

Gazeta Inwestora



Łódź, Numer 9/2011

www.mBank.pl

AXA Akcji Big Players – WIG20 to nie wszystko

O flagowym funduszu nowego Partnera Supermarketu Funduszy Inwestycyjnych mBanku opowiada Adam Drozdowski, Dyrektor ds. Strategii Akcyjnych AXA TFI



Przyjmuje się, że indeks WIG20 to indeks 20 największych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Jednak gdy spojrzymy na strukturę indeksu WIG20 i indeksu WIG, to wyraźnie widać, że niektóre spółki zostały umieszczone w indeksie WIG20 „na wyrost”.

Dobrym przykładem jest PBG – dwudziesta spółka z indeksu WIG20, która w indeksie WIG zajmuje dopiero pozycję 31. Innym przykładem może być spółka Bioton, która jeszcze niedawno wchodziła w skład indeksu WIG20, a obecnie w indeksie WIG zajmuje dopiero pozycję 58.

Wynika to m.in. z faktu ograniczenia w indeksie WIG20 udziału spółek z jednej branży (maksymalnie może być ich 5) i ustalenia limitu udziału jednej branży. Wpływ na to mają również rewizje zwyczajne indeksów, które dokonywane są tylko 4 razy do roku, w momencie wygasania kontraktów terminowych, a więc w trzeci piątek każdego miesiąca kończącego dany kwartał.

Indeks WIG20 jest indeksem cenowym, co oznacza, że wypłacane dywidendy każdorazowo obniżają jego wartość. Jest to szczególnie widoczne na sesjach, na których następuje ustalenie prawa do wysokiej dywidendy (np. KGHM w 2009 r.).

Aktualnie, zgodnie z tym, co podaje GPW w Warszawie na swojej stronie internetowej, stopa dywidendy z akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 wynosi 3,1%. Tyle zatem należałoby dodać do rocznej stopy zwrotu tego indeksu, aby wyniki były porównywalne np. ze stopą zwrotu z indeksu WIG, który z kolei jest indeksem dochodowym.

Jako kryterium wejścia spółek do indeksu WIG20, pod uwagę brane są obroty tych spółek (udział 60%) i wartość spółki w wolnym obrocie (free float) (udział 40%). Kapitalizacja spółki rośnie wraz ze wzrostem kursu akcji danej spółki oraz nowymi emisjami akcji. Free float zaś rośnie m.in. wtedy, gdy akcje sprzedaje duży akcjonariusz (posiadający powyżej

5% danej spółki), a odkupują je inni, mniejsi akcjonariusze.

Widzimy więc, że, aby spółka została dołączona do indeksu WIG20, musi nastąpić duży wzrost ceny jej akcji. Tak było m.in. w obydwu przypadkach ostatniej rewizji indeksu WIG20, gdy do indeksu dołączyły spółki Bogdanka i Kernel. W przypadku pierwszej z wymienionych spółek roczny wzrost kursu przed wejściem do indeksu WIG20 wyniósł 62%, zaś w przypadku drugiej 44%, przy wzroście indeksu WIG20 w tym czasie o 13,7%, zaś po uwzględnieniu wypłaconych dywidend o 17,2%.

Dodatkowo w ostatnich latach Skarb Państwa prywatyzował duże spółki energetyczne (PGE, Tauron). Obydwie znalazły się w indeksie WIG20 i jako utilities (spółki użyteczności publicznej) klasyfikują się jako spółki stabilne (czytaj: mniej rosną podczas hossy). To wszystko powoduje, że indeks WIG20 powinien w dłuższym okresie zachowywać się gorzej od indeksu szerokiego rynku czy indeksów grupujących mniejsze spółki.

Może w takim razie nie powinno się inwestować w akcje wchodzące w skład indeksu WIG20 i koncentrować swoją uwagę w całości na akcjach mniejszych spółek, co powinno przełożyć się na wyższą stopę zwrotu portfela? Odpowiedź na tak postawione pytanie brzmi: nie. Wśród dużych spółek znajdują się również szczególnie perełki – kurs akcji spółki KGHM wzrósł w ciągu ostatniego roku o ponad 80%.

Należy też pamiętać, że duże spółki są z natury bardziej płynne i każdy, kto próbował sprzedać duży portfel małych firm w 2008 r. dobrze wie, że było to bardzo trudne zadanie.

Co zatem, w takiej sytuacji, może okazać się najlepszym rozwiązaniem? Takim rozwiązaniem może być połączenie inwestycji w spółki duże, zapewniające płynność portfela i jednocześnie w spółki małe, odpo-

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.

wiednio wyselekcjonowane – dające możliwość wypracowania dodatkowej stopy zwrotu.

Przykładem takiego portfela może być AXA Akcji Big Players – subfundusz, który musi inwestować minimum 40% aktywów w spółki wchodzące w skład indeksu WIG20, zaś pozostałą część aktywów może inwestować w dowolne spółki z rynku polskiego, z ograniczeniem do 3% maksymalnego zaangażowania aktywów funduszu w akcje jednej firmy.

Taka konstrukcja portfela z jednej strony pozwala na posiadanie odpowiedniej płynności aktywów, zaś z drugiej strony pozwala na dobór mniejszych i najlepszych spółek. Trzyprocentowe ograniczenie gwarantuje również odpowiednią dywersyfikację portfela.

Warto na marginesie dodać, że za pierwsze 6 miesięcy 2011 roku fundusz ten uzyskał najlepszą stopę zwrotu spośród funduszy akcji polskich.

Kluczem do sukcesu jest odpowiednia selekcja spółek w portfelu oraz odpowiedni udział akcji w portfelu. O ile można oddzielić spółki niedowartościowane od tych „dobrze wycenionych” i zbudować portfel, którego składowe powinny zachowywać się lepiej od rynku, a więc portfel posiadający pozytywną kontrybucję na selekcji, to niezmierznie trudno jest prognozować wzrosty i spadki całego rynku, który często zachowuje się w sposób nieprzewidywalny.



Etyczne inwestowanie – w zgodzie z sumieniem



Pecunia non olet („pieniądz nie cuchnie”) mówi stara łacińska sentencja. Czy na pewno? Czasy pokrzyzowe paradoksalnie sprzyjają pogłębionej refleksji na temat pieniądza, a raczej jego etycznej wartości i jakości. Jakże często zdarza się, że w pogoni za zyskiem i możliwością zarobienia „większych procentów” nie zastanawiamy się, skąd tak naprawdę czerpiemy zyski i w jaki sposób nasze pieniądze są pomnażane.

Z drugiej strony często angażujemy się w ważne z naszego punktu widzenia społeczne sprawy – nie popieramy krajów, gdzie wykonywana jest kara śmierci czy łamane są prawa człowieka, nie akceptujemy testów na zwierzętach czy też nie popieramy produkcji i handlu bronią.

Do tej pory nasze przekonania i świadome postawy mogliśmy realizować w codziennym życiu

np. segregując śmieci, nie kupując określonych marek produktów czy kosmetyków.

W Polsce nasze przekonania determinujące codzienne decyzje trudno było jednak przełożyć na sferę zarządzania swoimi oszczędnościami. Jednak od pewnego czasu możemy także w tej sferze dokonywać wyborów zgodnych z swoimi przekonaniami.

