodowych wstrzymywała się z zakupami, jest bardzo duży. Skorzystał z tego Ministerstwo Finansów. W planach są duże emisje, a pozyskane w ten sposób środki pomogą finansować deficyt budżetowy,

którego finansowanie poprzez emisję obligacji w tym roku jest na wysokim, a nawet rekordowym poziomie. Najważniejszym jednak czynnikiem, który może pomóc budżetowi, jest powrót na ścieżkę wyższego wzrostu gospodarczego. Wyższe PKB to stabilniejsza sytuacja w przedsiębiorstwach, wyższe zyski i poprawa ich pozycji finansowej.

Kolejna tegoroczna zmiana związana jest z wyborem nowej Rady Polityki Pieniężnej. Przyjęte już kandydatury wskazują, że nowa rada będzie bardziej jastrzębia niż poprzednia, co może oznaczać przejście od neutralnego do bardziej restrykcyjnego nastawienia na polityce pieniężnej. W efekcie inflacja będzie miała większy wpływ na decyzje rady. Z tego obrazu wylaniają się podstawowe rekomendacje rynków pozaakcyjnych na 2010

rok. – Przewidujemy, że podstawowe stopy procentowe ustalane przez RPP wzrosną w tym roku o 50 punktów bazowych, czyli o 0,5%. A wyższe stopy administracyjne bardzo szybko przełożą się na wyniki funduszy, w szczególności funduszy pieniężnych i poprawią ich stopy zwrotu – mówi Dariusz Lasek, Dyrektor Inwestycyjny ds. Papierów Dłużnych Union Investment TFI. – Prognozujemy, że największy zysk przyniosą papiery korporacyjne ze względu na wspomnianą dobrą sytuację przedsiębiorstw, fundusze pieniężne, które szybko odczują dodatkowy zysk po podwyżkach stóp procentowych oraz fundusze obligacyjne, które zarobią na lepszym postępowaniu kredytowym Polski oraz silnych rekomendacjach na kupowanie złotego jako waluty, która ma dobre perspektywy – dodaje.

Rynek akcji

Zmiany nie ominą także rynku akcji. W ocenie Union Investment TFI, 2010 rok zapowiada się dychotomicznie, czyli będzie składał się z dwóch, wzajemnie wykluczających a jednocześnie uzupełniających do całości faz. Pierwsza oznacza kontynuację luźnej polityki monetarnej oraz stopniowe wygaszanie programów Quantitative Easing (druk pieniądza) przez Banki Centralne. Natomiast faza druga to przygotowanie rynku do zmiany i w konsekwencji zaostrożenie polityki monetarnej, co może wpłynąć na sytuację na rynku akcji. Tani pieniądz na rynku, pozytywny carry trade (pożyczanie w USD i zamiana na walutę umacniającą się do USD

i inwestycja w tej walucie) oraz napływ środków od powracających na polski rynek klientów instytucjonalnych powinny przynieść wzrosty na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. – Ze względu na fakt, że oczekiwania co do poprawy przyszłych zysków spółek są bardzo wygórowane, wzrosty te nie powinny być jednak tak spektakularne jak w 2009 roku. Warto także mieć na uwadze, że na przestrzeni roku powinno mieć miejsce zrationalizowanie oczekiwań, które nałożone na pierwsze podwyżki stóp procentowych może przyczynić się do korekty wzrostów na rynku akcji – mówi Zbigniew Jakubowski, Wiceprezes Zarządu, Dyrektor Inwestycyjny Union Investment TFI.

Napływające na polski rynek środki inwestorów instytucjonalnych będą zapewne kierowały się w dużej mierze na nowe oferty IPO (pierwsza oferta publiczna na zakup akcji) i SPO (kolejna oferta). Z najważniejszych spółek zmierzających na GPW należy wymienić: Polkomtel, Tauron, PZU, BRW, WGPW. Wśród spółek już obecnych na giełdzie wtórną emisję planuje m.in.: KGHM, Millennium, PGE, ENEA czy Bogdanka. – Tak duża liczba emisji może spowodować krótkoterminowo spowolnienie rynku, natomiast w długim terminie tzw. głębokość rynku ma kapitalne znaczenie dla dużych inwestorów instytucjonalnych i w związku z tym należy oczekiwać, że duża część środków zostanie na polskim rynku na dłużej – mówi Zbigniew Jakubowski.

Rynki w roku 2010

Departament Analiz – Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.



**DOM INWESTYCYJNY
BRE BANKU S.A.**

• Strategia inwestycyjna

Pomimo poprawiającej się sytuacji makroekonomicznej w Polsce (nadad realne pozytywne zaskoczenia) – a ze względu na niepewną sytuację na rynkach globalnych i oczekiwaną podaż akcji na rynku wtórnym (35 mld PLN) ze strony Skarbu Państwa – dla rynku akcji rok 2010 będzie słabszy (zakładamy: -5/+5%), niż oczekuje tego konsensus rynkowy (+10-15%). Nasze obawy dotyczą szczególnie pierwszego półrocza, w którym – wykorzystując

dobry początek roku (WIG20: 2500-2550), zalecamy zwiększenie udziału w spółkach defensywnych (PGNiG, TPSA, LWB, Bank Handlowy) kosztem spółek z dużą betą do rynku (duże banki, KGHM, Lotos).

Rok 2009 charakteryzował się ogromną zmiennością cen akcji, surowców, jak i walut. Pierwsze dwa miesiące roku to jeszcze zamykanie pozycji na niemal wszystkich klasach aktywów z komponentem ryzyka, a od marca obserwuje się dynamiczne

wzrosty cen, dyskontujące nadchodzące ożywienie gospodarcze, którego zapowiedzią są rosnące wskaźniki wyprzedzające. Towarzyszy temu osłabienie USD i środowisko praktycznie zerowych stóp procentowych w USA i bardzo niskich w strefie euro, a niskie oczekiwania makro i oczekiwania dotyczące wyników spółek pozwalają na masowe pozytywne niespodzianki. W efekcie w kolejnych miesiącach apetyt na ryzyko drastycznie wzrasta. Konsensus strategii na rok 2010 jest bardzo zbliżony: 10-15% wzrost cen akcji, słaby USD, drogie surowce, hitem inwestycyjnym są rynki wschodzące. Rynek kapitałowy lubi jednak zaskakiwać.

W naszej strategii na 2009 rok trafnie przewidzieliśmy, że spadki na

początku roku będą świetną okazją do zakupów, bo światowa gospodarka nie wpadnie w otchłań, jak można było odnieść wrażenie po przeczytaniu wielu opracowań z tamtego czasu. Tym niemniej uważamy, że fazę cyklu gospodarczego związaną z odreagowaniem silnych spadków produkcji przemysłowej i konsumpcji mamy już za sobą, a właściwie jest już ona sownie wyceniona przez rynki kapitałowe. Zgodnie z prognozami Commerzbanku, tegoroczny wzrost PKB w USA wyniesie 2,5% (w stosunku do spadku o 2,5% w 2009) przy inflacji na koniec roku na poziomie 1,8% (w 2009 deflacja -0,3%). W Polsce oczekujemy 3% wzrostu PKB, przy ponad 10% wzroście produkcji przemysłowej i 3-4% wzroście konsumpcji. W kolejnych miesiącach dane makro, a szczególnie dane

związane z produkcją przemysłową, zarówno w USA jak i Polsce, będą się istotnie poprawiać (wysokie dynamiki r/r), co będzie efektem m.in. odbudowywania się zapasów i niskiej bazy porównawczej. Uważamy jednak, że dane zgodne z konsensem rynkowym zostały przez inwestorów zdyskontowane. Lepsze od oczekiwań dane makro, szczególnie z rynku pracy i obszaru konsumpcji, będą interpretowane przez inwestorów jako zwiaśtan wcześniejszych podwyżek stóp procentowych (wpływ na umocnienie USD i zamykanie carry trade, dynamiczna 2-4-miesięczna korekta w trendzie wzrostowym). Z kolei słabsze dane – szczególnie dotyczące konsumpcji – przyniosą naturalne rozczarowanie i obawy o kondycję gospodarki w latach 2011-12. Drugi scenariusz wydaje nam się bardziej prawdopodobny zważywszy na „ospałe” ożywienie po stronie popytowej (konsumpcja prywatna) w krajach rozwiniętych.

Czy w USA, które naszym zdaniem będą nadal determinowały sentyment do rynków kapitałowych globalnie, mamy do czynienia z trwałym ożywieniem gospodarczym, czy tylko z odreagowaniem? Dotychczas każda hossa na giełdzie w USA wiązała się ze wzrostem konsumpcji pochodzącej z dalszego zwiększania zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do PKB. Delewarowanie, a właściwie utrzymanie wskaźnika na niezmiennym poziomie w latach '70, oznaczało dla indeksów trend horyzontalny.

Koniunktura i hossa okresu 2003/2007 „kosztowała” Amerykanów zwiększenie zadłużenia gospodarstw domowych z 80 do 96% PKB. Trudno nam sobie wyobrazić, żeby FED dopuścił do dalszej eskalacji problemu. Element, który odstraszał wielu inwestorów od rynku akcji na początku 2009 roku i nie pozwolił wykorzystać silnego odreagowania, będzie straszyl w roku 2010.

Bezpośrednią przyczyną wzrostu awersji do ryzyka na rynku kapitałowym z dużym prawdopodobieństwem w 2010 r. mogą być takie zdarzenia, jak: decyzja o konieczności chłodzenia chińskiej gospodarki, która na przełomie 2009/10 osiągnęła wzrost PKB przekraczający 10% przy ponad 30% wzroście akcji kredytowej (to uderza szczególnie w rynki surowcowe); problemy kapitałowe europejskich banków – m.in. w kontekście wymogów Bazylea 2; nadal duże problemy z zadłużeniem takich krajów jak: Grecja, Irlandia, Włochy czy Hiszpania. Biorąc pod uwagę strukturę aktywności poszczególnych grup inwestorów na GPW, rok 2010 będzie kolejnym, kiedy o zachowaniu rynku kapitałowego zdecydują w mniejszym stopniu lokalne makro i wyniki spółek, a w większym globalne ruchy kapitału.

Nie oczekujemy, by w najbliższych miesiącach wzrosła aktywność klientów detalicznych (środki finansowe pozostają na lokatach) bezpośrednio inwestujących na rynku akcji lub za pośrednictwem TFI. Stały popyt na akcje utrzyma się ze strony OFE, jednak przeforsowanie w parlamencie planów rządu dotyczących m.in. obniżenia składki do OFE z obecnych 7,3% do 3% może istotnie ograniczyć siłę popytową funduszy, tym bardziej, że obecnie udział akcji w aktywach wynosi blisko 31%. Jest to szczególnie istotne w kontekście planowanej podaży akcji ze strony Skarbu Państwa (ok. 30 mld PLN w pierwszym półroczu), która powinna zaspokoić apetyt na akcje ze strony krajowego kapitału (detalu i instytucji). Oznacza to, że szeroki rynek powinien zachowywać się słabiej niż indeks blue chips, do którego nadal napływa kapitał globalny dedykowany na rynki wschodzące.

Biorąc pod uwagę uwarunkowania globalne i lokalne, szczególnie dotyczące podaży akcji w ofertach pierwotnych, uważamy, że w br. giełda rozczaruje inwestorów. Spodziewamy się zmiany indeksów w przedziale -5/+5%. Po dobrym początku roku oczekujemy, że kolejne miesiące przyniosą korektę fali wzrostowej trwającej od marca 2009. W związku z tym, w 1H2010 strategicznie zalecamy zwiększenie udziału w portfelach spółek defensywnych (PGNiG, TPSA, LWB, Bank Handlowy) kosztem spółek z dużą błądą do rynku (duże banki, Lotos, KGHM). W przypadku małych i średnich spółek wymagana będzie duża selekcja, szeroki rynek będzie słabszy niż WIG20.

• W Polsce – obraz po wygranej bitwie

Pomimo załamania się popytu na rynkach zewnętrznych i silnego spadku inwestycji (brak finansowania bankowego, ograniczenie inwestycji zagranicznych, ale wzrost inwestycji infrastrukturalnych finansowanych z budżetu i środków UE), a dzięki silnemu, wewnętrznemu popytowi konsumpcyjnemu, polska gospodarka przetrwała światowy kryzys gospodarczy w stanie dużo lepszym, niż zakładali w większości makroekonomiści jeszcze na początku roku.

Rok 2010 również rysuje się lepiej, niż obecnie zakłada konsensus rynkowy. Wskaźniki wyprzedzające opisujące przyszłą produkcję przemysłową dla polskiej gospodarki jak również dla kluczowych z punktu widzenia polskiego eksportu krajów EU (przede wszystkim Niemcy) potwierdzają ożywienie gospodarcze. To stabilizuje już rynek pracy, który notuje istotnie mniejszy spadek zatrudnienia, niż jeszcze kilka miesięcy temu prognozowali analitycy. W efekcie negatywny wpływ kryzysu na popyt konsumpcyjny jest

mniejszy i stosunkowo szybko pozwala na odbudowanie popytu. Gospodarka łapie punkt równowagi przy istotnie słabszym PLN, co cieszy eksporterów w przededniu rosnących wolumenów sprzedaży zagranicznej.

Wg konsensusu prognoz, PKB Polski wzrośnie w roku 2009 o 1,2-1,5%. Na tle innych krajów europejskich to świetny wynik (Strefa Euro -3,9%, Czechy -4,8%; Węgry -6,5%), na tle innych rynków wschodzących – dobry (Indie, Chiny – powyżej 7%). Dzięki osłabieniu PLN i relatywnie silnemu popytowi wewnętrznemu Polska w mniejszym stopniu niż inne kraje CEE odczuła gwałtowny spadek popytu.

Prognozy na 2010 rok są nadal optymistyczne (konsensus PKB +2%, BRE Bank +3%), co jednak na tle innych rynków wschodzących prezentuje się już mniej okazale – m.in. przez efekt bazy. Wzrost gospodarczy zostanie osiągnięty przy spadającej inflacji i rosnącym zatrudnieniu. Wraz ze wzrostem realnych wynagrodzeń nadal będzie odbudowywał się popyt konsumpcyjny, którego dynamika r/r będzie jednak blisko dwukrotnie niższa niż dynamika produkcji przemysłowej.

• Na świecie – USA kreują globalny sentyment do akcji Chiny – na surowce

W powszechnej opinii analityków w roku 2010 nadal rynki wschodzące będą siłą napędową światowej gospodarki. Kraje rozwinięte, mimo że odnotują wzrost gospodarczy, nadal będą borykały się ze strukturalnymi problemami – takimi jak chociażby wysokie zadłużenie, ograniczające odbudowanie się konsumpcji. Drugie półrocze pokaże, czy obecnie mamy do czynienia tylko z ożywieniem koniunktury po załamaniu gospodarczym w 2007/8, którego koniec zwiastuje wejście ekonomii w okres marazmu (0-1% wzrost w latach 2011-12) czy rozpoczyna się kolejny cykl wzrostowy gospodarki w tempie zbliżonym do potencjału. Kluczowym pytaniem pozostaje to, jak zachowa się amerykański konsument i to czy przez pakiety stymulacyjne gospodarka chińska nie będzie wymagała chłodzenia.

Naszym zdaniem sentyment do rynku akcji nadal będzie kreowany przez sytuację gospodarczą w USA, która silnie oddziałuje na UE, pomimo że znaczenie tego kraju w relacji do BRIC corocznie maleje. Konsensus prognoz dla USA, Japonii i Niemiec wskazuje na oczekiwany wzrost PKB r/r o co najmniej 2% i dalszą poprawę w kolejnym roku. W przypadku Chin oczekiwany jest blisko 9,5% wzrost PKB. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej najwyższe prognozy wzrostu PKB ma Turcja oraz Rosja.

Nie zmienia to faktu, że kraje te w 2010 roku nadal nie osiągną poziomu PKB notowanego przed kryzysem. W tym kontekście sytuacja Polski prezentuje się doskonale. W dużo większych kłopotach nadal są Węgry i Bułgaria.

• Chiny motorem napędowym

Pakiety stymulacyjne zaaplikowane przez chińskie władze pozwoliły największej gospodarce z rynków wschodzących na ponad 8% wzrost PKB w 2009 roku. Prognoza wzrostu PKB na 4Q2009 wskazuje na 10,5% r/r. Dynamika wzrostu produkcji przemysłowej ponownie zbliża się do 20% r/r. Coraz częściej pojawiają się jednak pytania, czy przy bardzo dynamicznym wzroście akcji kredytowej chińska gospodarka nie „przegrzeje się” i czy władze nie rozpoczną jej chłodzenia już w najbliższych tygodniach. Pierwsze symptomy już się pojawiają (wzrost rezerw obowiązkowych w bankach). Jak na razie inflacja znajduje się pod kontrolą i nie przekracza 1% r/r.

• Dane makro a rynek akcji

Biorąc pod uwagę strukturę inwestorów na GPW, rok 2010 będzie kolejnym, kiedy o zachowaniu rynku kapitałowego w mniejszym stopniu decydować będą lokalne warunki makro i wyniki spółek, a w większym stopniu globalne ruchy kapitału. Wydaje się, że powinna utrzymać się wysoka zmienność rynku, bo inwestorzy „obstawili już zakłady”, a najbliższe miesiące pokażą, która strona miała rację. Wśród najważniejszych zakładów należy wymienić:



- **Słaby czy silny USD?**
- Podwyżki stóp procentowych dopiero w późnym 3Q czy wcześniej?
- Czy na surowcach – przede wszystkim metalach, mamy do czynienia z bańką spekulacyjną czy dyskontowaniem przyszłego ożywienia popytu przy niewystarczającej podaży?
- Czy rynki wschodzące będą zdecydowanie

lepszą inwestycją niż rynki dojrzałe? Czy Chiny pozostaną motorem światowej gospodarki?

- Z opracowań przygotowanych przez globalne banki inwestycyjne rysuje się dosyć jednoznaczny konsensus: USD pozostanie słaby, wcześniejszych podwyżek

stóp procentowych nie będzie, surowce pozostaną drogie, a rynki wschodzące (Azja, Ameryka Płd., na końcu CEE) są lepszą alternatywą niż akcje w krajach rozwiniętych. Tak silny konsensus zwykle oznaczał, że warto zastanowić się nad alternatywą. Akcje w Polsce są silnie skorelowane z zachowaniem

się rynku niemieckiego (DAX), dlatego uważamy, że Polska będzie bardziej reagować na zachowanie się giełd rynków rozwiniętych niż wschodzących z Azji czy Ameryki Południowej.

Obecna sytuacja na rynku surowców i perspektywy jej rozwoju w kolejnych miesiącach, latach

Specjalnie dla mBanku Piotr Lodkowski – Analityk Idea TFI S.A.



Rynki surowcowe po gwałtownych spadkach, które trwały od połowy 2008 roku do I kwartału 2009 roku, znacząco odreagowały w kolejnych miesiącach 2009 roku. Index CRB, który obrazuje generalną sytuację na rynku większości surowców, wzrósł z 229 punktów na koniec 2008 roku do 283 punktów na koniec 2009 roku. Wzrost zatem wyniósł 23%.

Index CRB

Jest to indeks obrazujący ogólną sytuację na rynku wszystkich surowców. Na wykresie Indexu CRB (wykres 1.) możemy zobaczyć sytuację na rynku surowców za ostatnie 10 lat. Ostatnia bessa sprowadziła ten indeks do poziomów niemal z końca 2000 roku. I na obecnym etapie wzrostu, bez wątpienia, nie znajduje się on

na swoich maksymalnych poziomach, do których osiągnięcia brakuje jeszcze ponad 190 punktów, czyli blisko 70%. A do tego trzeba dodać, że wiele surowców znajduje się na jeszcze niższych, a zatem i atrakcyjniejszych, poziomach cenowych, biorąc pod uwagę wyceny historyczne.

Analizę poszczególnych surowców i ich zachowania w ostatnim czasie podzieliłem na następujące grupy: metale szlachetne, metale przemysłowe, ropa naftowa i gaz ziemny, surowce spożywczo-rolnicze.

Metale szlachetne

Na wykresie złota (wykres 2.) w ostatnich 10 latach panuje hossa. Jedyne rok 2008 przyniósł znaczący spadek cen tego surowca, podczas gdy w tym czasie inne surowce osiągały swoje maksymalne historyczne poziomy. Natomiast kryzys finansowy spowodował znaczące wzrosty cen złota, gdyż jest ono uważane za

najbezpieczniejszą lokatę kapitału w ciężkich czasach. Jednak obecnie historycznie najwyższe nominalne ceny tego surowca nie zachęcają do jego zakupów, co nie oznacza, że złoto nie urośnie. Potencjał wzrostu wydaje się moim zdaniem bardzo ograniczony. Poza tym wiele banków i instytucji finansowych zachęca obecnie inwestorów do zakupów złota, co również działa na niekorzyść wzrostu jego cen. Skoro wszyscy już będą mieć złoto w portfelu, to kto będzie podbijał jego ceny.

Cena srebra (wykres 3.) przez ostatnie 10 lat wzrosła z około 4 dolarów do ponad 21 dolarów w 2008 roku. I tak samo jak duże były wzrosty tego surowca, tak samo duża była korekta tego wzrostu w 2008 roku. W tym czasie srebro potaniało do blisko 8 dolarów. Takie ceny były widziane na tym surowcu w 2004 roku. Jednak wzrosty trwające na srebrze od końca 2008 roku spowodowały ponad 100% wzrost jego cen. I wydaje się, że dalszy

potencjał wzrostu jest nieco większy niż na złocie, jednak nie aż tak duży, jak na kilku tańszych metalach szlachetnych i przemysłowych.

Oprócz przedstawionych powyżej złota i srebra do metali szlachetnych zalicza się jeszcze platynę i pallad, których wykresy z ostatnich 10 lat przedstawione są poniżej.

Sytuacja na wykresach platyny i palladu (wykres 4 i 5.) wskazuje na znacznie większy potencjał wzrostu tych dwóch metali w stosunku do srebra i złota, gdyż oba te metale znajdują się na znacznie niższych historycznych poziomach cenowych niż srebro i złoto. I do ponownego osiągnięcia szczytów z 2007-2008 brakuje im jeszcze około 50%. A do cen z 2000 roku pallad ma do odrobienia jeszcze ponad 150%.

Platyna i pallad uległy znacznie większej przecenie niż złoto i nieco większej niż srebro, gdyż są znac-



Wykres 1. Indeks CRB.



Wykres 2. Złoto.



Wykres 3. Srebro.



Wykres 4. Platyna.

nie bardziej wykorzystywane w produkcji przemysłowej i to w branżach, w których w ostatnim roku produkcja uległa bardzo dużemu załamaniu na świecie. Ale też wraz z ożywieniem gospodarczym, które obecnie trwa, produkcja przemysłowa powinna znacząco wzrosnąć, co powinno się przełożyć na wzrosty cen surowców wykorzystywanych w produkcji przemysłu.

Metale przemysłowe

Do grupy metali przemysłowych zaliczamy między innymi: aluminium, nikiel, cynk, ołów, cynę i miedź. W tej grupie metali przecena w czasie ostatniej bessy była znacznie bardziej dotkliwa niż w przypadku metali szlachetnych czy surowców spożywczo-rolniczych. Przyczyną takich dużych spadków z jednej strony były wcześniejsze bardzo gwałtowne wzrosty, które doprowadziły wiele metali przemysłowych na historyczne maksima i na poziomy, które były nieuzasadnione fundamentalnie. Z drugiej strony spowolnienie gospodarcze, z jakim borykała się światowa gospodarka i znaczący spadek produkcji przemysłowej spowodował spadek popytu na te metale, a im mniejszy popyt, przy w miarę stałej podaży, tym ceny coraz niższe.

Wśród metali przemysłowych największe spadki w ostatniej bessie zanotowały nikiel, cynk, ołów, co przedstawiają wykresy poniżej (wykres 6, 7 i 8.). I na tych metalach możliwe jest największe odbicie, zakładając, że rynki towarowe będą rosły przez najbliższe kilka lat. A jest sporo argumentów za tym, o czym więcej w podsumowaniu.

Cena niklu spadła z ponad 50 000 dolarów w 2007 roku do poniżej 10 000 dolarów w 2008 roku, a zatem ponad 80%. Na tak niskich poziomach nikiel był wcześniej notowany w 1999 roku i w 2003. Natomiast cena cynku spadła z ponad 4500 dolarów do poniżej 1200 dolarów, czyli ponad 70%. Na podobnie niskich poziomach cynk znajdował się w 1999 roku. Zatem ostatnia bessa sprowadziła oba metale na poziomy nienotowane od wielu lat. Natomiast rok 2009 przyniósł blisko 110% wzrost cen cynku i ponad 60% wzrost cen niklu. Jednak do poziomów z lat 2007-2008 metale te mają jeszcze wiele do nadrobienia. A ożywienie gospodarcze powinno spowodować znaczący wzrost produkcji przemysłowej, a tym samym spowodować wzrost popytu na metale używane w przemyśle.

Równie gwałtownie w ostatniej bessie spadły również ceny ołowiu (wykres 8.), bo z blisko 3800 do około 1000 dolarów, co oznacza spadek o ponad 70%. Jednak na takich poziomach ołów był notowany w 2004 roku, a w roku 1999 roku jego cena wynosiła poniżej 600 dolarów.

Zatem historycznie ostatnia bessa nie sprowadziła tak nisko ołowiu, jak sprowadziła cynk i nikiel, ale potencjał wzrostów do ostatnich szczytów jest również duży. Ale należy zauważyć, że w 2009 roku ceny ołowiu wzrosły ponad 100% i to bez większej korekty.

Natomiast cena aluminium (wykres 9.) spadła z ponad 3300 dolarów do poniżej 1400 dolarów, czyli blisko 60%. Ostatni raz aluminium było tak nisko wyceniane w 2001 roku, co przedstawia wykres poniżej. Rok 2009 to ponad 40% wzrost cen tego surowca. Jednak do szczytów z 2007-2008 jeszcze wiele brakuje.

Najmniej spośród metali przemysłowych zostały przecenione cyna i miedź (wykres 10 i 11.), co powoduje, że dalszy potencjał wzrostu na tych dwóch metalach wydaje się być

znacznie mniejszy niż na wcześniej opisanych surowcach przemysłowych. A jeśli spojrzymy na wykres cen miedzi, to widać, że niemal całość ruchu spadkowego na tym surowcu została już odrobiona.

Ropa naftowa (wykres 12.) należy do surowców przecenionych na ostatniej bessie bardzo mocno, gdyż z blisko 150 dolarów do zaledwie około 33 dolarów, czyli blisko 80%. Przy czym wzrosty w 2008 roku do blisko 150 dolarów miały charakter spekulacyjny i nie były uzasadnione fundamentalnie. Obecne poziomy cenowe to około 80 dolarów za baryłkę, co oznacza wzrost w całym 2009 roku o 90%. Zakładając pozytywny scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej na lata 2010-2012, można spodziewać się dalszych wzrostów cen ropy, podobnie jak i cen pozostałych surowców. Jednak należy pamiętać, że wzrosty w 2009 roku były bardzo duże i są raczej nie do powtórzenia. A ryzyko większej korekty będzie coraz wyższe wraz z kolejnymi wzrostami cen.

Pozornie sytuacja na rynku gazu naturalnego (wykres 13.) wygląda bardzo atrakcyjnie, gdyż gaz jest bardzo tani, biorąc pod uwagę ceny



Wykres 5. Pallad.



Wykres 6. Cynk



Wykres 7. Nikiel



Wykres 8. Ołów.



Wykres 9. Aluminium.



Wykres 10. Cyna

historyczne i spadek z blisko 14 dolarów do zaledwie ponad 3 dolarów. Jednak ceny gazu naturalnego, jak widzimy na wykresie z ostatnich 10 lat, podlegają bardzo dużym i nagłym wahaniom. I trudno mówić o jakimś długoterminowym trendzie na tym surowcu. Poza tym jeśli się popatrzy na kolejne

serie kontraktów na gaz naturalny, to ich ceny są o ponad 40% wyższe od cen bieżących. Zatem, żeby zyskać na takiej inwestycji w dłuższym terminie, gaz musiałby urosnąć co najmniej 40%. Dodatkowo gaz jest trudny do transportowania między krajami i kontynentami, stąd rosnący popyt na ten

surowiec np. w Chinach nie ma wpływu na cenę, gdyż trudno przetransportować gaz do Chin.

Surowce spożywczo-rolnicze – kilka słów o tym segmencie

Surowce spożywczo-rolnicze znajdują się, w stosunku do metali szlachetnych, przemysłowych, ropy i gazu, na bardzo wysokich poziomach cenowych. Blisko, a nawet na swoich historycznych szczytach znajdują się: kakao, cukier, bydło. Natomiast pozostałe surowce spożywczo-rolnicze takie jak: bawełna, kukurydza, pszenica, kawa, soja, znajdują się już na znacznie atrakcyjniejszych poziomach cenowych.