Za etycznym inwestowaniem przemawiają przede wszystkim czasy, w jakich żyjemy i potrzeba przyjmowania aktywnej postawy w celu wspierania inicjatyw pozytywnych społecznie.

Dostarczanie kapitału firmom, które nie niszczą środowiska naturalnego, nie łamią praw pracowniczych, stosują jasne i czyste zasady zawierania kontraktów i nie wytwarzają produktów lub usług szkodliwych społecznie staje się wymogiem naszych czasów. Istnieje potrzeba budowania wśród inwestorów szerszego spojrzenia na inwestowanie.

Ludzie powinni zacząć zastanawiać się nad tym, co dzieje się z ich pieniędzmi po wpłaceniu ich do instytucji finansowej. Myślenie wyłącznie o maksymalizacji zysku bez oglądania się na stosowane metody i skutki takiego działania jest podążaniem drogą donikąd. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej warto zastanowić się nad tym, czy wpłacane pieniądze nie będą wspierały biznesu, który jest wątpliwy z etycznego punktu widzenia.

W ostatnich latach pojawiły się na polskim rynku kapitałowym nowe produkty – tzw. etyczne fundusze inwestycyjne. Tego typu instrumenty znane są na świecie już od dziesięcioleci. Ideę Inwestowania Odpowiedzialnego Społecznie (IOS) zapoczątkowali pod koniec XVIII w. kwakrowie z Filadelfii, kiedy to zabronili członkom swojej wspólnoty handlu żywym towarem. Inwestowanie etyczne pojawiło się na dobre w latach 70. XX w. w USA.

W 1971 r. dwaj metodyści: dr Luter Tyson i dr Jack Corbett założyli organizację Pax World. Nie chcieli wspierać finansowo wojny w Vietnamie i dlatego Pax World uruchomiła pierwszy fundusz społecznie odpowiedzialny. W 1983 r. swoją pionierską działalność we Francji rozpoczął Luc Maeschaert, menedżer prywatnego banku Financiere Maeschaert, założonego w 1935 r. Opracowano 20 pozytywnych kryteriów oceny, które według Luc'a Maeschaerta można streścić jednym zdaniem: „**wszystko, co przyczynia się do wzrostu człowieka w firmie i poprzez firmę**”.

IOS to szeroko pojęte podejście do inwestowania środków finansowych, uwzględniające aspekt społeczny. Zgodnie z filozofią IOS uznaje się, że wspólna odpowiedzialność i społeczna troska stanowią ważny element decyzji inwestycyjnych. IOS bierze pod uwagę zarówno potrzeby finansowe inwestora, jak również wpływ wywierany przez określoną inwestycję na społeczność.

Warto dodać, że aktywa lokowane zgodnie z zasadami Inwestowania Odpowiedzialnego Społecznie w Europie przekroczyły w 2009 roku 500 mld euro (źródło: Eurosif European SRI Survey, 2010). W naszej części Europy są to produkty nowe, które wzbudzają jednak coraz większe zainteresowanie.

Pierwszymi funduszami etycznymi w Polsce są fundusze zarządzane przez TFI SKOK S.A. – SKOK SFIO Etyczny 1 i SKOK FIO Etyczny 2. Oba fundusze uwzględniają w swojej strategii wytyczne płynące z IOS. W obu funduszach dobór instrumentów do portfela dokonywany jest w oparciu o dwupoziomą analizę: etyczną i ekonomiczną. Pierwsza z nich opiera się na badaniu dwóch obszarów.

W pierwszym wyklucza się pewne branże z uwagi na niekorzystną ze względów społecznych ocenę ich działalności – np. produkcja wyrobów tytoniowych, przemysł pornograficzny i hazardowy, przemysł wykorzystujący szczególnie uciążliwe dla środowiska technologie.

W drugim bada się procesy zachodzące wewnątrz firmy oraz na jej styku z otoczeniem zewnętrznym – między innymi poszanowanie praw człowieka i praw pracowniczych, występowanie zjawisk korupcyjnych, kreatywną księgowość.

Dopiero tak wyselekcjonowane podmioty (emitenci papierów wartościowych) są badane pod kątem

Bear Stearns usunięty z listy w kwietniu 2006, znalazł się na progu upadku w marcu 2008

- **Marzec 2008:** Bear Stearns, bliski upadku z powodu nagłego kryzysu płynności na rynku, zdołał wynegocjować pakiet ratunkowy z Bankiem Rezerwy Federalnej i JPMorgan Chase.

- **Wielkość odpisów z tytułu deprecjacji aktywów od listopada 2007: 5 mld USD (Źródło: Reuters).**

- Rating ECPI przed marcem 2008: **usunięty z listy (od kwietnia 2006).**

- Powody usunięcia przedsiębiorstwa z listy dopuszczalnych celów inwestycyjnych ECPI:

Nieprawidłowości dotyczące **korupcji i łapówkarstwa** w kontekście słabych wyników osiągniętych w obszarach środowisko/sprawy społeczne/nadzór korporacyjny.

- Odnosne informacje dotyczące środowiska/spraw społecznych/nadzoru korporacyjnego, które spowodowały usunięcie przedsiębiorstwa z listy:

- **Marzec 2006:** Bear Stearns & Co. zobowiązał się zapłacić kwotę 250 milionów USD w wyniku ugody w sprawie zarzutów dotyczących nieprawidłowych transakcji z funduszami inwestycyjnymi. (Źródło: Los Angeles Times)



www.e-cpartners.com

Bloomberg: ECPS <GO>

Reuters: ECAPITAL

Źródło: www.marketorade.co.uk/Arti de 4036.html

efektywności ekonomicznej. Fundusz etyczny nabywa papiery wartościowe wyemitowane wyłącznie przez te podmioty, które przeszły pozytywnie weryfikację na obu opisanych poziomach, a więc prowadzą swój biznes w sposób odpowiedzialny i przejrzysty, jak również są skuteczne biznesowo.

Oba te obszary sprzyjają budowaniu wartości firmy w sposób trwały i długoterminowy, co uatrakcyjnia wyemitowane papiery w oczach inwestorów, podnosząc ich wartość. Jak widać jest wiele czynników mających wpływ na podjęcie ostatecznej decyzji przez zarządzających. Dzięki takiemu podejściu zarządzający funduszami etycznymi na świecie z dużym wyprzedzeniem mogli wycofać się z inwestycji w papiery takich firm jak Bear Stearns, Enron czy WorldCom, które popadły w poważne tarapaty, a ich akcjonariusze ponieśli dotkliwe straty. SKOK SFIO Etyczny 1 jest pierwszym utwo-

rzonym i zarejestrowanym w Polsce funduszem etycznym. Jest to fundusz zaliczany do grupy funduszy dłużnych.

Przedmiotem działalności funduszu SKOK SFIO Etycznego 1 jest lokowanie środków pieniężnych uczestników w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusze zagraniczne lub instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą. Co najmniej 70% środków pieniężnych uczestników lokowane jest w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusz zagraniczny Oppenheim Ethik Bond Opportunities.

Celem inwestycyjnym tego funduszu jest stały dochód w znacznym stopniu uniezależniony od rozwoju sytuacji na rynkach obligacji, a uzyskiwany dzięki zaangażowaniu w papiery wartościowe o najwyższej wiarygodności przy jednoczesnym aktywnym zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej i ryzykiem walutowym. Dobór instrumentów do

portfela aktywów funduszu odbywa się zgodnie z zasadami Inwestowania Odpowiedzialnego Społecznie.