Jednak w wielu przypadkach długoterminowe kontrakty na te surowce są znacznie wyżej notowane niż kontrakty krótkoterminowe, stąd potencjał wzrostu na tych surowcach w dłuższym terminie jest niewielki.

Podsumowanie: Dlaczego warto inwestować w surowce i spółki surowcowe – Idea Surowce Plus Subfundusz:

1. Korzystna sytuacja techniczna (na wykresach) – długoterminowy trend wzrostowy:
 - Patrząc w perspektywie kilkunastu-kilkudziesięciu lat, to trend wzrostowy na wielu surowcach jest kontynuowany (tzw. Supercykl surowcowy). Przykład: złoto, srebro, platyna, pallad (wykresy 14-17).
 - Wiele metali przemysłowych i szlachetnych do poziomów z 2007-2008 roku ma potencjał wzrostu 50-100%.
2. Sprzyjające warunki makroekonomiczne i fundamentalne:
 - Podaż surowców na świecie jest

ograniczona, stąd w dłuższym terminie ich ceny powinny rosnąć.

- Coraz trudniej o nowe złoża surowców, to prowadzi do spadku wydobycia, mniejsza podaż to wyższa cena.
- Popyt na surowce nadal jest silny ze strony ciągle szybko rozwijających się Indii i Chin, co wpływa na wzrost cen surowców.
- Dodatkowo Chiny i inne kraje kupują surowce, nie tylko na cele przemysłowe, ale również traktują inwestycję w surowce jako dobrą lokatę kapitału.
- Wraz z polepszeniem się sytuacji gospodarczej na świecie popyt na surowce będzie rósł również ze strony USA, Europy i Japonii, co powinno powodować wzrost cen surowców.
- Na świecie są bardzo niskie stopy procentowe, co skłania do inwestycji w bardziej ryzykowne aktywa dające znacznie wyższe potencjalne stopy zwrotu, jednak istnieje zagrożenie wzrostu stóp procentowych w średnim terminie.
- Znaczący wzrost podaży pieniądza, spowodowany programami ożywienia gospodarki w USA, Europie, Japonii i Chinach, powoduje, iż na rynkach finansowych jest i będzie dużo pieniędzy szukających celów inwestycyjnych i wiele z tych pieniędzy trafi na giełdy towarowe, co może spowodować wzrost cen surowców.
- Znaczący wzrost podaży pieniądza w przyszłości powinien spowodować znaczący wzrost inflacji, a skoro ceny miałyby wzrosnąć, to ceny surowców również powinny wzrosnąć. Poza tym surowce, w tym głównie metale szlachetne, traktowane są bardzo często jako ochrona przed inflacją.



Wykres 11. Miedź.



Wykres 12. Ropa naftowa.



Wykres 13. Gaz naturalny.



Wykres 14. Złoto (2).



Wykres 15. Srebro (2).



Wykres 16. Platyna (2).



Wykres 17. Pallad (2).

• Programy ożywienia gospodarki w USA, Europie, Japonii i Chinach w dużej części są i będą inwestowane w infrastrukturę (drogi, tory kolejowe, infrastruktura energetycz-

na), na budowę w której zużywa się bardzo dużo surowców, np. żelazo, beton, asfalt, aluminium, platyna, miedź itp.
• Kursy surowców są silnie skore-

lowane z kursem dolara. Im dolar słabszy, tym surowce droższe. A biorąc pod uwagę tak znaczną rosnącą podaż dolarów wydawanych w USA na plany ożywienia

gospodarki, kurs dolara powinien słabnąć, gdyż im większa podaż danego towaru (w tym przypadku dolara), tym niższa jego cena.

NOVOcześnie o inwestowaniu

Paweł Matyska, Zarządzający Funduszami Novo



Po bardzo udanym 2009 roku, w którym zyskiwały praktycznie wszystkie klasy aktywów: surowce, akcje czy obligacje, nadchodzący rok stawia przed inwestorami zdecydowanie więcej wyzwań. Przybierze to, naszym zdaniem, dwa oblicza: wzrostowe w pierwszych miesiącach roku oraz spadkowe w jego dalszej części. Bilans całego roku, dla większości rynków akcyjnych, okaże się prawdopodobnie neutralny lub umiarkowanie negatywny, a zmiany głównych indeksów powinny kształtować się w przedziale od -5% do 0%.

W najbliższych miesiącach inwestorzy powinni w dalszym ciągu wykorzystywać fakt wychodzenia światowej gospodarki z największej powojennej recesji oraz zdecydowanej poprawy wyników publikowanych przez spółki. Przy założeniu wzrostu światowej gospodarki na poziomie 3-4% (podczas gdy w 2009 roku odnotowano spadek ok. 1%), w 2010 roku zyski spółek powinny się charakteryzować dynamiką 30-40% w ujęciu r/r. Począwszy od publikacji wyników za IV kwartał 2009 r. będziemy także obserwować nie tylko „bicie” oczekiwań rynkowych, ale również wzrosty zysków w ujęciu rocznym. Poza poprawą kondycji przedsiębiorstw, na rynek korzystnie wpłynąć będzie również niska baza z ostatnich miesięcy 2009 roku. Opisywana tendencja powinna być kontynuowana w I i II kwartale 2010 roku, co wpłynie korzystnie na kontynuację trendu wzrostowego.

Należy założyć, iż w analizowanym okresie banki centralne oraz rządy największych krajów będą prawdopodobnie kontynuowały politykę niskich stóp procentowych (taniego pieniądza) oraz wspierania gospo-

podarek z wykorzystaniem programów pomocowych, co nie pozostanie bez wpływu na scenariusz wzrostowy. Dodatkowo, można wskazać jeszcze na kilka czynników przemawiających za „byczym” scenariuszem, tj.:

- publikacja przez fundusze inwestycyjne wysokich stóp zwrotu za ostatnie 12 miesięcy, może zdecydować o „dodatnim” saldzie transferów i nowych środkach na zakupy akcji,
- wzrost bezrobocia, pomimo postępującego charakteru, powinien wytracać swój impet,
- krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim 0%.

Na wartości mogą zyskiwać spółki o silnych perspektywach wzrostu EPS (zysków na akcję), z ekspozycją na rynki emerging markets, selektywnie surowce (np. metale przemysłowe oraz węgiel) oraz spółki surowcowe. Nie przewidujemy natomiast, iż problem „długu” pojedynczych gospodarstw (np. Grecja, Dubaj) spowoduje gwałtowny wzrost awersji do ryzyka i tym samym odwrót od zakupów. Bardziej prawdopodobna wydaje się raczej realokacja kapitału, w kierunku dłużnych rynków największych gospodarek krajów, tj. USA, Niemcy i Japonia.

W 2010 roku największe zagrożenia dla światowej gospodarki, w tym rynku akcji i obligacji, to rosnące zadłużenie światowej gospodarki połączone z nierównowagą finansów oraz ryzyko pojawienia się inflacji – co zmateriałizuje się zapewne pod koniec roku.

Wejście na trwałą ścieżkę wzrostową, przez światową gospodarkę, przy założeniu że poziom bezrobocia będzie się utrzymywał na stabilnym poziomie, „wymusi” zmianę polityki na restrykcyjną. W związku z tym należy oczekiwać stopniowego wycofywania się banków centralnych z polityki taniego pieniądza, a od rządów – wygaszania pakietów „stymulujących”. Prawdopodobny wydaje się być zatem scenariusz o podwyżkach podatków i/lub cięcia wydatków publicznych, wycofywania płynności z rynków oraz podwyżek stóp procentowych lub samych zapowiedzi wspomnianych podwyżek. Taka sytuacja czy nawet prawdopodobieństwo jej zaistnienia,

będzie negatywnie wpływać na globalny rynek obligacji oraz akcji. Zmiana nastawienia zapewne wpłynie także na pogorszenie perspektyw wzrostu zysków spółek w 2011 roku, na spowolnienie PKB (mniejszy wpływ inwestycji rządowych) oraz powrotu stóp procentowych na ścieżkę wzrostową.

Środowisko rosnących stóp procentowych oraz mniejszych zysków preferować będzie aktywa antyinflacyjne (np. obligacje skarbowe, korporacyjne oparte na zmiennych stopach, „przecenione” obligacje korporacyjne o korzystnej relacji stopy zwrotu do ryzyka), złoto, soft commodities, spółki defensywne z dużym dividend yield lub rynki, gdzie ryzyko podwyżek stóp będzie relatywnie najmniejsze. Zakładamy, iż jednym z sektorów, który będzie zachowywał się słabiej niż indeksy, może być sektor finansowy, który zyskiwał na wartości w okresie niskich stóp procentowych. Podobnie kupno obligacji najważniejszych gospodarstw (Niemcy, USA, Japonia) lub podmiotów o dużym zadłużeniu, nie będzie stanowić dobrej inwestycji.

Specyfika polskiego rynku

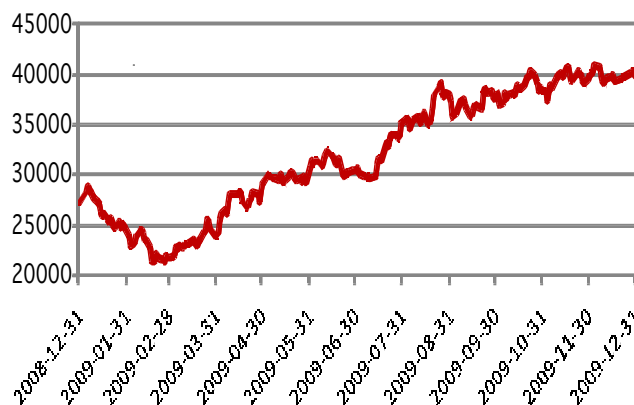
W naszej opinii polski rynek akcji będzie się zmagać z deficytem finansów publicznych oraz koniecznością jego sfinansowania. Plany prywatyzacyjne zakładane w 2010 roku przez Skarb Państwa to wartość 25-30 mld złotych, co stanowi ok. 30% wszystkich aktywów akcyjnych zgromadzonych w krajowych funduszach inwestycyjnych i emerytalnych oraz ok. 6-7% kapitalizacji GPW. Pomimo że nie wszystkie podmioty zostaną

sprywatyzowane przez giełdę, a nie wszystkie akcje trafią do krajowych inwestorów, oceniamy, że skala planów (w połączeniu z prywatnymi emisjami) będzie stanowiła istotną konkurencję dla rynku wtórnego.

Oczekujemy natomiast umiarkowanego umocnienia się złotego. Zwiększona wartość obligacji i bonów skarbowych oraz zakładane na ten rok plany prywatyzacji spółek Skarbu Państwa powinny się cieszyć zainteresowaniem wśród zagranicznych inwestorów, co będzie korzystnie wpływać na notowania rodzimej waluty.

Podsumowanie

Wzrost realnego PKB Polski w 2010 roku ma wynieść ok. 2-2,5%. Podstawowymi składowymi, które zdecydują o wzroście naszej gospodarki, pozostaną zapewne: eksport netto oraz inwestycje publiczne. Wspomniany wzrost PKB, w pewnym zakresie zmniejszy tempo, ale go nie zatrzyma. W kraju o takim wzroście wydajności pracy jak Polska, bezrobocie spada przy wzroście realnego PKB o co najmniej 3%. Utrzymujące się bezrobocie oraz „słaba” konsumpcja prywatna będą miały wpływ, szczególnie w I półroczu 2010 roku, na wyniki spółek oferujących produkty konsumpcyjne oraz pogorszenie jakości detalicznego portfela kredytowego banków. Z tych powodów oraz w związku z opisanym powyżej scenariuszem dla rynków światowych, jako godne uwagi proponujemy fundusze obligacji przedsiębiorstw oraz fundusze aktywnej alokacji dla bardziej agresywnie nastawionych inwestorów.



Wykres 1. WIG (12.2008 – 2.2009).

HSBC Global Asset Management – perspektywy na rok 2010



Simona Paravani
Global Investment
Strategist, Główny
Zarządzający
funduszami HSBC
Portfolios, HSBC
Global Asset Management

Przegląd najważniejszych informacji

- W 2009 r. bardziej ryzykowne klasy aktywów radziły sobie dobrze dzięki wysokiej płynności, korzystnym porównaniom warunków makroekonomicznych i atrakcyjnym wskaźnikom wyceny.
- Chociaż poziom płynności powinien pozostać czynnikiem sprzyjającym wzrostom w 2010 r., rządowe pakiety stymulacyjne zostaną prawdopodobnie wycofane, co będzie stanowić zagrożenie dla szybszego wzrostu gospodarczego, wyników firm i cen akcji.
- Naszym zdaniem w miarę dalszego spłacania nadmiernego zadłużenia przez konsumentów i rządy, bezrobocie stanie się kolejnym czynnikiem ograniczającym wzrost wydatków konsumpcyjnych.
- Niepewność co do rozmiaru i trwałości ożywienia będzie zapewne nadal utrzymywać zmienność na wysokim poziomie w 2010 r.
- Preferujemy umiarkowanie niedowważoną pozycję w instrumentach udziałowych w stosunku do gotówki oraz preferujemy sektory defensywne od bardziej cyklicznych ze względu na korzystniejsze wskaźniki wyceny.
- Jeżeli chodzi o rynki wschodzące, skłaniamy się ku Ameryce Łacińskiej, która jest wyceniona korzystniej od wschodzących rynków Azji; naszym zdaniem oferuje ona większy potencjał pozytywnych niespodzianek makroekonomicznych, a zarazem możliwość zyskania ekspozycji na wzrost azjatycki za pośrednictwem eksportu surowców do Chin i Azji Południowo-Wschodniej.

Perspektywy na rok 2010

Za dobre wyniki w 2009 r. odpowiadały cztery najważniejsze czynniki:

1. Makroekonomia.

Wskaźniki makroekonomiczne poprawiły się w drugim i trzecim kwartale 2009 r., choć z bardzo niskich poziomów wynikających z zapaści na rynkach kredytowych oraz strat spowodowanych wyprzedaniem na rynkach akcji. Na przykład śledzony przez wielu analityków indeks ISM wzrósł z najniższego poziomu 35,6 w styczniu do 53,6 w listopadzie.

2. Mikroekonomia.

W cenach akcji i prognozach zysków uwzględniono oczekiwania tak pesymistyczne, że względnie łatwo było o pozytywne zaskoczenie. W istocie ponad 82% spółek uwzględnionych w indeksie S&P500 poinformowało o lepszych od oczekiwanych zyskach w trzecim kwartale 2009 r. Prognozy były jednak niezwykle niskie, więc w rzeczywistości dane były wciąż złe – ale nie tak złe, jak się obawiano.

3. Wskaźniki wyceny.

Poziomy wyceny ryzykownych aktywów były bez wyjątku atrakcyjne – wskaźnik cena/zysk dla akcji światowych wynosił 9,8, a obligacje wysokodochodowe oferowały w szczycie spread 1834 punktów bazowych w stosunku do obligacji skarbowych.

4. Płynność.

W warunkach niskiego oprocentowania depozytów gotówkowych i prawdopodobieństwa ujemnych realnych stóp zwrotu z inwestycji gotówkowych dysponujący (dzięki działaniom stymulacyjnym rządów i banków centralnych) dużą płynnością inwestorzy skusili się na te okazjne poziomy wyceny, które stanowiły bardzo atrakcyjną sposobność do wejścia na rynek.

Co w roku następnym?

Rok 2010 może wyglądać zupełnie inaczej. Jeżeli chodzi o cztery wymienione wyżej czynniki: obraz makroekonomiczny, prognozy zysków, poziomy wyceny i płynność, jedynie ta ostatnia pozostanie niewątpliwie motorem wzrostów. Z racji tego, że celem bodźców wdrażanych przez rządy i banki centralne pozostaje zapobieżenie długotrwałemu głębszemu spowolnieniu, a zatem stopy procentowe będą utrzymywane na niskim poziomie, płynność rynkowa powinna być wystarczająca, by podtrzymać zainteresowanie inwestorów akcjami. Przy tak niskich stopach procentowych ujemny poziom stóp realnych może wręcz skłonić inwestorów do dalszego nabywania ryzykownych aktywów. W przypadku trzech pozostałych czynników pojawiają się jednak znaki zapytania, a ogólny obraz wydaje się mniej korzystny.

Wycofanie bodźców fiskalnych

Przez cały rok 2009 najważniejszym motorem wzrostu były wydatki rządowe. Państwa OECD wydały mianowicie około 2000 USD per capita na bodźce takie jak obniżki podatków, programy pomocowe wsparcia dla gospodarki oraz wykup „toksycznych” aktywów. Wraz ze spowolnieniem gospodarczym środki te wpłynęły jednak ujemnie na sytuację budżetową.

Prognozuje się na przykład, że w 2010 r. przeciętny deficyt budżetowy krajów członkowskich OECD sięgnie ponad 8% (dla porównania w 2007 r. był on poniżej 2%). Wydatki publiczne będą musiały być trzymane w ryzach, aby ograniczyć ilość wydawanych środków i podreperować bilanse krajów. W związku z tym zmniejszone wydatki rządowe będą hamować wzrost gospodarczy i przypominać o nadal niepewnej sytuacji makroekonomicznej.

Prawdopodobny poziom wzrostu w 2010 r.

Bez wątplenia trwa ożywienie i nasz centralny scenariusz zakłada dodatni wzrost w 2010 r. Chociaż przewidujemy, że na rynkach wschodzących wzrost będzie ogólnie szybki, sądzimy również, że na rynkach rozwiniętych okaże się on słaby ze względu na obecność ważnych czynników, które nadal mu zagrażają. Obecne prognozy gospodarcze na 2010 r. przewidują wzrost powolny – w regionach takich jak Europa ma on wynieść około 1% rok do roku. Istnieje jednak ryzyko nieosiągnięcia nawet tych mało ekscytujących wskaźników. Najważniejszym zagrożeniem jest utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy, co może stłumić i tak powolny wzrost w 2010 r. W samych tylko Stanach Zjednoczonych stopa bezrobocia wynosi niemal 10% (lub więcej, jeżeli uwzględnić pracowników na części etatu, którzy być może chętnie pracowaliby dłużej) w porównaniu ze średnią dla lat 2006–2007 wynoszącą 4,6%. Wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych w krajach anglosaskich stanowi poważną przeszkodę dla przyszłej konsumpcji. Konsumenci amerykańscy i brytyjscy nadal spłacają swoje zadłużenie, na co wskazuje wzrost stopy oszczędności w Stanach Zjednoczonych z najniższego od 20 lat poziomu 0,8% (dochodów do dyspozycji) w kwietniu 2008 r. do szczytowej wartości 5,9% w maju 2009 r. Tak więc poleganie na wzroście wydatków konsumpcyjnych, który miałby wydobyc kraj z recesji, może okazać się złudne.

Zyski i wskaźniki wyceny przedsiębiorstw

Jeżeli chodzi o zyski, prognozy ich wzrostu na 2010 r. są dosyć ambitne – oczekuje się, że światowe rynki akcji odnotują wzrost zysków o 25% rok do roku. Pomaga tutaj niewątpliwie pozytywny efekt bazy, są to niemniej jedne z najbardziej optymistycznych przewidywań w historii. Ambitne cele dotyczące wzrostu zysków są problematyczne, gdyż akcyjne wskaźniki cena/zysk są obecnie wyższe niż rok temu. Chociaż wskaźniki wyceny akcji nie

są historycznie bardzo wyśrubowane, wzrosły one w stosunku do okazyjnych poziomów z pierwszego kwartału 2009 r., co oznacza, że inwestorzy nie dysponują już tak pokaznym buforem chroniącym ich przed rozczarowaniami. Podwyższone wskaźniki wyceny i ambitne prognozy zysków sugerują ogólnie, że należy się spodziewać raczej zawodu niż pozytywnego zaskoczenia. Warto zauważyć, że jeżeli czeka nas rozczarowanie, zapewne stanie się to raczej w dalszych miesiącach 2010 r., tj. w drugim kwartale lub później, gdy zaczniemy poznawać dane o zyskach przedsiębiorstw w 2010 r. i przestaniemy się sugerować porównaniami kwartał do kwartału, które mogą być nadal korzystne.

Perspektywy rynkowe

Zapewne utrzyma się wysoki poziom zmienności na rynkach akcji. Zmienność mierzona indeksem VIX (symbol dla Chicago Board Options Exchange Volatility Index) utrzymuje się nadal w okolicach 20%, czyli jest znacznie niższa od wynoszącego niemal 80% szczytu osiągniętego pod koniec 2008 r., lecz nadal podwyższona w porównaniu z najniższymi, zbliżonymi do 10% wartościami ze stycznia 2007 r. Wskazuje to, że pomimo wzrostów na rynkach inwestorzy są nerwowi z powodu panującej niepewności. Dobrym przykładem są tu niedawne obawy dotyczące zdolności Dubaju do obsługi potężnego zadłużenia. Problemy Dubaju zaniepokoiły inwestorów, uwypukliły bowiem potencjalne ryzyko systemowe w gospodarce światowej, co doprowadziło do nagłych spadków na światowych rynkach akcji i instrumentów o stałym dochodzie. Sytuacja wygląda podobnie w przypadku obligacji, gdyż wszelkie złe zapowiedzi Rezerwy Federalnej USA zwiększają nerwowość, jeżeli chodzi o sytuację budżetową USA oraz jej ewentualny wpływ na rentowność papierów. Z punktu widzenia struktury portfela skłaniamy się ku utrzymywaniu umiarkowanie niedowważonej pozycji akcji w stosunku do gotówki; podstawowym powodem, dla którego nie przyjmujemy postawy bardziej agresywnej, jest tak naprawdę płynność. Dopóki stopy procentowe na całym świecie pozostają tak niskie, istnieje motywacja, by angażować kapitał na rynku w celu zwiększenia rentowności inwestycji. Ponadto część czynników ryzyka, o których wspomnieliśmy, jak na przykład rozczarowania dotyczące zysków, zmierzają się zapewne najwcześniej w drugim kwartale 2010 r. Generalnie wolimy uzyskać wyższe zyski zajmując pozycje w akcjach, niż przyjmując ryzykowne założenia dotyczące zachowania akcji na tle

innych aktywów. Jeżeli chodzi o poszczególne segmenty rynku akcji, warto wspomnieć o naszej preferencji dla sektorów defensywnych w porównaniu do bardziej cyklicznych. Przez sektory defensywne rozumiemy obszary takie jak opieka zdrowotna i telekomunikacja, które są w tej chwili zazwyczaj tańsze od reszty rynku, ale to dyskonto nie wydaje się uzasadnione, biorąc pod uwagę słabe perspektywy wzrostu.

Nadal preferujemy Amerykę Łacińską od wschodzących rynków azjatyckich. Nasz optymizm związany z Ameryką Łacińską ma trzy podstawowe powody. Po pierwsze, akcje latynoamerykańskie są znacznie niżej wycenione, zwłaszcza jeżeli porównamy wskaźniki wyceny oparte na zyskach historycznych. Po drugie, istnieje potencjał pozytywnego zaskoczenia

makroekonomicznego – nasze oczekiwania dotyczące wzrostu PKB Brazylii w 2010 r. są bardziej optymistyczne niż większości obserwatorów. Na nasz pogląd wpływa z pewnością po części odbicie popytu krajowego, o którym świadczy niedawny wzrost sprzedaży detalicznej. Po trzecie, ze względu na znaczną ekspozycję regionu na surowce, gospodarki latynoamerykańskie i ich rynki akcji są kolejną drogą do potencjalnego zarobku dzięki szybkiemu wzrostowi w Azji, gdyż to właśnie na napędza popyt na surowce.

Podsumowanie 2009 r.

Jeżeli spojrzeć na same rynki, rok 2009 był wyjątkowy, jeżeli chodzi o rozmiar i trwałość wzrostów cen bardziej ryzykownych aktywów. Na rynkach rozwiniętych, od początku

roku (do 15 grudnia) indeks FTSE 100 wzrósł o 19,2%, Dow Jones w USA zyskał 19,1%, a nawet japoński Nikkei 225 poszedł w górę o 14,9%. Zdecydowanie najlepsze wyniki osiągnęły wszakże Azja i rynki wschodzące – indeksy FTSE World Asia Pacific i MSCI Emerging Markets zwyżkowały o odpowiednio 44,0% oraz 72,0%. W segmencie instrumentów o stałym dochodzie obligacje wysokodochodowe (mierzone indeksem Merrill Lynch Global High Yield) osiągnęły wyjątkowo dobre wyniki – stopa zwrotu przekroczyła 50%. Wśród alternatywnych klas aktywów zyski odnotowały też ogólnie surowce. W ujęciu sektorowym surowce energetyczne poszły w górę o 50,4%, metale szlachetne – o 29,5%, a produkty rolne – o 13,0%. Żywnienie i wzrosty na rynkach bardziej ryzykownych aktywów w porównaniu z marcowym

dołkiem pozostają najważniejszymi wyznacznikami 2009 r. Nie oznacza to jednak, że był to rok bezproblemowy. Cechował się on również znaczącą zmiennością – większość rynków akcji wyraźnie zniżkowała w pierwszym kwartale. Ponadto – pomimo ostrych wzrostów – jeżeli spojrzymy ogólnie na rynki akcji, okaże się, że większość giełd jest nadal znacznie poniżej niedawnych szczytów; wiedza, iż wciąż jesteśmy w gorszej sytuacji niż dwa lata temu, jest czynnikiem otrzeźwiająjącym. Amerykański rynek akcji pozostaje na przykład o niemal 30% niżej niż w szczytowym momencie 2007 r., a akcje rosyjskie są o około 42% poniżej szczytu z połowy maja 2008 r.

Wszystkie dane aktualne na dzień 15 grudnia 2009 roku pochodzą z serwisu Bloomberg.

Twarzą w twarz z zarządzającym

Richard Wong, Dyrektor Inwestycyjny, HSBC GIF – Chinese Equity



Richard Wong jest zarządzającym funduszem HSBC Global Investment Funds – Chinese Equity.

W HSBC od 1993 roku. Pan Wong rozpoczął swoją karierę w 1985 roku jako Research Associate w Moody's Investors Service w Nowym Jorku. Posiada dyplom MBA Uniwersytetu Nowojorskiego oraz tytuł BA ze specjalizacją Economics and Computer Science Columbia University.

Na chińskie giełdy zawitała ostatnio korekta. Czy jest to początek większej korekty, czy też dobra okazja do zakupu?

W styczniu indeks MSCI China spadł o około 8,5%. Myślę, że większość tej wyprzedaży spowodowana została wcześniejszym od oczekiwań podniesieniem o 50 punktów bazowych współczynnika wymaganych rezerw bankowych (RRR) w Chinach, do poziomu 16%. Współczynnik RRR to proporcja wszystkich depozytów banku, jakie musi on utrzymywać w banku centralnym. Mimo że moment wprowadzenia podwyżki zaskoczył rynek, fakt, że bank centralny nie podniósł stóp procentowych stanowi pozytywną informację, ponieważ wyższy współczynnik RRR nie ma istotnego wpływu na gospodarkę, jako że nie wpływa na koszt prowadzenia działalności. Podwyżka współczynnika RRR ma na celu ograniczenie płynności systemu finansowego za pomocą zmniejszenia

poziomu depozytów dostępnych do prowadzenia działalności kredytowej, co wiąże się z rekordową wysokością kredytów udzielonych w 2009 roku i pakietem stymulacyjnym o rozmiarach 4 bilionów juanów. W tym roku spodziewamy się dalszych podwyżek współczynnika RRR. Nadal uważamy, że stopy procentowe kredytów i depozytów nie wzrosną przed drugą połową roku, ponieważ wiązałyby się to z poważniejszymi skutkami dla rynku. By stopy procentowe zostały podniesione, inflacja musiałaby się utrzymywać powyżej 3% przez dłuższy czas, na przykład przez pełny kwartał, zanim rząd zdecydowałby się na podjęcie takiego kroku.

W grudniu indeks cen konsumpcyjnych (CPI) wzrósł do poziomu 1,9% z poziomu 0,6% w listopadzie i 0,5% w październiku. CPI może delikatnie wzrosnąć w okresie chińskiego nowego roku, jednak naszym zdaniem raczej nie będzie przekraczał poziomu 3% przez dłuższy czas, dlatego nie powinien on stać się przyczyną podwyżki stóp procentowych. Sądzę, że rynek zdyskontował już tę informację, a wyceny są dość atrakcyjne, biorąc pod uwagę tegoroczny wskaźnik C/Z równy ok. 13 oraz prognozowany 20-procentowy wzrost zysków przedsiębiorstw w skali całego roku 2010. Dlatego wyceny rynkowe nie są zawyżone, szczególnie po ostatniej korekcie, i naszym zdaniem rynek dysponuje sporym potencjałem wzrostu w dalszej części roku.