Oppenheim Ethik Bond Opportunities jest przykładem tzw. etycznego funduszu inwestycyjnego, emitenci papierów nabywanych do jego portfela są oceniani pod kątem etyki katolickiej, a więc muszą zachowywać w swojej działalności zasady zgodne ze społeczną nauką kościoła katolickiego. Dla lepszego zobrazowania tego podejścia – przykład: fundusz nie nabywa obligacji rządu USA, ponieważ w niektórych stanach nie zniesiono kary śmierci; nie nabywa również obligacji chińskich z powodu łamania praw człowieka w tym kraju.

Drugim z funduszy jest SKOK FIO Etyczny 2, który zalicza się do grupy funduszy akcyjnych. Aktywa funduszu inwestowane są w akcje dopuszczalne do obrotu na rynku regulowanym

oraz akcje będące przedmiotem oferty publicznej w Polsce lub innym kraju należącym do Unii Europejskiej. Mogą one stanowić od 60% do 100% aktywów funduszu, którego portfel inwestycyjny tworzony i zarządzany jest w oparciu o kryteria analizy fundamentalnej, wspomaganej analizą techniczną.

Spektrum inwestycyjne ograniczone jest do spółek zarekomendowanych przez współpracującą z zarządzającymi firmę analityczną, jako prowadzące działalność zgodnie z kryteriami etycznymi, a pod uwagę brane są m.in. papiery wartościowe emitowane przez spółki wchodzące w skład indeksu spółek odpowiedzialnych społecznie – RESPECT Index.

Oba fundusze etyczne dostępne są w Supermarkecie Funduszy Inwestycyjnych mBanku.

Tworzą w twarz z zarządzającym HSBC GIF Chinese Equity

Mandy Chan, Dyrektor Inwestycyjny



Mandy jest zarządzającym funduszem HSBC Global Investment Funds – Chinese Equity. Pracuje w branży od 1997 r. W 2008 r.

otrzymała nagrodę AsianInvestor Hong Kong Equities „Best in 5-Year Performance”. Zanim dołączyła do HSBC w grudniu 2009 r., pracowała jako Chief Investment Officer akcji chińskich w ABN AMRO Asset Management Ltd. Wcześniej pracowała jako Senior Investment Analyst w Pacific Century Insurance Investment Management Limited. Mandy ukończyła kierunek Finansów University of British Columbia w Kanadzie oraz posiada uprawnienia CFA.

Według niedawnych doniesień mediów Chiny podwyższyły wymagania dotyczące współczynnika wypłacalności dla pięciu wielkich krajowych banków. Czy wpłynie to znacząco na rentowność banków i czy nadal utrzymują Państwo przeważającą pozycję w tym sektorze?

Minimalny poziom współczynnika wypłacalności określony przez chiński organ regulacyjny w odniesieniu do pięciu wielkich krajowych banków wynosi 11,5%.

Media informowały niedawno, że współczynnik ten podwyższono nieznacznie do 11,8%. Niezależnie od tego, czy doniesienia te odpowiadają

prawdzie, na koniec pierwszego kwartału 2011 r. ogólny współczynnik wypłacalności największych chińskich banków sięga wyższego wymaganego poziomu 11,8% lub też może go osiągnąć dzięki emisji długu podporządkowanego.

W związku z tym nie obawiamy się, że większe banki chińskie będą musiały pozyskiwać dodatkowe środki na rynku, by spełnić wyższe wymagania co do wypłacalności.

W przypadku mniejszych banków w Chinach pozyskanie dodatkowego kapitału może okazać się niezbędne, gdyż ich ogólny współczynnik wypłacalności nie sięga minimalnego poziomu 11,8%. Mniejsze banki chińskie mają na spełnienie tego wymogu czas do końca 2016 r.

Tak więc chociaż mniejsze banki będą musiały zapewne pozyskać dodatkowy kapitał na rynku do 2016 r., nie sądzimy, aby miało to wywrzeć dodatkową presję na ceny akcji największych banków w Chinach.

Nadal przymiennie zapatrujemy się na chiński sektor bankowy jako całość, gdyż jego wskaźniki wyceny są niewygórowane w porównaniu do ogólnego rynku. Ponadto mimo zmienności rynkowej i obaw co do wzrostu światowego uważamy, że akcje banków chińskich mają charakter relatywnie bardziej defensywny w porównaniu do sektorów o wyższym wskaźniku beta,

takich jak surowce czy nieruchomości. Od początku roku akcje banków chińskich zdecydowanie wyprzedzają resztę rynku, utrzymujemy zatem przeważającą pozycję w sektorze bankowym. Jest prawdopodobne, że zmniejszymy przeważającą pozycję w tym sektorze, być może po ogłoszeniu wyników za pierwszą połowę roku, gdyż marża odsetkowa netto banków może nieco spaść w drugiej połowie roku wraz z dalszym podwyższaniem przez rząd stopy rezerw obowiązkowych.

Od początku 2010 r. Chiny jedenaście razy podnosiły stopę rezerw i czterokrotnie podwyższały stopy procentowe, aby utrzymać ceny w ryżach i usunąć nadmiar płynności z rynku. W perspektywie długoterminowej nadal zapatrujemy się jednak optymistycznie na sektor bankowy.

Po niedawnej trzeciej rundzie schładzania chińskiego rynku nieruchomości wolumen sprzedaży spadł. Jakiego Państwa zdaniem perspektywy chińskiego sektora nieruchomości?

Od końca zeszłego roku ostrożnie podchodzimy do tego sektora, gdyż przewidywaliśmy, że rząd zaostry srodki służące kontroli cen, by zmniejszyć presję inflacyjną. Od tamtej pory w Chinach zaczęły obowiązywać restrykcje na zakup nieruchomości mieszkaniowych w ponad 30 miastach, co wpłynie na transakcje w tym sektorze w całym kraju.

Po wprowadzonych w lutym bieżącego roku ograniczeniach nałożonych na nabywców sprzedaż nieruchomości w niektórych miastach zmalała. Interesujące nas spółki działające na rynku nieruchomości mają jednak wiele inwestycji w miastach o drugo- i trzeciorzędnej roli. Popyt na nieruchomości w takich ośrodkach jest wciąż wysoki, gdyż ceny pozostają daleko w tyle za cenami w metropoliach.

Wszystkie spółki z sektora nieruchomości utrzymywane przez fundusz odnotowały w tym roku dwucyfrowy wzrost wolumenu sprzedaży. Te firmy zdążyły już wręcz zrealizować około 70% swojego planu sprzedażowego na ten rok, co czyni ich zyski relatywnie przewidywalnymi.

Ostatnio doszło do korekty cen surowców. Czy cykl surowcowy osiągnął już swój szczyt i czy nadal zapatrują się Państwo optymistycznie na sektor cementowy?

Naszym zdaniem do niedawnej korekty światowych cen surowców, zwłaszcza metali szlachetnych, doszło w związku z krótkoterminową zwyżką kursu dolara amerykańskiego. Czyni ona surowce droższymi, gdyż ich ceny są wyrażane w dolarach. Pomimo korekty surowcowej ceny cementu w Chinach nadal rosły w kwietniu w porównaniu do poziomu z pierwszego kwartału roku. W związku z tym zyski brutto spółek cementowych wciąż szły w górę.