Czy oczekuje pan pojawienia się kolejnych działań stymulacyjnych? Na których obszarach rząd może skupić swoją uwagę?

Celem na ten rok powinno być dalsze wspieranie konsumpcji wewnętrznej. Sądzę, że polityka prowadzona w zeszłym roku, zmierzająca do pobudzenia konsumpcji, jak na przykład ulgi przy zakupie samochodów i urzędzeń AGD, czy zmniejszenie podatków na inne dobra konsumpcyjne, przyniosła pozytywne rezultaty.

Obecny rok zaczął się dobrze – sprzedaż aut podwoiła się w porównaniu z ostatnim rokiem, chociaż był to niski poziom odniesienia. Jest to jednak oznaka, że silny trend wzrostowy w sprzedaży samochodów będzie utrzymywał się przez kolejny rok i będzie przenosił się na inne obszary gospodarki.

Ostatnio podniesiono płacę minimalną w prowincji Guangdong w południowych Chinach oraz w prowincji Jiangsu w okolicach Szanghaju. Wyższe dochody powinny być kolejnym pozytywnym czynnikiem wpływającym na wydatki konsumentów w tym roku.

Moim zdaniem, jeśli pojawią się jakiegokolwiek oznaki słabnącego eksportu, to wprowadzone zostaną działania wspomagające. Jednak obecnie oczekuje się, że ożywienie będzie stosunkowo silne w pierwszym kwartale. Już w grudniu mogliśmy zaobserwować odraogowanie w eksporcie i jego wzrost o 17,7%, po 13-miesięcznym spadku, dlatego nie sądzę, żebyśmy potrzebowali dodatkowych działań na tym obszarze.

Chińskie banki powinny zwiększyć fundusze, by uzupełnić kapitał. Czy

będzie to miało negatywny wpływ na rynek, czy może skutki dla sektora będą pozytywne w długim okresie?

Rząd nakazał bankom uzupełnienie rezerw kapitałowych w następstwie rekordowej akcji kredytowej z 2009 roku. Zrodziło to obawy, że banki będą musiały sprzedawać akcje. Myślę, że ta wiadomość znalazła swoje odzwierciedlenie na rynku, ponieważ banki słabo radziły sobie w styczniu, a ich wyceny spadły do stosunkowo atrakcyjnych poziomów. Na przykład cztery duże banki (tzn. Bank of China, Bank of Communications, Industrial & Commercial Bank of China oraz China Construction Bank) notowane są w cenach dwa razy przewyższających ich wartość księgową, przy współczynniku ceny do zysku wynoszącym w tym roku około 10 lub mniej, podczas gdy naszym zdaniem wzrost zysków wyniesie około 20%, natomiast zwrot z kapitału własnego około 15%. Dlatego sądzimy, że rynek zdążył już ukarać sektor za oczekiwany wzrost funduszy, jednak uważam, że jest to w pewnym sensie dobre posunięcie, ponieważ rekapitalizacja poprawi pozycję banków i dzięki temu będą one mogły pożyczać więcej pieniędzy w przyszłości.

Pomimo że ostateczny cel kredytowy rządu na ten rok w odniesieniu do banków zmniejszył się z poziomu 9,6 biliona juanów do 7,5 biliona juanów, to nadal oznaczać to będzie wzrost kredytów o około 25%, co wciąż stanowi zdrowy poziom. Zachowywaliśmy ostrożność względem banków w oczekiwaniu na pojawienie się planów rekapitalizacji. Wiadomości te zostały już jednak w większości

zdyskontowane, a niektóre banki zdążyły ogłosić szczegóły dotyczące zwiększenia funduszy, dlatego biorąc pod uwagę styczniowe spadki oraz niskie poziome wyceny, uważamy, że sytuacja się ustabilizowała i zaczniemy rozglądać się za akcjami banków.

Rząd ogłosił, że zamierza łagodzić nierówności strukturalne. W jaki sposób zostanie to osiągnięte i jak pozycjonuje pan swój portfel, by to wykorzystać?

W ubiegłym roku rząd podniósł nakłady na inwestycje w infrastrukturę, mając na celu wspomaganie gospodarki. Jednak wraz z silnym odciążeniem w gospodarce, tempo zatwierdzania nowych projektów infrastrukturalnych zmniejszyło się pod koniec 2009 r. W czwartym kwartale PKB Chin wzrósł o 10,7% rok do roku, podnosząc całociowy wzrost za rok 2009 do poziomu 8,7%. Moim zdaniem uwaga rządu zostanie przeniesiona z inwestycji infrastrukturalnych na programy społeczne, takie jak poprawa służby zdrowia i edukacji, ponieważ rząd ma nadzieję, że wzmacniając system bezpieczeństwa społecznego skłoni obywateli do większej konsumpcji. Ponadto większy nacisk zostanie położony na zapewnienie tanich mieszkań, by zaspokoić potrzeby niższych klas. Z pakietu stymulacyjnego w wysokości

4 bilionów juanów, którego wprowadzenie ogłoszono w listopadzie 2008 roku, około 10% zostało przeznaczone na tanie mieszkania. W ubiegłym roku zdołano zrealizować jedynie niewielką część tego planu, dlatego myślę, że bieżący rok będzie poświęcony nadrobieniu zaległości w budowaniu takich mieszkań. Wywrze to presję na sektor budownictwa prywatnego, ponieważ tanie mieszkania pochłoną część popytu, szczególnie w niższym segmencie tego sektora. Ogólnie jestem zdania, że wzrost nie stanowi już głównego priorytetu rządu, który przechodzi od wspierania ożywienia gospodarczego do sterowania rozwojem gospodarczym.

Rząd dysponuje możliwościami doboru projektów, które jego zdaniem przyniosą długoterwale korzyści dla gospodarki. Myślę, że projekty infrastrukturalne stanowią ogromne wsparcie, ponieważ są one najszybszym sposobem na podniesienie wzrostu gospodarczego. To, że od 10 lat Chiny intensywnie inwestują w projekty infrastrukturalne, doprowadziło do obecniego boomu w sprzedaży aut, szczególnie w miastach o drugo- i trzeciorzdnym znaczeniu. Myślę, że dysponując lepszą infrastrukturą, Chiny będą w stanie jeszcze bardziej przyspieszyć integrację i biedne regiony wewnętrzne będą mogły dzięki temu połączyć się z regionami przybrzeżnymi.

Mając zapewniony transport towarów, staną się one wiarygodnym centrum produkcyjnym, co skłoniłoby firmy prywatne do zakładania tam swoich baz produkcyjnych. Uważam, że projekty infrastrukturalne jako całość pomogą napędzać wzrost, a zatwierdzanie nowych projektów będzie nadal trwało, chociaż nie sądzimy, że tempo ich wzrostu będzie równie wysokie, jak w ostatnim roku. Projektów infrastrukturalnych zazwyczaj nie da się ukończyć w ciągu jednego roku i zdarza się, że trwają one latami, dlatego sądzę, że będą one nadal wspierać wzrost gospodarczy. Ale jak już wspominałem, moim zdaniem uwaga rządu przeniesie się na opiekę zdrowotną, edukację, kontrolę emisji zanieczyszczeń i pobudzanie konsumpcji.

Jakich najważniejszych zmian dokonano w portfelu w styczniu i jaki był ich powód?

Na początku stycznia fundusz zredukował liczbę posiadanych akcji chińskich banków, mając na względzie ich rekapitalizację, ponieważ oczekiwana wyprzedaż udziałów banków wywarła negatywny wpływ na kursy akcji instytucji finansowych. Fundusz ograniczył również liczbę posiadanych akcji powiązanych z towarami, ponieważ oczekiwane tegoroczne zmniejszenie liczby zatwierdzanych projektów infrastrukturalnych

prawdopodobnie doprowadzi do ograniczenia popytu na materiały budowlane i surowce. Fundusz powoli wychodzi z niedoważonej pozycji w sektorze telekomunikacyjnym, który bardzo słabo radził sobie w ubiegłym roku. Jego wyceny stały się obecnie atrakcyjne, a akcje oferują w miarę przyzwolony zwrot z dywidend.

pozytywnym zaskoczeniem może być wprowadzenie usług zwiększających wartość, takich jak 3G, a spółki telekomunikacyjne mogą podnieść stopę dywidendy w marcowym okresie ogłaszania wyników. Kolejnym katalizatorem jest fakt, że duży chiński operator telekomunikacyjny stara się o podwójne notowania na krajowym rynku akcji typu A. Jako że walory na rynku akcji typu A wyceniane są ze znaczną nadwyżką w stosunku do oferowanych inwestorom zagranicznym akcji typu H i „red chip”, może stać się to potencjalnym impulsem, który przyczyniłby się do wzrostu ceny akcji typu H. Fundusz pozytywnie zapatruje się również na sektor eksportowy. Kupujemy udziały wybranych firm transportowych, operatorów portów i producentów kontenerów. Takie więc są najważniejsze obszary zmian, jakich dokonaliśmy w styczniu.

Sanjiv Duggal, Dyrektor Inwestycyjny, HSBC GIF – Indian Equity



Pan Duggal od kwietnia 1996 roku pracuje w HSBC i jest dyrektorem inwestycyjnym odpowiedzialnym za zarządzanie funduszem HSBC Global Investment Funds – Indian Equity. Zanim dołączył do zespołu Halbis w 1996 roku, był zatrudniony w Hill Samuel Group, początkowo na stanowisku audytora wewnętrznego, a następnie jako zarządzający funduszem rynków wschodzących. Posiada uprawnień biegłego księgowego.

Wspomniał pan, że pana nastawienie względem rynku indyjskiego stało się ostrożne. Co mogłoby zmienić pana nastawienie?

Chwilowo jesteśmy ostrożni, ponieważ w 2009 roku rynek indyjski wzrósł o ponad 90% w kategoriach USD, a wyceny przebiły średnie z ostatnich 5 i 10 lat. Jednak ostatnio rynek cofnął się o około 10% w porównaniu ze szczytem z początku stycznia na skutek obaw, że wczesne zacieśnianie polityki monetarnej w Indiach i rosnące deficyty fiskalne w Europie wpłyną negatywnie na popyt. Uważamy, że

osłabienie ponownie stworzy dobrą okazję do zakupów, ponieważ relacja zysku do ryzyka stanie się znowu korzystna. Jeśli indeks odniesienia Sensex spadnie do poziomu około 14.000-14.250 punktów, to pojawi się okazja do korzystnych zakupów.

W styczniu Indie zaostryły politykę monetarną. Czy było to zgodne z pana oczekiwaniami? Jaka jest pana opinia na temat przyszłej polityki rządu i inflacji?

Reserve Bank of India zaskoczył w styczniu rynek, podnosząc współczynnik rezerw gotówkowych, czyli inaczej mówiąc proporcję depozytów, jakie bank musi utrzymywać w postaci rezerw, o 25 punktów bazowych wyżej, niż oczekiwano, z poziomu 5% do 5,75%. Bank centralny utrzymał referencyjne stopy procentowe na niezmiennym poziomie, chociaż rynek oczekiwał nieznacznej podwyżki.

Podwyżka współczynnika rezerw gotówkowych ma na celu ograniczenie nadmiernej płynności i powinna pomóc w walce z inflacją. Inflacja referencyjna cen hurtowych w Indiach nabrała tempa, osiągając w grudniu poziom 7,3%, i rośnie najszybciej od listopada 2008 roku. Wydaje się, że inflacja w Indiach

nie będzie stanowić poważnego problemu, ponieważ powinna ona osiągnąć swój szczyt pomiędzy marcem a czerwcem, a następnie gwałtownie spaść w drugiej połowie roku, zakładając, że ceny towarów zachowają stabilność. Ostatnie zaostrzenie stanowi wyraz normalizacji polityki monetarnej po drastycznych obniżkach z 2008 r., będących reakcją na globalny kryzys finansowy. Sądzimy, że przyszłe zmiany współczynnika rezerw gotówkowych i stóp procentowych będą następowały stopniowo i raczej nie będą znaczące.

Jak zapatruje się pan na sektory bankowości i nieruchomości w kontekście wspomnianego wczesniejszego cyklu zacieśniania polityki monetarnej?

Jak już wspominałem, jest to bardziej normalizacja niż zacieśnianie, ponieważ rząd rozpoczyna proces wycofywania działań pomocowych. Akcje z sektora bankowego i nieruchomości radziły sobie słabo w wyniku obaw, że ograniczenie płynności wynikające z podwyższonego współczynnika rezerw gotówkowych wpłynie na wyniki tych spółek. Osłabienie to stworzyło jednak dobrą okazję do zakupów, a sektory wrażliwe na zmiany stóp procentowych, takie jak banki

i nieruchomości, stały się jednymi z naszych ulubionych sektorów.

Jeśli chodzi o rządowy program prywatyzacji, jak dużą przyjmie on skalę i czy będzie miał istotny wpływ w kontekście kapitalizacji rynkowej?

Krótkookresowe plany rządu obejmują pozyskanie kwoty rządu 6-10 miliardów dolarów ze sprzedaży udziałów w przedsiębiorstwach państwowych, co ma pomóc ograniczyć deficyt budżetowy. Wydaje mi się, że większość firm jest już notowana na giełdzie, zatem nie będzie to miało wpływu na kapitalizację rynkową. Z drugiej strony, free float (tzn. procent wszystkich akcji danego przedsiębiorstwa w publicznym obrocie na otwartym rynku) niektórych przedsiębiorstw państwowych, w których rząd może posiadać do 90% udziałów, zwiększy się dość znacząco.

Chociaż niedawne pierwsze oferty publiczne owocowały pełną subskrypcją, to ocenia się, że reakcje inwestorów były umiarkowane. W takim przypadku rząd otrzymuje przekaz, by wyceniać transakcje na atrakcyjnym poziomie, ponieważ nawet po sprzedaży akcji rząd będzie nadal posiadał znaczną część udziałów

w tych spółkach i zachowa nad nimi kontrolę.

Oczekuje się, że budżet Unii Indyjskiej zostanie przedstawiony w lutym. Czygo w związku z tym można oczekiwać i jak pan pozycjonuje swój portfel?

Budżet Unii zostanie przedstawiony 22 lutego. Sądząc po poprzednich budżetach, rząd ogłosi realistyczne działania i cele. Rząd powinien przedstawić więcej szczegółów na temat postępów prac nad zmianami dotyczącymi zarówno podatków pośrednich, jak i bezpośrednich. Wprowadzenie zmian w podatkach pośrednich może zostać przesunięte na październik 2010 r., a nawet na kwiecień 2011 r. Proponowane zmiany w podatkach bezpośrednich mają wejść w życie w kwietniu 2011 r. Zasadniczo obecne spektrum podatków pośrednich, nakładanych przez rząd centralny i rządy poszczególnych stanów, zostanie zastąpione podatkiem

od towarów i usług (GST), natomiast podatki bezpośrednie mają zostać uproszczone. Jak już sygnalizował premier z ministrem finansów, Indie powinny rozpocząć wycofywanie niektórych działań stymulujących, gdy rząd nabierze pewności co do stanu gospodarki. Jeśli chodzi o deficyt fiskalny kraju, to możemy spodziewać się pozytywnej niespodzianki. Odnosząc się do pozycjonowania portfela, to nie dokonujemy pod tym kątem żadnych zmian, ponieważ trudno dokładnie przewidzieć, co zostanie zawarte w budżecie. Ponadto wiele kluczowych działań, takich jak proponowane zmiany w podatkach pośrednich i bezpośrednich, będzie prawdopodobnie przesunięte w czasie. Dlatego nie oczekujemy żadnych znaczących zmian w pozycjonowaniu portfela w związku z budżetem.

Czy oczekuje pan, że rupia będzie dalej się umacniać? Jaki będzie miało to wpływ na pozycję w pańskim portfelu, takie jak sektor IT?

Rupia ostatnio zaczęła się osłabiać w relacji do USD, wraz z wycofywaniem się inwestorów z bardziej ryzykownych klas aktywów, co jest wynikiem obaw, że wczesne zacieśnianie polityki monetarnej ograniczy wzrost, a rosnące deficyty fiskalne w Europie zredukują popyt. Jednak patrząc z perspektywy średnio- i długoterminowej, rupia powinna się umacniać, biorąc pod uwagę silny popyt wewnętrzny w Indiach, intensywne ożywienie gospodarcze i wzrost inwestycji. Dlatego, pomimo zmienności, uważamy, że rupia będzie kontynuowała swój trend wzrostowy.

Jeśli chodzi o pozycjonowanie portfela, zazwyczaj w małym stopniu martwimy się o wpływ rupii na poszczególne sektory, chociaż rynek często cechuje się większą wrażliwością na zmiany kursu walutowego. Z reguły silna rupia wpływa na sektor eksportowy i sektor towarowy, które posługują się cenami denominowanymi w USD. Dlatego w największym stopniu odczuwać to mogą sektory metalowy

i petrochemiczny, a w następnej kolejności sektor IT. Jednak również tutaj koncentrujemy się na fundamentach spółek, a kurs wymiany jest drugorzędym czynnikiem, jeśli chodzi o dobór akcji i pozycjonowanie portfela.

Jakie główne zmiany nastąpiły w portfelu w styczniu i jakie były powody tych zmian?

Główną zmianą, która miała stosunkowo duże znaczenie dla funduszu, było zwiększenie zaangażowania w banki. Z reguły fundusz utrzymywał pozycję niedoważoną względem banków, jednak wykorzystując osłabienie poprzedzające ogłoszenie zmian w polityce monetarnej, rozbudowaliśmy swoją pozycję względem State Bank of India, który z końcem stycznia stał się jedną z 10 naszych największych pozycji. Cały czas kontynuujemy jej powiększanie. W wyniku tych działań część gotówkowa funduszu została proporcjonalnie zredukowana.

Jose Cuervo – Zarządzający Funduszem HSBC GIF – Brazil Equity



Jose Cuervo pracuje w zespole zarządzających funduszami akcyjnych rynków wschodzących.

W branży inwestycyjnej od 1996 roku. Zanim w 1998 roku dołączył do grona pracowników HSBC, był zatrudniony jako analityk rynków akcji w Phillips, Hager & North Investment Management Ltd w Kanadzie. Posiada tytuł inżyniera handlu University of British Columbia oraz uprawnienia CFA (Chartered Financial Analyst).

Jakie są Pańskie oczekiwania, jeśli chodzi o wzrost PKB Brazylii w 2009 i 2010 r.? Co będzie motorem wzrostu PKB w Brazylii – konsumpcja, eksport, czy jedno i drugie?

Bardzo pozytywnie zapatrujemy się na perspektywę wzrostu PKB Brazylii. Globalna gospodarka zaczyna powoli wracać do cyklu wzrostowego po kryzysie z 2008 roku. Powinno to wzmocnić brazylijski eksport i umożliwić gospodarce dalszy rozwój. Oczekujemy, że wzrost PKB wyniesie 0% w 2009 r. i w okolicach 6,0% w 2010 r. Nasi ekonomiści przewidują wzrost rządu 5,7% w 2010 r., jednak ostatnie szacunki skorygowano w górę, dlatego 6,0% wydaje się realne. Gospodarka brazylijska jest bardzo zróżnicowana, a większość sektorów radzi sobie dobrze. Uważamy jednak, że kluczowe znaczenie dla Brazylii będzie miała konsumpcja krajowa, ponieważ pojawiają się pozytywne dane o zatrudnieniu i stabilnym wzroście kredytów. Kolejnym motorem wzrostu będą prawdopodobnie wydatki na in-

frastrukturę oraz inwestycje kapitałowe przedsiębiorstw, które dokonują inwestycji, by zapewnić sobie wzrost zysków wraz z nadejściem cyklu wzrostowego w gospodarce.

Czy istnieje jakiś rodzaj ryzyka politycznego, który uznaje Pan za szczególnie istotny w obecnej chwili? W jaki sposób uwzględnia je Pan w zarządzaniu funduszem?

W październiku 2010 r. mają się odbyć wybory powszechne, przy czym obecny prezydent Lula nie może starać się o reelekcję, ponieważ pełnił już swą funkcję przez maksymalny okres dwóch kadencji. Prognozowanie wyniku wyborów jest oczywiście obciążone ryzykiem błędu, ale wydaje się, że obecna szefowa administracji, Dilma Rouseff, ma szansę odnieść zwycięstwo. Dilma wywodzi się z tej samej partii politycznej co Lula, tj. z partii socjalistycznej (Partii Pracujących), a jej notowania idą w górę, przez co dogania ona swojego głównego przeciwnika (Jose Serrę z Brazylijskiej Partii Socjaldemokratycznej, centrowej koalicji demokratów, liberałów i socjaldemokratów). Biorąc pod uwagę poparcie, jakie zapewni jej partia Lula, Dilma powinna wygrać. Podczas wyborów padnie prawdopodobnie wiele populistycznych haseł, szczególnie jeśli chodzi o wydatki na mieszkalnictwo i edukację oraz wsparcie dla pracowników o niskich dochodach. Odbędzie się również debata na temat przyszłości państwowego koncernu naftowego Petrobras. Pomimo spodziewanego poziomu dyskusji, typowego dla okresu wyborów, w najbliższym czasie nie dostrzegamy żadnych

znaczących negatywnych czynników dla rynków. Jeśli wygra Dilma, to nie należy spodziewać się poważnych zmian polityki, jednak ryzyko zmiany jej kształtu może wzrosnąć w okresie kolejnych czterech lat. Przez ostatnie osiem lat prezydent Lula nie musiał podejmować wielu znaczących decyzji, ponieważ kontekst gospodarczy pozostawał bardzo korzystny. Możliwe jednak, że w nadchodzących czterech latach Dilma będzie musiała wykazać się większą aktywnością. Przyjmie to jednak ograniczoną skalę, ponieważ Dilma nie jest zbyt dobrze znana wśród elektoratu i prawdopodobnie pozostanie pod wpływem wielu doradców, co ograniczy prawdopodobieństwo jakiegokolwiek poważnej zmiany polityki.

Jaki wpływ na Pańską strategię i inwestycje funduszu miały intensywne wzrosty w brazylijskim rynku akcji w 2009 roku?

Fundusz stosuje strategię inwestycyjną typu „bottom-up”, koncentrując się na selekcji dobrych spółek, w przypadku których sytuacja makroekonomiczna stanowi jedynie punkt wyjścia do analizy przedsiębiorstwa, nie prowadząc bezpośrednio do doboru konkretnych walorów lub sektorów. W ciągu ostatnich 12 miesięcy fundusz ewoluował w kategoriach posiadanych walorów. Na początku 2009 roku zidentyfikowaliśmy pewną liczbę niedowartościowanych spółek, które inwestorzy wyprzedawali w obawie przed utratą płynności. Utrzymałyśmy naszą pozycję względem tych spółek, ponieważ uznaliśmy, że są one wartościowe. Wraz z tym, jak gospodarka brazylijska radziła sobie coraz lepiej

w 2009 r., spółki te zwiększały wartość. W lecie i na jesieni 2009 r. przekonanie o rodzącym się ożywieniu gospodarczym stało się bardziej powszechne, co zwiększyło potencjał zysków spółek cyklicznych. Zainwestowaliśmy w wybrane przedsiębiorstwa przemysłu stalowego i wydobywczego (np. CVRD), z korzyścią dla funduszu. Pod koniec roku uznaliśmy, że ten temat ma się ku końcowi i wróciliśmy do spółek działających na rynku krajowym, zwracając uwagę na wzrost inwestycji kapitałowych i rozwój sektora bankowego. Zwiększyliśmy zaangażowanie w pozycje finansowe, ponieważ pozytywnie zapatrujemy się na ten sektor, nawet w przypadku wzrostu stóp procentowych. Chociaż ogólnie fundusz utrzymuje niedoważoną pozycję względem tego sektora, to posiada w nim kilka dużych inwestycji, takich jak Banco Itau, jeden z największych banków. Są też banki, których nie chcemy mieć w portfelu, ponieważ naszym zdaniem kluczowe znaczenie w tym sektorze ma dobór akcji.

Jakie są perspektywy dla towarów, które są często wymieniane jako sektor o istotnym znaczeniu dla Brazylii?

Gospodarki wschodzące powinny rozwijać się w dobrym tempie, umacniając ceny towarów. Gdy w 2009 r. załamał się popyt, przedsiębiorstwa nie inwestowały w zapasy. Teraz, gdy popyt rośnie, mogą wkrótce pojawić się ograniczenia podaży niektórych towarów. Niektórzy inwestorzy uważają, że cena rudy żelaza może wzrosnąć nawet o 50%. Taka skala wzrostu może być przesadzona, jednak uważamy, że czeka nas

spora podwyżka. W Brazylii ceny akcji spółek z sektora towarów w dużej mierze dyskontują już te oczekiwania, dlatego wolimy rozglądać się za spółkami działającymi narynku krajowym.

Jakim zagrożeniem dla Brazylii byłoby wyhamowanie wzrostu gospodarczego przez rząd chiński, tj. ograniczenie wzrostu kredytów i podniesienie poziomu wymagalnych rezerw bankowych?

Z pewnością spowolnienie w Chinach wywarłoby odczuwalny, negatywny wpływ na Brazylię i na gospodarkę światową. Naszym zdaniem mało prawdopodobne jest jednak, by działania rządu chińskiego ograniczyły wzrost PKB. Sterowanie wzrostem przez rząd chiński powinno skutkować mniejszą zmiennością PKB. Jeśli Chinom uda się uniknąć gwałtownego spowolnienia wzrostu PKB, to Brazylija powinna na tym skorzystać. Jeśli chodzi o spowolnienie wzrostu PKB, to tak naprawdę bardziej martwimy się o Europę i Stany Zjednoczone, ponieważ konsumenci są tam bardziej zadłużeni, podobnie jak rządy, co jednak nie powinno mieć istotnego wpływu na Brazylię.

Strategia sektorowa funduszu wykazuje obecnie niedowartościowaną pozycję względem instytucji finansowych, zakładów użyteczności publicznej, przedsiębiorstw energetycznych i spółek IT, a z drugiej strony zachowuje przeważoną pozycję w sektorze pozostałych dóbr konsumpcyjnych. Jak może się to zmienić?

Jak wspominałem, fundusz stosuje strategię inwestycyjną typu „bottom-up”. Analizujemy oczywiście sektory i branże, ale nie decyduje to o konstrukcji naszego portfela. Fundusz utrzymuje niedowartościowaną alokację względem sektora zakładów użyteczności publicznej i sektora IT. Na ten drugi sektor składają się głównie dwie brazylijskie firmy, które znajdują się w trudnej sytuacji z powodu zmiany przepisów. W sektorze zakładów użyteczności publicznej staraliśmy się zidentyfikować wartościowe spółki, ale do tej pory nie znaleźliśmy takiej, która by nam się spodobała. Występuje tu znaczne ryzyko regulacyjne i wydaje się, że wzrost nie nabiera takiego tempa, jak w innych sektorach. Podsumowując, nadal poszukujemy będziemy szans związanych z firmami, które powinny skorzystać dzięki inwestycjom infrastrukturalnym i korporacyjnym.

Co stoi za wyborem akcji spółek OGX i BR Malls?

Z firmą OGX związana jest ciekawa historia. Eike Batista, którego uważa się za jedną z najbogatszych osób w Brazylii, zauważył kilka lat temu, że koncern Petrobras dysponuje szeregiem atrakcyjnych projektów, ale ich nie rozwija, ponieważ koncentruje się na tak zwanym polu „podsolnym” (dużym polu naftowym o nazwie Tupi, zlokalizowanym u wybrzeża Brazylii, pod geologiczną warstwą soli; szacuje się, że złożo zawiera duże zasoby ropy naftowej i gazu ziemnego). Spółka OGX zatrudniła geologów i skupiła się na projektach zlokalizowanych na lądzie

lub na płytkich wodach. Wielokrotnie spotykaliśmy się z kierownictwem firmy i doszliśmy do wniosku, że cechuje się ono wysokimi umiejętnościami i kompetencjami. Od dwóch lat firma spełnia wszystkie składane przez siebie obietnice. Obecnie zwiększyliśmy zaangażowanie funduszu w OGX.

Firma dysponuje portfelem aktywów, które może sprzedać lub wykorzystać. Trzymamy się blisko tej firmy od dnia jej pierwotnej oferty publicznej. Spółka BR Malls jest właścicielem i operatorem centrów handlowych. Inwestuje w nieruchomości służące konsumpcji. Są to wysokiej jakości centra handlowe, generujące wysokie marże. Stopy procentowe w Brazylii prawdopodobnie wkrótce wzrosną na skutek inflacji. Jeśli wzrośnie inflacja, to BR Malls jest przed nią zabezpieczona zapisami w umowach, dzięki którym jej przychody automatycznie się zwiększą.