Wiele chińskich cementowni musiało tymczasowo wstrzymać produkcję – powodem był wywołany suszą niedobór energii elektrycznej w części prowincji kraju. Pogłębiło to deficyt podaży w Chinach, w wyniku czego ceny cementu wzrosły jeszcze bardziej.

Chociaż jesteśmy przekonani, że sektor ten nadal oferuje bardzo duży potencjał wzrostu zysków, wskaźniki wyceny nie są wygórowane. Wskaźniki

cena/zysk dla cementowni są jedno-cyfrowe, natomiast ich zyski uległy już podwojeniu w porównaniu do zeszłego roku. Naszym zdaniem sektor ten pozostaje obecnie bardzo atrakcyjny.

Który segment sektora konsumenckiego oferuje największy potencjał wzrostu? Czy jest to może segment towarów luksusowych?

Jak wspomniano już wcześniej, tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w Chinach pozostaje bardzo stabilne. Mniej więcej przez ostatnie dwa lata miesięczna sprzedaż detaliczna rośnie o 15-20% rok do roku. W istocie, jeżeli chodzi o najważniejsze chińskie dane makroekonomiczne, jednym z najstabilniejszych wskaźników jest jak dotąd wzrost sprzedaży detalicznej.

Kontrastuje on z innymi zestawami danych, takimi jak eksport czy inwestycje w środki trwałe, gdyż te wahają się zależnie od polityki rządu. Jednocześnie stopa oszczędności w Chinach pozostaje wysoka – dwucyfrowa. Wśród najbogatszych przekracza ona nawet 63%. W związku z tym, biorąc pod uwagę połączenie szybkiego i stabilnego wzrostu sprzedaży detalicznej

oraz wysokiej stopy oszczędności w Chinach, bardzo pozytywnie zapatrujemy się na perspektywy segmentu towarów luksusowych.

Sądymy, że ze względu na wspomniane atrakcyjne uwarunkowania inwestorzy będą nadal płacić więcej za akcje spółek z tego segmentu.

Uwzględniając polityczne niewiadome, czy obecny moment jest dogodny, by inwestować w Chinach?

Jeżeli chodzi o wycenę, rynek chiński wygląda bardzo atrakcyjnie. Oczekujemy, że inflacja osiągnie szczyt między czerwcem a sierpniem, w rezultacie czego zacieśnianie polityki pieniężnej może stać się umiarkowane. Po tym, gdy rząd zasygnalizuje zakończenie obecnego cyklu podwyżek stóp, rynek może mocno się odbić w drugiej połowie roku.

Obawy co do spowolnienia wzrostu osłabiły rynek, ale teraz nie dostrzegamy większego ryzyka dla zysków w interesujących nas sektorach, takich jak sektor cementowy czy sektor nieruchomości. Naszym zdaniem, gdy nadejdzie potwierdzenie, że inflacja

osiągnęła szczyt na przełomie lipca i sierpnia, będzie to właściwy moment, by agresywnie nabywać akcje wyprzedane podczas ostatniej korekty.

Fundusz HGIF Chinese Equity znalazł się w pierwszym kwartalu za pierwsze cztery miesiące roku. Co przyczyniło się do dobrych wyników i jakie zmiany wprowadzili Państwo od chwili przejęcia zarządzania nad funduszem w tym roku?

Wyniki lepsze od rynku były efektem trafnego doboru spółek na podstawie ich indywidualnej charakterystyki. Bardzo wiele spółek wybranych do portfela okazało się strzałami w dziesiątkę. Ponadto sektory, które chętnie kupowaliśmy na początku roku – bankowy, cementowy i alternatywnej energii – również wniosły pozytywny wkład.

Na początku roku rynek żywił niewielkie oczekiwania co do potencjalnych pozytywnych niespodzianek ze strony tych sektorów. Zdecydowanie wyprzedzamy rynek, jeżeli chodzi o rewidację danych o zyskach. Pozytywny wpływ miała również niedowartościowana pozycja w sektorze telekomunikacyjnym.

Twarzą w twarz z zarządzającym HSBC Indian Equity

Sanjiv Duggal, Dyrektor Inwestycyjny, Rynki akcyjne



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 uprawnienia biegłego księgowego.

W Indiach doszło ostatnio do największej podwyżki cen benzyny od trzech lat. Czy będzie to mieć istotny wpływ na rynek, zważywszy na już i tak wysoką inflację?

Indyjskie państwowe firmy petrochemiczne podniosły ceny benzyny ze względu na wzrost cen ropy na rynkach międzynarodowych w ubiegłym roku. Przykładowo, państwowe rafinerie Indian Oil Corp, największa tego rodzaju firma w kraju, podwyższyła ceny benzyny o 5 rupii za litr. Jest to największa podwyżka od czerwca 2008 r. Chociaż ceny benzyny w Indiach nie są regulowane, to jednak państwowe przedsiębiorstwa petrochemiczne opóźniły podwyżki pod presją polityczną. Premier Singh próbo-

wał uspokoić wyborców ograniczając wzrost cen po tym, jak inflacja wywołała powszechne protesty w pierwszych miesiącach bieżącego roku.

Rynek oczekiwał, że rząd zezwoli indyjskim firmom petrochemicznym na podwyżkę cen paliw po 10 maja, tj. po zakończeniu wyborów w czterech stanach i jednym terytorium związkowym. Podwyżka cen benzyny powinna mieć minimalny wpływ na giełdy, ponieważ była powszechnie oczekiwana – podaża w ślad za wzrostem cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych. Wpływ na inflację powinien być ograniczony również dlatego, że benzyna stanowi zaledwie drobny ułamek koszyka dóbr konsumpcyjnych. Głównymi paliwami w Indiach są olej napędowy, gaz ziemny i kerosen, których ceny są ustalane przez rząd. Dlatego ważniejsze jest pytanie, czy Indie podniosą ceny paliw podstawowych. Jeżeli rząd faktycznie podniesie ceny, zgodnie z oczekiwaniami rynku, może to być sygnałem, że administracja jest gotowa wznowić reformy i zająć się problemem wysokich dotacji w ramach inicjatyw ograniczających deficyt budżetowy.

Ostatnia podwyżka stóp procentowych w Indiach przewyższyła

oczekiwania rynku, sygnalizując, że Indie są gotowe poświęcić wzrost, by opanować inflację. Jak obecnie wyglądają Wasze prognozy wzrostu dla Indii?

W maju indyjski bank centralny podwyższył podstawowe stopy procentowe o 50 pb, podczas gdy rynek oczekiwał podwyżki o 25 pb. Nasza prognoza dla Indii zakłada wzrost PKB o 7,5-8% w roku finansowym kończącym się w marcu 2011 r.

Dla porównania nieoficjalna prognoza banku centralnego mówi o wzroście rządu 8,5%. Natomiast w przypadku inflacji bank centralny twierdzi, że tempo wzrostu cen będzie spadać, do około 6% w marcu 2012 r., podczas gdy my prognozujemy inflację w tym okresie na poziomie 7,5%.