Dodatkowo firma pobiera od najemców określony procent od realizowanej przez nich sprzedaży, dlatego BR Malls może odnosić korzyści z silnej konsumpcji, będąc jednocześnie zabezpieczona przed coraz bardziej realnym ryzykiem inflacyjnym. Obecnie spółka przebudowuje swoje centra handlowe, co dodatkowo wpisuje się w nasz model wydatków kapitałowych. Niedawno zwiększyliśmy zaangażowanie funduszu w tę spółkę, wykorzystując fakt, że jej założycielska firma private equity sprzedawała swoje udziały. Chociaż notowania jej akcji wzrosły, to nadal uważamy, że ma ona przed sobą dobre perspektywy.

Czy ostatnia korekta stworzyła okazję do zakupu akcji brazylijskich?

Od początku 2010 r. krążą obawy, że globalny wzrost gospodarczy może zawieść oczekiwania. Pojawiła się również awersja do ryzyka spowodowana problemami z długiem publicznym Grecji i Hiszpanii, co osłabiło rynki. W 2010 r. nastąpią podwyżki stóp procentowych w Brazylii, dlatego głównym celem rządu jest zapewnienie „miękkiego lądowania” dla gospodarki. Utrzymujemy pozytywne nastawienie co do perspektyw wzrostu w Brazylii w krótkim i średnim okresie, jednak spodziewamy się w tym roku podwyżek stóp procentowych, które – jeśli przeprowadzi się je w odpowiedni sposób – powinny wydłużyć perspektywę wzrostu. Nadal utrzymują się korzystne warunki płynnościowe dla akcji brazylijskich, pomimo tego, co dzieje się w Europie. Wydarzenia w samej tylko Europie mają niewielkie znaczenie dla Brazylii, ponieważ uzależniona jest ona od wzrostu globalnego, szczególnie chińskiego. Wyniki Brazylii powinny być dobre, ponieważ jest ona bardzo odporna. Wprawdzie istnieje ryzyko, jednak biorąc pod uwagę bieżące wyceny, wydaje się ono umiarkowane. Współczynnik cena/zysk w 2009 r. osiągnął wartość 14,5, obecnie wynosi 12 i znajduje się poniżej długookresowej średniej z ostatnich 5 lat, wynoszącej 12,5. Uznajemy bieżącą korektę za okazję do zakupu, mimo że spodziewamy się pewnej zmienności w 2010 r.

Zastrzeżenie prawne

Niniejszy fundusz nie jest dostępny dla obywateli Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej oraz osób tam mieszkających lub pracujących. Niniejszy wywiad jest wyłącznie materiałem informacyjnym. Żadne z powyższych informacji zawartych w niniejszym wywiadzie nie stanowią doradztwa inwestycyjnego, analiz finansowych, rekomendacji, w tym podatkowych, prawnych lub księgowych. Potencjalni inwestorzy są całkowicie odpowiedzialni za dokonywanie

własnych, niezależnych ocen i analiz produktów, inwestycji i transakcji dotyczących funduszu, i nie powinni polegać na informacjach zawartych w niniejszym wywiadzie jak na poradach inwestycyjnych. Wartość aktywów netto funduszu prezentowanego w niniejszym wywiadzie cechuje się lub może się cechować dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub na stosowane techniki zarządzania tym portfelem. Zainwestowanie w fundusz wiąże się z wysokim poziomem ryzyka i jest odpowiednie wyłącznie dla

doświadczonych inwestorów, którzy w pełni rozumieją ryzyko wiążące się z tego rodzaju inwestycjami, w tym ryzyko utraty całości kapitału, oraz są w stanie je ponieść. Prezentowany w niniejszym wywiadzie fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego, a przedstawione w niniejszym wywiadzie wyniki funduszu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ich wartość oraz zwrot z nich osiągany mogą maleć ze szkodą dla interesów inwestora. Uczest-

nik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Zmiany kursów walut i stóp procentowych mogą wywierać niekorzystny wpływ na wartość inwestycji oraz osiągnięty z nich zwrot. Prawnie wiążące informacje o funduszu, w tym szczegółowy opis czynników ryzyka, znajduje się w prospekcie informacyjnym funduszu, który, podobnie jak skróty prospektu, jest dostępny nieodpłatnie i w języku polskim w placówkach dystrybutorów funduszu oraz na stronie internetowej www.assetmanagement.hsbc.com.pl.

Plany inwestycyjne i PPE – sposób na ryzyko

Grzegorz Kaliszuk, Ekspert ds. Analiz i Wsparcia Sprzedaży



Rozpraszanie ryzyka inwestycyjnego, a więc jego minimalizacja, może przybierać różne formy. Jedną z nich jest opisana w wydaniu 5 Gazety Inwestora strategia uśredniania ceny. Ten sposób unikania ryzyka jest jednak najczęściej stosowany razem z inną metodą, nazywaną strategią dywersyfikacji. Zakłada ona dzielenie ryzyka inwestycyjnego pomiędzy różne klasy aktywów obciążone zróżnicowanym ryzykiem zmiany wartości. Podstawowymi instrumentami finansowymi, reprezentującymi

jednocześnie różne rodzaje aktywów, są bony skarbowe, papiery dłużne czyli obligacje, papiery udziałowe czyli akcje oraz instrumenty pochodne.

Strategia dywersyfikacji ryzyka w ramach różnych klas aktywów jest realizowana przez fundusze inwestycyjne, szczególnie te z kategorii stabilnego wzrostu i zrównoważonych, bez dodatkowych założeń. Polityka inwestycyjna tych oraz innego rodzaju funduszy przewiduje bowiem

lokowanie środków wpłacanych przez inwestorów w różnego rodzaju instrumenty finansowe. Efekt rozpraszania ryzyka może zostać jednak wzmocniony przy podziale wpłat pomiędzy fundusze klasyfikowane w różnych kategoriach, tzn. fundusze gotówkowe, dłużne, mieszane (stabilnego wzrostu i zrównoważone) oraz akcyjne.

Stosowanie strategii dywersyfikacji oraz uśredniania ceny w ramach funduszy inwestycyjnych minimalizuje zatem

ryzyko na 4 sposoby, a mianowicie:

- w ramach jednego funduszu w różnych klasach aktywów,
- w ramach różnych funduszy w innych dodatkowych klasach aktywów,
- w ramach tego samego funduszu lub kilku funduszy na różnych rynkach (kraj + zagranica),
- w ramach określonego portfela funduszy przy systematycznych wpłatach (uśrednianie ceny).

Założenia funkcjonowania planów inwestycyjnych (PI) oraz pracowniczych programów emerytalnych (PPE) przewidują jednoczesne stosowanie obydwu strategii zarówno dywersyfikacji jak i uśredniania ceny. Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA oferuje Plan Inwestycyjny KOMFORT oraz PRESTIŻ jak również PPE. W zakresie tych produktów klienci Towarzystwa mają do wyboru szeroki wachlarz funduszy dostępny także w Supermarkecie Funduszy Inwestycyjnych mBanku. Zarówno plany inwestycyjne, jak i pracownicze programy emerytalne zakładają długoterminową perspektywę inwestycyjną. Długookresowa inwestycja minimalizuje ryzyko dodatkowo, bowiem w okresie 5-letnim i dłuższym ryzyko spadku wartości inwestycji szczególnie na rynku papierów udziałowych maleje. Potwierdzeniem tej teorii jest rzeczywistość rynków kapitałowych, w tym także polskiego.

Analiza zmian wartości głównego warszawskiego indeksu giełdowego pokazuje, iż w latach 2005-2009 WIG wykazywał delikatny trend wzrostowy pomimo znacznego spadku jego wartości w okresie 6.VII.2007-17.II.2009 (-68,5%). Średnie miesięczne tempo przyrostu wartości indeksu szerokiego rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie od kwietnia 1991 roku, a więc od początku jego notowania, do stycznia 2010 roku wynosi +2,5%. Realizacja długoterminowej perspektywy, szczególnie w planach inwestycyjnych oraz pracowniczych programach emerytalnych opartych na funduszach inwestycyjnych, poszerza zatem paletę wcześniej wskazanych sposobów minimalizowania ryzyka.

Odkładanie wolnych środków w ramach PI (zwane także ustanawianiem zleceń stałych) oraz PPE ma na celu zabezpieczenie stabilności finansowej w przyszłości. Perspektywa inwestycji w tych formach oszczędzania z założenia jest bowiem kilku- lub kilkunastoletnia. Podczas corocznego spotkania członków Europejskiego Stowarzyszenia Funduszy i Zarządzających Aktywami (ang. European Fund and Asset Management Association-EFAMA), które odbyło się w Brukseli na początku października 2009 roku, przedstawiona została strategia działania EFAMA na najbliższe lata.

Jednym z głównych jej założeń jest promocja funduszy typu UCITS (dystrybucja jednostek uczestnictwa tych funduszy możliwa jest w krajach Unii Europejskiej na podstawie instytucji jednolitego paszportu) jako podstawy do budowania długoterminowych planów inwestycyjnych i emerytalnych. W zamożnych krajach Zachodniej Europy potrzeba systematycznego oszczędzania wolnych środków w celach zabezpieczenia stabilności finansowej w przyszłości została zauważona już dużo wcześniej.

Strategia dywersyfikacji oraz uśredniania ceny stanowi istotę produktów długoterminowych opartych na funduszach inwestycyjnych. Skuteczność stosowania tych dwóch metod minimalizowania ryzyka przedstawiają dane zawarte w Tabeli 2. i 3. Stopy zwrotu z przykładowych portfeli oparte są na założonych wycenach jednostek uczestnictwa uwzględniających koniunkturę giełdową w latach 2006-2008.

W tabeli 1. przedstawiono stopy zwrotu indeksów WIG oraz WIG20 w trzech wybranych latach. Wypracowana wartość aktywów inwestorów, którzy 100% swoich oszczędności zainwestowali w fundusze rynku akcji zagranicznych, nie stosując strategii dywersyfikacji, mogła zmaleć nawet o 43,65% jeśli dokonywali jednorazowych wpłat na początku każdego roku 3-letniego okresu oszczędzania. Zakładając, iż inwestor świadomie nie zastosował strategii dywersyfikacji, jednak podjął decyzję o uśrednianiu ceny nabycia (miesięczne nabycia), jego strata została zredukowana o 3,89 punktu procentowego do (-39,76%).

Strategia uśredniania cen jest najbardziej skuteczna w okresach bessy. Dowodem tego jest porównanie stóp zwrotu (Tabela 4. i 5.) z tych samych portfeli przy rocznych i miesięcznych wpłatach w 2008 roku. W tym roku bowiem, zgodnie z danymi z Tabeli 2., wskaźniki giełdowe „przepolowały się”. Okresów bessy nikt nie jest jednak w stanie przewidzieć, a zatem stosowanie metody uśredniania ceny nabycia jest uzasadnione w trakcie trwania całego horyzontu inwestycyjnego.

Zyski wypracowane w 2006 i 2007 roku na GPW zostały w znacznej mierze zredukowane w wyniku dekonunktury, która zapanowała na globalnych rynkach w tym także na warszawskim parkiecie w 2008 roku. Zastosowanie w ramach PI i PPE strategii dywersyfikacji i uśredniania ceny pozwoliło jednak zredukować straty (porównanie stóp zwrotu z tych samych portfeli w Tabeli 3. i 4.). Dobór składu portfela inwestycyjnego zależy oczywiście od preferencji inwestorów oraz awersji

wobec ryzyka. Inwestor o umiarkowanej awersji wybierze zapewne portfel 1, inwestor którego stosunek do ryzyka jest obojętny zdecyduje się na portfel drugi, zaś ten, który ryzyko preferuje wybierze portfel 3.

Idea Planów Inwestycyjnych oraz Pracowniczych Programów Emerytalnych z TFI PZU SA polega na systematycznym oszczędzaniu środków w ramach ustalonej przez siebie alokacji składek (możliwa zmiana alokacji), przy zachowaniu długoterminowej perspektywy oszczędzania. Te założenia są spełnione w przypadku produktów TFI PZU SA – Towarzystwo bowiem pozostawia swoim Klientom możliwość indywidualnego kształtowania modeli inwestowania.

Zbliżoną do PI oraz PPE funkcję spełnić może także ustanowienie stałej dyspozycji przelewów określonej przez Klienta kwoty do funduszy inwestycyjnych tytułem nabycia jednostek uczestnictwa. Taką funkcjonalność oferuje Supermarket Funduszy Inwestycyjnych mBanku, poprzez ustanowienie zlecenia stałego w systemie transakcyjnym. Należy jednak pamiętać o wymogu minimalnych kwot nabycia określanych przez każdy fundusz indywidualnie.

Indeks	2006	2007	2008
WIG	41,60%	10,39%	-51,07%
WIG20	23,75%	5,19%	-48,21%

Tabela 1. Stopy zwrotu indeksów WIG i WIG 20 w trzech wybranych latach

Jednorazowa wpłata na początku każdego roku w 3-letnim okresie oszczędzania [2006-2008]						
Rodzaj funduszu	skład portfela 1	stopa zwrotu	skład portfela 2	stopa zwrotu	skład portfela 3	stopa zwrotu
dłużny	40%	-16,10%	-	-28,00%	-	-42,50%
stabilnego wzrostu	15%		25%		-	
zrównoważony	-		25%		-	
akcji polskich	20%		25%		25%	
akcji zagranicznych	25%		25%		75%	

Tabela 2.

Wpłaty co miesiąc w trakcie 3-letniego okresu oszczędzania [2006-2008]						
Rodzaj funduszu	skład portfela 1	stopa zwrotu	skład portfela 2	stopa zwrotu	skład portfela 3	stopa zwrotu
dłużny	40%	-15,83%	-	-27,55%	-	-39,57%
stabilnego wzrostu	15%		25%		-	
zrównoważony	-		25%		-	
akcji polskich	20%		25%		25%	
akcji zagranicznych	25%		25%		75%	

Tabela 3.

Jednorazowa wpłata na początku rocznego okresu oszczędzania [2008]						
Rodzaj funduszu	Skład portfela 1	Stopa zwrotu	Skład portfela 2	Stopa zwrotu	Skład portfela 3	Stopa zwrotu
dłużny	40%	-21,21%	-	-36,31%	-	-48,78%
stabilnego wzrostu	15%		25%		-	
zrównoważony	-		25%		-	
akcji polskich	20%		25%		25%	
akcji zagranicznych	25%		25%		75%	

Tabela 4.

Wpłaty co miesiąc w trakcie rocznego okresu oszczędzania [2008]						
Rodzaj funduszu	skład portfela 1	stopa zwrotu	skład portfela 2	stopa zwrotu	skład portfela 3	stopa zwrotu
dłużny	40%	-12,73%	-	-22,10%	-	-30,87%
stabilnego wzrostu	15%		25%		-	
zrównoważony	-		25%		-	
akcji polskich	20%		25%		25%	
akcji zagranicznych	25%		25%		75%	
źródło: Obliczenia własne TFI PZU SA						

Tabela 5.

Źródło: Obliczenia własne TFI PZU SA

Czy fundusze rynku pieniężnego mogą być alternatywą dla tradycyjnych lokat?

Maciej Witkowski, Dyrektor Biura Sprzedaży Produktów Inwestycyjnych i Ubezpieczeniowych mBanku

Wydaje się, że przekleństwem funduszy rynku pieniężnego jest słowo „fundusz” w nazwie. Statystyki wskazują bowiem jasno, że w okresie giełdowej bessy, kiedy fundusze powiązane z cenami akcji (akcyjne, stabilnego wzrostu, zrównoważone) są wyprzedzane przez inwestorów, taki sam proces, zupełnie niesłusznie, dotyka również funduszy pieniężnych. Winna jest tutaj powszechna w czasie spadków na giełdzie opinia, iż „fundusze tracą”. Tymczasem fundusze rynku pieniężnego (FRP) to zupełnie inna klasa aktywów i należy ją porównywać z tradycyjnymi produktami bankowymi a nie z np. funduszami akcji.

Czy na rynku, który po okresie wojny depozytowej zmierza w kierunku normalności (tj. sytuacji w której banki przestaną płacić za depozyty klientów więcej niż stawki referencyjne WIBOR), FRP mogą być sensowną alternatywą dla lokat i rachunków oszczędnościowych?

Wygodniejsze od depozytu?

Od strony funkcjonalnej fundusz rynku pieniężnego jest praktycznie tak samo wygodny jak depozyt. Nabycie funduszu trwa 1 dzień roboczy, po którym nasza inwestycja zaczyna już pracować. Środki zgromadzone na funduszu są bardzo wysokiej płynności. Oznacza to, że praktycznie w ciągu 1 dnia roboczego możemy spieniężyć fundusz i to, w odróżnieniu od wielu lokat, bez żadnych kar za zerwanie czy utraty odsetek. Mitem jest zatem, że po wpłaceniu pieniędzy na fundusz pieniężny musimy je tam trzymać przez dłuższy okres czasu. Depozytu bankowego nie zakładamy zwykle na kilka dni, więc sytuacja jest tutaj analogiczna.

Zarobi więcej?

Różnica pomiędzy FRP a lokatą czy rachunkiem oszczędnościowym objawia się głównie w tym, że depozyt bankowy gwarantuje nam z góry jakiś zwrot (oprocentowanie), podczas gdy fundusz rynku pieniężnego zawsze charakteryzuje się pewną „niewiadomą” co do przyszłej stopy zwrotu.

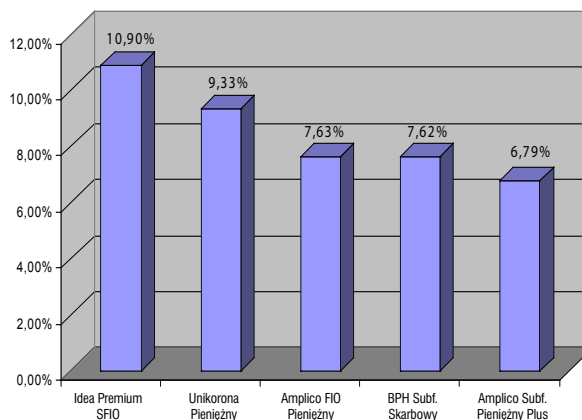
Praktycznie nie ma mowy o stracie, ale to, ile zarobimy „na plusie”, nie jest z góry wartością daną. Z drugiej jednak strony dobrze zarządzany fundusz pieniężny pozwoli zarobić więcej niż roczna lokata w banku.

Z kwestią niepewności zysku również można sobie w pewien sposób poradzić – podstawowa metoda to nieinwestowanie całości środków w jeden fundusz lecz rozłożenie ich np. na trzy fundusze o najlepszych wynikach w ostatnich 1-3 latach. Wówczas nasz zarobek będzie pewną średnią rynkową i prawdopodobieństwo, że będzie niższe niż lokata bankowa, znacząco spada.

Czy może stracić?

Fundusz pieniężny, jak wskazuje sama nazwa, inwestuje głównie w papiery skarbowe, a więc instrumenty o najniższym poziomie ryzyka. Z definicji zatem nie powinien tracić na wartości. Jeśli prześledzimy notowania funduszy pieniężnych w okresie ostatnich 3 lat, widać wyraźnie, że zdarzają się chwilowe spadki wartości jednostek. Są jednak one niewielkie (średnio rzędu 0,5-0,6%) i krótkotrwałe. Przykładem może być tutaj fundusz BPH Subf. Skarbowy:

Wartość jego jednostki w dniu 13.10.2008 wynosiła 27,02 zł. W dniu 22.10.2008 spadła do poziomu 26,85 zł (-0,62%), ale już w dniu 10.11.2008



Wykres 1. Roczne stopy zwrotu z wybranych funduszy, 23.02.2010 r.

wynosiła ponownie 27 zł, a 13.01.2009 miała wartość 27,13 zł (+0,41%).

Dlatego inwestycja w fundusz pieniężny może być bardzo krótkotrwała, ale powinna dotyczyć środków, które w razie czego możemy zamrozić na 2-3 miesiące. Takie założenie w praktyce powinno nas uchronić przed ryzykiem jakiegokolwiek straty.

Zdarzają się fundusze, które osiągają straty większe. Są to jednak fundusze nie do końca „pieniężne”. Dopuszczają one znaczną część (do np. 40%) inwestycji w papiery dłużne o dłuższych terminach zapadalności, co w praktyce zwiększa ryzyko i zbliża je bardziej ku funduszom obligacji. Dlatego przed decyzją o wyborze funduszu warto zapoznać się z jego strukturą inwestycji.

Co z gwarancjami ?

Środki zgromadzone na funduszu nie są objęte gwarancjami Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. W praktyce jednak oferują podobny stopień bezpieczeństwa, ponieważ nie są wliczane do majątku upadłościowego.

W przypadku problemów finansowych funduszu trafią one zatem z powrotem do inwestorów, a nie staną się np. pokryciem zobowiązań podatkowych czy ZUS-owskich funduszu. To znacząco odróżnia fundusz od np. akcji, gdzie w przypadku upadłości spółki inwestorzy są niestety na szarym końcu kolejki do podziału jej majątku.

Najlepsze podejście – dywersyfikacja

To słowo klucz. Nietrzymanie jajek w jednym koszyku. Nie zachęcam do tego, aby całość swoich oszczędności przenosić do funduszy pieniężnych. Fakt jednak, iż czasy kiedy z powodu niewydolności rynku międzybankowego płacono za depozyt nawet 2 punkty procentowe powyżej stawek WIBOR, powoli się kończą. Można zatem wydzielić część (40-50%) swoich oszczędności, których nie będziemy potrzebować „za chwilę” i ulokować je w instrumencie takim jak fundusz pieniężny. W dłuższym okresie może to przynieść nam niemały dodatkowy dochód.

Dariusz Lasek, Dyrektor Inwestycyjny ds. Papierów Dłużnych



Do najważniejszych zasad inwestowania należy odpowiedni dobór inwestycji z punktu widzenia wiedzy, doświadczenia, akceptacji ryzyka inwestora oraz zakładanego horyzontu inwestycyjnego. W przypadku krótkiego horyzontu inwestycyjnego (do roku) dobrym sposobem lokowania nadwyżek finansowych są fundusze pieniężne. Inwestycja w fundusz pieniężny z kilku względów jest dobrą alternatywą dla lokat bankowych a najważniejszą

z nich jest brak określonego horyzontu inwestycyjnego czyli możliwość wypłacenia środków w dowolnym momencie bez utraty odsetek. Fundusze pieniężne stanowią najbezpieczniejszą klasę aktywów spośród wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych. Ich portfel inwestycyjny składa się zwykle głównie z krótkoterminowych instrumentów rynku pieniężnego, najczęściej z dużym udziałem papierów, których emitentem jest Skarb Państwa. Taki

profil inwestycyjny skutkuje znacznie mniejszą zmiennością wyceny jednostki uczestnictwa niż w przypadku innych typów funduszy, dlatego ryzyko poniesienia straty w przypadku inwestycji w fundusz pieniężny jest bardzo ograniczone. Oczywiście większe bezpieczeństwo inwestycji wiąże się z niższą oczekiwaną stopą zwrotu. Jednak miniony rok i początek tego roku pokazują, że fundusze pieniężne mogą okazać się bardzo atrakcyjną

formą lokowania gotówki, zwłaszcza w porównaniu do lokat bankowych. W 2009 roku średnia stopa zwrotu z funduszy pieniężnych wyniosła 4,62% (na podst. Analizy Online), jednak rozpiętość wyników między funduszami była bardzo duża. Jeden z najlepszych funduszy w tej kategorii, Uni-Korona Pieniężny, zarobił w ubiegłym roku 8,13%. Od początku bieżącego roku do 23 lutego fundusze pieniężne zarobiły już średnio 1%, ale niektóre

zarobiły znacznie więcej (wśród nich Uni-Korona Pieniężny 1,55%).

Rok 2010 powinien przynieść kontynuację pozytywnych zjawisk ożywienia w gospodarce światowej, w tym w gospodarce polskiej zapoczątkowanych w 2009 roku. Skutkiem tego mogą być podwyżki stóp procentowych ze strony banków centralnych na całym świecie, w tym w Polsce. Przewidujemy, że podstawowa stopa procentowa

NBP wzrośnie w tym roku o 50 pkt bazowych. Mimo to perspektywy dla funduszy pieniężnych są dobre. Podwyżki stóp procentowych prawdopodobnie nastąpią dopiero w drugiej połowie roku, gdyż w pierwszym półroczu oczekiwany jest znaczny spadek inflacji. Aktualna struktura stóp procentowych – niskie stawki WIBOR na rynku międzybankowym i wyższe oprocentowanie obligacji skarbowych, umożliwiają dzięki aktywnemu zarządzaniu

portfelem osiągnięcie wyższych stóp zwrotu w porównaniu do oprocentowania krótkoterminowych lokat na rynku międzybankowym. W drugiej połowie roku fundusze pieniężne powinny szybko odczuć wyższą rentowność obligacji w przypadku podwyżek stóp procentowych. Dlatego perspektywy dla inwestycji w funduszach pieniężnych w bieżącym roku, zwłaszcza w porównaniu do lokat bankowych, są dobre.

Jak uruchomić usługi inwestycyjne (SFI, eMAKLER) w mBanku?



1. Jeśli jesteś posiadaczem eKONTA, możesz:

– złożyć prosty wniosek internetowy dostępny w serwisie transakcyjnym i informacyjnym lub zadzwonić na mLinie 0-801-300-800.
We wniosku wybierz sposób otrzymania oświadczenia: e-mail lub poczta tradycyjna. Wybierając e-mail znacznie przyspieszasz uruchomienie usługi – wyślemy do Ciebie mail z dokumentem gotowym do uzupełnienia i podpisania

– dokument odesłać na adres:

*mBank,
Bankowość Detaliczna
BRE Banku SA
Wydział Obsługi Klientów
Skrzynka Poczтовая 2108
90-959 Łódź 2*

2. Jeżeli nie masz eKONTA:

Możesz otworzyć eKONTO dzwoniąc na mLinie lub wypełniając

internetowy formularz na stronach www.mbank.pl.

Oświadczenie umożliwiające aktywację SFI zostanie standardowo dołączone do umowy o prowadzenie rachunku eKONTO, natomiast z umową maklerską musisz zacząć do otwarcia rachunku eKONTO (wówczas postępuj zgodnie z pkt. 1).

Konkursy w Supermarkecie Funduszy Inwestycyjnych

Zapraszamy do udziału w konkursie zorganizowanym przez Millennium TFI S.A.

Aby wziąć w nim udział, należy w terminie 22.02-31.03.2010 r. złożyć zlecenia nabycia jednostek uczestnictwa na fundusze zarządzane przez Millennium TFI biorące udział w konkursie.

Warunkiem udziału jest zarejestrowanie się w Konkursie poprzez wysłanie na adres: inwestycje@mbank.pl e-maila o treści Millennium ze swoim imieniem, nazwiskiem oraz adresem zamieszkania. Do wygrania cenne nagrody!
Zapraszamy do udziału w konkursie!

Millennium
fundusze inwestycyjne

Zainwestuj i wygraj w mBanku

Czas trwania konkursu: 22.02 - 31.03.2010 r.



Gazeta Inwestora mBank

Redakcja:

mBank,
Bankowość Detaliczna BRE Banku SA,
www.mbank.pl

Redaktor naczelny:

Monika Chwiedziewicz
Menedżer ds. Produktów
Inwestycyjnych



Kontakt:

e-mail: kontakt@mbank.pl,
mLinia: 0801 300 800; +48 42 6 300 800
www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/

Treści zawarte w Gazecie Inwestora stanowią wyraz najlepszej wiedzy ich autorów opartej na kompetentnych źródłach, jednakże ich wiarygodność nie jest gwarantowana. Wszelkie prezentowane opinie i oceny aktualnej sytuacji rynkowej wyrażają stanowisko autora w momencie opracowania artykułu.

mBank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższych materiałów i zawartych w nich treściach.

Rozpowszechnianie redakcyjnych materiałów bez zgody mBanku jest zabronione.

Wszelkie prezentowane opinie i oceny aktualnej sytuacji rynkowej wyrażają stanowisko autora w momencie opracowania artykułu.

Dokument ten należy traktować wyłącznie jako materiał marketingowy, nie jest on natomiast ofertą ani zachętą lub zaproszeniem do nabycia lub udziału w subskrypcji instrumentu finansowego. Nie jest też poradą ani rekomendacją inwestycyjną lub niezależną analizą finansową. Ze względu na swoją specyfikę inwestycje na rynkach kapitałowych obciążone są ryzykiem inwestycyjnym. Na wartość inwestycji mogą również wpływać zmiany kursów walut, zwłaszcza w przypadku inwestorów posiadających papiery wartościowe denominowane w walutach obcych. Wszelkie prognozy lub cele dotyczące przyszłych zysków lub poziomów cen zawarte w niniejszym dokumencie mają wyłącznie charakter poglądowy i nie są w żaden sposób gwarantowane. mBank nie ponosi żadnej odpowiedzialności, jeśli te prognozy lub cele okażą się nietrafne.

*życzymy jak najwyższych zysków,
zespół mBanku*