Kluczowym czynnikiem, który będzie istotnie oddziaływał na dynamikę wzrostu, jest pora monsunowa, która w Indiach rozpoczyna się w czerwcu. Normalne opady powinny poprawić nastroje, a słabe mogą zadziałać przeciwnie i negatywnie wpłynąć na inflację. Jeśli chodzi o stopy procentowe, spodziewamy się kolejnej podwyżki o 50 pb do końca bieżącego roku budżetowego.

Indeks Sensex stracił w tym roku ponad 10%. Czy to już dobry moment do zakupów?

Rekomendację kupowania aktywów indyjskich wydaliśmy w połowie lutego, po około 15% spadku Sensex od początku roku. Później rynek wzrósł o około 15% (w USD), by znów zacząć spadać. Jeśli kursy akcji spadną o dalsze 5-10%, wówczas naszym zdaniem może to być kolejny dobry moment do zakupów, jeśli tylko sezon monsunowy w Indiach będzie przebiegał normalnie.

W bieżącym roku rynek indyjski jest wielkim przegranym, mimo że gospodarka wciąż rośnie. Jednak mimo pewnych przeciwności, takich jak droga energia, ceny surowców ostatnio minimalnie spadły, co jest korzystne dla Indii. Normalny przebieg pory monsunowej również będzie sprzyjał rynkowi.

Z drugiej strony wyniki rynku będą uzależnione od postępów reform rządowych, które zamarły na 2-3 kwartały, ponieważ zarzuty korupcyjne doprowadziły do politycznego bezwładu. Im więcej reform uda się przeprowadzić, tym silniejsze będzie ich oddziaływanie jako katalizatora wzrostu i rozwoju. Wyceny rynkowe, kształtujące się nieco poniżej 10-letniej średniej,

zachęcają do inwestowania, a relacja ryzyka i zwrotu z inwestycji w Indiach staje się coraz bardziej korzystna.

Czy korekta stworzyła jakieś atrakcyjne okazje do zakupu w którymś konkretnym sektorze? I jak obecnie wygląda Wasza strategia portfelowa?

Korekta pograżyła sektor bankowy, który jest największą branżą w Indiach.

Fundusz India Equity utrzymuje znacznie niedowartożoną pozycję w akcjach instytucji finansowych. Ze względu na atrakcyjne wyceny fundusz planuje selektywne powiększenie posiadanych aktywów z sektora finansowego, a zwłaszcza zakup akcji banków publicznych. Akcje indyjskich banków publicznych należą do najtańszych w Azji. Ponieważ liczymy się z tym, że reformy rządowe mogą wyhamować, a cykl wzrostu inwestycji może ulec

opóźnieniu, fundusz nie dokupuje więcej akcji spółek, które mogą zyskać na inwestycjach rządowych, ani spółek przemysłowych.

Zamiast nich fundusz ponownie kupuje akcje spółek technologicznych ze względu na pewniejsze prognozy wzrostu dla tego sektora. Fundusz kontynuuje redukcję ekspozycji wobec sektora metali nieżelaznych. W dalszym ciągu preferujemy sektor wyrobów

konsumpcyjnych. Mimo spodziewanego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego ze względu na realizowane przez bank centralny zacieśnianie polityki monetarnej, prognozy wciąż przewidują dynamiczny wzrost wolumenu sprzedaży – dwucyfrowy, choć raczej z dołu skali. Sądymy, że w Indiach cykl zacieśniania polityki zmierza ku końcowi i dlatego już teraz preferujemy sektor dóbr konsumpcyjnych.

Tworząc w twarz z zarządzającym HSBC GIF Euroland Equity

Frédéric Leguay, Szef Zespołu European Equity



Frédéric jest szefem zespołu European Equity, w branży pracuje od 1989 r. Zanim dołączył do Grupy w 2006 r., pracował dla AXA Investment Managers w zespole European Equity oraz dla Indosuez Carr Futures International w Londynie oraz Chicago. Posiada tytuł magistra business school Institut Supérieur de Gestion – ISG we Francji, dyplom MBA University of Georgia oraz posiada Certyfikat European Financial Analyst.

Czym w kwietniu żyły europejskie rynki akcji?

Europejski rynek akcji może zaliczyć kwiecień do udanych miesięcy. Indeks MSCI EMU (NR) zyskał 3,65%, pokazując zdolność rynku do spokojnego przyjęcia, przynajmniej częściowo, napływających ze świata niekorzystnych wiadomości (np. z Libii czy Japonii).

Inwestorzy skupiali się głównie na bieżących różnicach w skali globalnej dotyczących polityki monetarnej, fiskalnej czy warunków ekonomicznych:

- Polityka monetarna: już na pierwszy rzut oka Europę i Stany Zjednoczone dzieli ogromne różnice,
- Polityka fiskalna: widoczna w „wymuszonych” zmianach w Grecji, „własnych inicjatywach” w Wielkiej Brytanii i „odroczonej” zmianach w USA,
- Warunki ekonomiczne: opinie, czy inflacja jest zjawiskiem trwałym czy przejściowym, oraz jaki jest jej wpływ na tempo wzrostu, różnią się w zależności od regionu.

Naszym zdaniem, chociaż kraje wschodzące i rozwinięte mają odmienne modele wzrostu i inflacji, to na całym świecie obserwujemy trend coraz bardziej restrykcyjnej polityki.

Czy niepewność na rynkach skłoni inwestorów do odwrótu od akcji?

Inwestorzy obawiają się inflacji na rynkach wschodzących i jej wpływu na wzrost gospodarczy. Obawy te dotyczą również Europy, co potwierdzają działania Europejskiego Banku Centralnego (EBC) (wzrost wskaźnika w kwietniu). Naszym zdaniem za obecny poziom inflacji w dużym stopniu odpowiada polityka zwiększania podaży pieniądza, realizowana w czasie kryzysu finansowego. Dziś to działanie jest wygaszane, co pozwala nam zasadnie przewidywać poprawę prognoz przyszłej inflacji. Podkreślamy, że dla rynków akcji lepszym zjawiskiem jest umiarkowana inflacja niż deflacja. Uważamy, że jednocyfrowa inflacja w Europie może sprzyjać europejskim akcjom i wspierać ich trend zwykły.

Wskaźnik Cena/Zysk (C/Z) pozwala dobrze zrozumieć tę koncepcję. Na wartość wskaźnika wpływa zarówno tempo wzrostu gospodarczego, jak i inflacja. Wzrost inflacji powoduje spadek C/Z. W przypadku rynków strefy euro uważamy, że za rozsądny poziom wyceny można przyjąć wskaźnik C/Z na poziomie 13-14. Obecnie jego wartość to 10,5. Wycena poniżej wartości godziwej mówi nam, że inwestorzy spodziewają się wolniejszego wzrostu i wyższej inflacji. Jeżeli rynek uzna dalszy wzrost inflacji za prawdopodobny, wskaźnik C/Z spadnie jeszcze bardziej. Oznaczać to będzie relatywnie niską wycenę rynku, co z kolei umożliwi inwestorom zakup atrakcyjnych cenach.

Kolejnym argumentem na rzecz kupowania akcji spółek europejskich są ich aktualne wyniki finansowe. Spółki wciąż pozytywnie zaskakują inwestorów, nawet po średnim wzroście zysków o 40% w 2010 r. Prognozy na 2011 r. są wciąż korzystne, wskazując dalszy wzrost o 10-15%. Jedną z głównych przyczyn tak dobrych wyników są cięcia kosztów przeprowadzo-

ne na dzień cyklu, ponieważ pomogły one spółkom utrzymać wysokie tempo wzrostu zysków pomimo wolniejszego wzrostu sprzedaży. Ponadto spółki europejskie wciąż wykorzystują wzrost na rynkach wchodzących.

Czy wciąż jesteśmy uzależnieni od wyników instytucji finansowych?

Obecnie instytucje finansowe stanowią około 20% indeksów europejskich. Ich tegoroczne wyniki będą mieć istotne znaczenie, zwłaszcza w świetle wysokich oczekiwań analityków. Kluczowe znaczenie ma wzrost zysków banków. W tym sektorze stawiamy na najlepsze banki (dobrze dokapitalizowane), banki dobrze zdwersyfikowane i te, które mogą jeszcze bardziej zredukować koszty. Obecne wyceny akcji z sektora finansowego przewidują jedynie częściową poprawę kosztów ryzyka i rentowności. Banki są obecnie wyceniane na poziomie odpowiadającym niewypłacalności rządów. W najbliższych miesiącach do inwestorów powinny zacząć napływać lepsze wiadomości, zapowiadane przez ostatni komunikat BNP Paribas, który zapewnił, że ewentualna upadłość Grecji, prowadząca do 30% utraty wartości, przełożyłaby się na zaledwie 3% pogorszenie współczynnika Tier 1, co wydaje się do opanowania.

Na co zwracać dziś uwagę w segmencie dużych spółek?

Po pierwsze, i najważniejsze, atrakcyjne wyceny. Akcje dużych spółek europejskich są dziś tanie, co potwierdza przedstawiona wcześniej analiza wskaźnika C/Z. Ponadto segment dużych spółek jest o 20% tańszy od całego rynku (wszystkie segmenty razem). Po drugie, obserwujemy znaczący wzrost liczby fuzji i przejęć (o 76% w ciągu ostatnich 12 miesięcy), która jednocześnie jest wciąż daleka do poziomu zanotowanego na szczycie poprzedniego cyklu. Atrakcyjne wyceny spółek w Europie zdecydowanie

sprzyjają takim transakcjom. Obecnie obserwujemy wiele transakcji realizowanych przez zasobne w gotówkę spółki amerykańskie, które kupują w Europie, np. ostatnie przejęcia Danisco (przez amerykańską spółkę DuPont), NYSE (przez Deutsche Boerse) czy spółek Crucell i Synthelabo (przez J&J). Po trzecie, niskie zadłużenie spółek (wskaźnik dług netto / EBITDA szacowany na 0,8 w 2012 r.). Po czwarte, spółki mają duże zasoby gotówki (nadwyżka przepływów pieniężnych na poziomie 20%), stwarzające warunki do dalszej ekspansji. Duże spółki stały się częścią istotnego procesu usprawnienia działań, którego efektem może być podział lub zmiana ich wielkości. W ostatecznym rozrachunku te działania pozytywnie wpłyną na ich wyceny.

Jak przedstawiają się kwietniowe wyniki funduszu HSBC GIF Euroland Equity?

W kwietniu kontynuowaliśmy realizację dotychczasowej polityki inwestycyjnej, skupiając się na spółkach wykazujących wysokie i długotrwałe zyski. Utrzymujemy przeważanie spółek z sektora opieki zdrowotnej, finansowego i usług oraz niedowartożenie spółek z sektora użyteczności publicznej, materiałów podstawowych i dyskretywnych wyrobów konsumpcyjnych. W kwietniu korzystny wpływ na wynik funduszu miał dobór spółek z sektora opieki zdrowotnej, zwłaszcza znaczne inwestycje w akcje Sanofi-Aventis, Fresenius Medical Care i Synthelabo. Całemu sektorowi opieki zdrowotnej sprzyjały oferty przejęć w obrębie branży. Wpływ na wynik funduszu miał też brak inwestycji w sektorze dóbr luksusowych i dobór akcji w sektorze energetycznym (np. Géophysique czy Repsol). Negatywny wpływ miał przede wszystkim dobór akcji w sektorze surowców podstawowych i chemicznym (BASF). Uważamy, że spółki z tych sektorów są prawidłowo wycenione, a jednocześnie mają nieco gorsze perspektywy poprawy rentowności.

Twarzą w twarz z zarządzającym HSBC GIF Euroland Equity Smaller Companies

Florence Bannelier, Zarządzający Funduszem



Florence pracuje w branży od 1983 r. Zanim dołączyła do HSBC w 2001 r., była szefem European Equities dla Neufilze Gestion

(ABN Amro Group) oraz pracowała dla AXA Investment Managers jako zarządzający funduszami akcji zagranicznych. Posiada dyplom licencjata ze specjalizacją Business and Tax Law from the University of Paris II (Francja), dyplom magistra Institute for Political Studies of Paris – „Sciences-Po” (Francja) oraz posiada Certyfikat European Financial Analyst.

Jakie były najważniejsze wydarzenia w kwietniu?

Europejskie rynki akcji spółek o małej i średniej kapitalizacji odnotowały dobry miesiąc (indeks MSCI Small Cap zwiększył w kwietniu o 2,67%), wykazując w pewnym stopniu zdolność do odraabowania skutków negatywnych wydarzeń z marca (konflikt zbrojny w Libii, trzęsienie ziemi i tsunami w Japonii). Wyniki są zachęcające, co nie znaczy jednak, że ryzyko spadków zniknęło. Naszym zdaniem największe zagrożenia na przyszłość związane są wciąż z geopolityką, co oznacza ryzyko wahan kursów walut. Można było zauważyć dalsze umacnianie się euro w stosunku do większości ważnych walut. Na skutek powrotu do aktywów mniej ryzykownych niektóre waluty, na przykład frank szwajcarski, nie zwiększyły. Ponieważ model biznesowy spółek o małej i średniej kapitalizacji opiera się w znacznym mierze na lokalnej produkcji i sprzedaży, spółki te są narażone głównie na ryzyko przeliczeń*.

Równocześnie niektóre spółki mogą skorzystać na zmianach kursów walutowych. Na przykład spółki nabywające surowce za dolary i sprzedające produkty za euro mogą zyskać, jeżeli waluta amerykańska osłabnie jeszcze bardziej względem europejskiej. W kwietniu wyniki poszczególnych sektorów były zróżnicowane. Niektóre branże, jak na przykład chemiczna, radziły sobie dobrze po przedstawieniu oferty przejęcia Rhodii przez Solvay. Sektor motoryzacyjny i produkcji sprzętu zyskał dzięki atrakcyjnym wskaźnikom wyceny oraz oczekiwaniom co do przejść w branży. Dystrybucja zyskała dzięki przesunięciu

w stronę spółek defensywnych. Nie dziwią ujemne wyniki sektora finansowego w kontekście możliwej restrukturyzacji długu greckiego. Na wyniki w ciągu miesiąca negatywnie wpłynęły też sektor energetyczny i telekomunikacyjny.

Co oprócz wydarzeń makroekonomicznych wpływa na wyniki segmentu małych i średnich spółek?

Naszym zdaniem najważniejszym czynnikiem warunkującym obecnie wyniki segmentu spółek o małej i średniej kapitalizacji jest wycena. Spółki informują od wielu miesięcy o zyskach lepszych niż oczekiwano (72% spółek z segmentu małej i średniej kapitalizacji z UGW, które opublikowały wyniki w I kwartale 2011 r., przekroczyło konsensus oczekiwań rynkowych).

Imponujące rezultaty spółek wynikają z różnych czynników oraz generują cały strumień pomyślnych informacji na temat: zdolności do obniżania kosztów, struktury produktowej, synergii, sprawnego zarządzania zasobami, usprawnienia technologicznego i wzrostu popytu. Ponieważ otoczenie geopolityczne hamuje wzrosty rynkowe, wskaźniki wyceny spadają jeszcze bardziej. W 2010 r. rzeczywisty stosunek ceny do zysku (C/Z) w odniesieniu do indeksu MSCI EMU Small Cap wyniósł 13,6, natomiast szacunki na koniec kwietnia mówią o poziomie zaledwie 11,4 w 2011 r. i 10 w 2012 r. Ponadto inwestorzy nie zauważają, że segment o małej i średniej kapitalizacji oferuje atrakcyjną stopę dywidendy (3,4% w 2010 r. i 3,3% według oczekiwań na 2011 r.). Na europejskim rynku spółek o małej i średniej kapitalizacji nadal nie zakończył się długotrwały proces równania do wskaźników wyceny podmiotów większych. Na koniec 2010 r. dyskonto wynosiło wciąż około 10%, nie odzwierciedlając do końca internacjonalizacji spółek oraz wzrostu ich płynności.

Czy w związku z atrakcyjnymi wskaźnikami wyceny obserwujemy napływ kapitału do segmentu o małej i średniej kapitalizacji?

Inwestorzy azjatyccy i amerykańscy kupują europejskie spółki z segmentu małej i średniej kapitalizacji ze względu na atrakcyjną wycenę. Zainteresowanie budzą wszystkie rodzaje firm, od tradycyjnych podmiotów z branży motoryzacyjnej (na przykład Valeo) po sektory produkcji renomowanych maszyn przemysłowej, czego dowodzi niedaw-



na oferta zakupu Demag Cranes (niemieckiego producenta dźwigów portowych i przemysłowych) złożona przez amerykańską firmę Terex.

Jakich korekt dokonano w portfelu w kwietniu?

Kwietniowa rotacja w portfelu była mniejsza niż w poprzednim miesiącu. Celem było przygotowanie portfela na dodatkowe zagrożenia zniżkami: ryzyko geopolityczne i walutowe oraz potencjalną restrukturyzację długu w Grecji, która miałaby też negatywne skutki dla sektora finansowego. Jeżeli chodzi o czynniki pozytywne, jesteśmy nadal przekonani, że atrakcyjne wskaźniki wyceny stanowią solidne wsparcie dla rynku. Nadal będziemy wykorzystywać pojawiające się okazje rynkowe.

Podsumowując, dokonaliśmy następujących korekt w portfelu:

- W obliczu potencjalnej restrukturyzacji greckiego długu zmniejszyliśmy pozycję w bankach. Wolimy utrzymywać zdywersyfikowane spółki finansowe takie jak Dic Asset (Niemcy), Beni Stabili (Włochy) oraz Sponda (Finlandia). Utrzymujemy też spółki z sektora nieruchomości przemysłowych i komercyjnych. Udział sektora finansowego wynosi obecnie 8% (z czego tylko 2,5% to banki).
- Zwiększyliśmy dywersyfikację, zwracając się ku spółkom defensywnym (np. Rallye i pocztę austriackiej).
- Szukamy spółek, które mogą zyskać dzięki dalszemu osłabieniu dolara (np. Ingenico, która nabywa surowce za dolary i sprzedaje produkty za euro).
- Zwiększamy pozycję w sektorze technologicznym – German Software AG.

- Z uwagi na zapowiadaną prywatyzację w Grecji trzymamy walory Public Power Corp (2011) i Hellenic Telecom (2012).
- Potencjalne ryzyko geopolityczne w Europie skłoniło nas do przeważania północy i niedoświetlenia południa kontynentu (Grecji, Hiszpanii, Portugalii i Irlandii).
- Naszym zdaniem sektor turystyczny w Europie odniesie korzyści z obecnych niepokoїв na Bliskim Wschodzie, wobec czego rozważamy zwiększenie pozycji w branży hotelowej.

Jakie są perspektywy na najbliższe miesiące?

Naszym zdaniem pozytywna tendencja osiąganych zysków utrzyma się w najbliższych miesiącach, gdyż spółki bardzo ostrożnie wyznaczały cele na 2011 r., aby uniknąć rozczarowań. Małe i średnie spółki nadal zyskują dzięki korzystnemu otoczeniu biznesowemu (zdecydowane zmniejszenie zaangażowanego kapitału, niewielkie zapasy, wzrost zamówień na dobra konsumpcyjne trwałego użytku oraz utrzymywanie się cen surowców). Pomimo napływu wielkiej liczby wieści geopolitycznych premia za ryzyko w przypadku segmentu małych i średnich spółek pozostaje korzystna, a gospodarka globalna wciąż stanowi wsparcie. Naszym celem jest wybór najlepszych sposobności dla inwestorów w zróżnicowanym portfelu spółek, które są gotowe wykorzystać nowe możliwości wzrostu (przez zwiększenie sprzedaży, poprawę struktury produktowej i wzrost zysków).

* Ryzyko przeliczenia wiąże się ze zniekształceniem wyników spółek na skutek przeliczenia walut na euro.

HSBC Global Asset Management – perspektywy na rok 2011



Perspektywy

W 2011 r. oczekujemy ogólnie pozytywnego wzrostu gospodarczego w gospodarkach rozwiniętych, chociaż będzie on umiarkowany i poniżej długookresowego trendu wzrostowego. Co więcej, oczekujemy również poprawy na rynkach wschodzących. Przewidujemy, że gospodarki rozwijające się będą coraz silniejsze. Chociaż globalne ożywienie gospodarcze nabiera tempa, to warunki są trudne

oraz utrzymuje się też niepewność co do dalszego wzrostu.

Naszym głównym zmartwieniem są perspektywy dalszego zacieśniania polityki monetarnej w gospodarkach wschodzących. Biorąc pod uwagę fakt, że do tej pory rynki wschodzące były ważnym motorem ożywienia gospodarczego, podwyższanie stóp procentowych może wpłynąć na globalne szanse wzrostu gospodarczego. W gospodarkach rozwiniętych

głównymi problemami na horyzoncie ekonomicznym są zacieśnianie polityki fiskalnej oraz osłabiona konsumpcja. Perspektywy dla rynków pracy i konsumpcji są nadal niejasne, pomimo pewnych oznak stabilizacji. Stopy bezrobocia utrzymują się na wysokim poziomie, a konsumenci nadal starają się redukować swoje zadłużenie, szczególnie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

Dostrzegamy również wzrost niepewności na skutek wydarzeń globalnych – trzęsienie ziemi i tsunami w Japonii, eskalacja niepokojów politycznych w regionie MENA oraz problemy zadłużenia publicznego w strefie euro.

Strategia

Jeśli chodzi o poszczególne klasy aktywów, to utrzymujemy umiarkowanie przeważoną pozycję w akcjach zarówno rynków rozwiniętych, jak i wschodzących w porównaniu do gotówki i obligacji skarbowych. Rynek nadal cechuje się ogromną płynnością, będącą skutkiem nie tylko zastrzyków kapitałowych banków centralnych, ale też wysokich poziomów gotówki w bilansach przedsiębiorstw. Jest to pozytywne zjawisko dla rynków

akcji, ponieważ zapewnia ono spółkom elastyczność w zakresie inwestycji kapitałowych, a także pozwala na realizację okazjowych przejęć i podnoszenie dywidend.

Na akcje korzystnie wpływa ogólna sytuacja gospodarcza, kształtowana przez coraz lepsze dane ekonomiczne, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, rozsądne prognozy wzrostu zysków w 2011 roku oraz niewygórowane wyceny akcji, także w relacji do gotówki i obligacji skarbowych.

Jeśli chodzi o papiery o stałym dochodzie, to sytuacja fiskalna krajów rozwiniętych odbiła się negatywnie na obligacjach skarbowych. Nasze prognozy w tym zakresie są nadal ostrożne. Dodatkowo pojawiają się przewidywania, że banki centralne będą podnosiły stopy procentowe, jednakże naszym zdaniem zacieśnianie polityki monetarnej będzie stopniowe.

Dalsze zacieśnianie polityki w tym zakresie może pogorszyć sytuację krajów peryferyjnych strefy euro, które muszą jeszcze uporać się z problemami wysokiego zadłużenia. Według przewidywań wzrost stóp procentowych będzie umiarkowany.

PKB	2011	2012
Świat	3.2	3.5
Kraje rozwinięte	2.1	2.5
Kraje wschodzące	6.3	6.3
USA	2.9	3.3
Wielka Brytania	1.4	1.6
UE	1.5	1.5
Japonia	0.9	2.5
Brazylia	4.7	4.6
Rosja	5.5	4.0
Indie	7.9	8.4
Chiny	8.9	8.6

Inflacja	2011	2012
Świat	3.3	2.6
Kraje rozwinięte	2.4	1.5
Kraje wschodzące	6.5	5.9
USA	2.8	1.7
Wielka Brytania	4.2	2.0
UE	2.5	1.6
Japonia	-0.2	-0.3
Brazylia	6.3	5.3
Rosja	9.7	8.5
Indie	10.3	7.4
Chiny	3.9	2.6

Prognozy HSBC dotyczące wzrostu gospodarczego oraz inflacji
Źródło: HSBC Global Economics, Macro Global Economics, Q2 2011.

Zastrzeżenie prawne

Niniejszy komentarz powstał na podstawie obserwacji i analiz przeprowadzonych przez spółkę HSBC Global Asset Management, która jest częścią Grupy HSBC. 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 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 Asset Management ani HSBC Bank Polska SA nie ponosi żadnej odpowiedzialności, jeśli te projekcje, prognozy lub cele okażą się nieaktualne. Niniejszy komentarz nie zastępuje indywidualnej porady fachowej

lokalnego doradcy inwestora. Komentarz 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

uznamy za wiarygodne, lecz nie zostały przez nas poddane niezależnej weryfikacji, dlatego nie ponosimy odpowiedzialności za ich rzetelność lub kompletność. Wszystkie opinie wyrażone w niniejszym komentarzu są opiniami HSBC Global Asset 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., Marszałkowska 89, 00-693 Warszawa; maj 2011.

Przegląd rynku IDEA TFI S.A.

Specjalnie dla mBanku, Główny Ekonomista IDEA TFI – Adam Zaręba



Globalna gospodarka hamuje

Majowe dane ze światowej gospodarki okazały się na tyle słabe, że ponownie pojawiły się głosy o ryzyku drugiego dna recesji. Zareagowały na to rynki akcji, jednak na rynku surowców widoczne jest pewne uspokojenie.

O skali chwilowej słabości światowej gospodarki dobitnie świadczą notowania indeksu Citigroup Economic Surprise G10, który prezentuje, jak publikacje makroekonomiczne odchylały się w ciągu ostatnich 3 miesięcy od oczekiwań analityków. W ciągu ostatnich dni wskaźnik osunął się poniżej poziomu -45 punktów, czyli najniżej od początku 2009 roku.

Szczególny niepokój budzi między innymi kondycja gospodarki amerykańskiej, gdzie kuleje rynek nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę nowych domów, a także liczba podpisanych umów kupna oscylują na poziomach najniższych w perspektywie 50 lat. Dodatkowo, ceny nieruchomości obrazowane przez indeks S&P-Case/Shiller20, po wielu miesiącach mozolnej konsolidacji, ponownie spadają. W efekcie, po raz pierwszy znalazły się one poniżej dolka z 2009 roku.

Wiadomości te są o tyle istotne, że koniec niemal każdego spowolnienia w USA po II Wojnie światowej, rozpoczynał się właśnie od ożywienia w tym sektorze. Wobec kłopotów na rynku nieruchomości, trwałość dalszego wzrostu staje pod znakiem zapytania. Tym bardziej, że kuleje również rynek pracy, spada liczba zamówień w przemyśle, a na horyzoncie widać koniec „luzowania ilościowego” (Quantitative Easing 2).

Globalne wyhamowanie odbiło się także na krajowych danych, gdzie już obserwowane jest na przykład pewne spowolnienie w dynamice produkcji przemysłowej. Zanotowany w IV kwartale 2010 roku wzrost PKB

o 4,5 proc. był najprawdopodobniej najwyższym odczytem w obecnym cyklu. Najświeższe dane o dynamice w I kwartale 2011 roku są już słabsze i mówią o 4,4 proc.

Słabsza koniunktura na świecie ma źródła między innymi w wysokich cenach ropy oraz trzęsieniu ziemi w Japonii, które uderzyło w globalną branżę motoryzacyjną. Lepsze nastroje makro powinny powrócić w drugim półroczu 2011 roku.

Rynki akcji w odwrocie

Ostatni miesiąc przyniósł 4-5-procentowe spadki cen amerykańskich i europejskich akcji. Niewiele lepiej spisały się giełdy rynków wschodzących, choć tu w drugiej połowie maja widoczne było pewne odreagowanie. Wyjątkowo słabo wypadła giełda szanghajska, która straciła ponad 5 proc., a także giełda turecka, gdzie przecena przyjęła podobne rozmiary. Lepiej wypadły rynki Ameryki Południowej czy też Rosja, które skorzystały na odbiciu rynków surowcowych, jednak i tu dominował kolor czerwony.

W najbliższych miesiącach można spodziewać się, że rynki wschodzące będą relatywnie silniejsze w porównaniu z dojrzałymi. Za takim scenariuszem przemawia szereg argumentów. Powrót do wzrostów cen ropy i metali przemysłowych, który grozi spowolnieniem gospodarczym w Europie i USA, ma korzystny wpływ na kondycję proeksportowych państw rozwijających się. Co więcej, pomimo lepszych perspektyw i wyższych prognoz dynamiki wzrostu wyników, wyceny na giełdach wschodzących pozostają niższe niż w USA, Europie czy Japonii. Średni wskaźnik ceny do zysku (C/Z) dla indeksu MSCI Emerging Markets notował na koniec maja poziom 12,6, gdy tymczasem C/Z dla indeksu MSCI World, który obrazuje koniunkturę na rynkach dojrzałych wynosił 14,8. Efekt ten może być dodatkowo uwydatniony

przez pogarszający się sentyment do rynków rozwiniętych ze względu na kłopoty gospodarcze USA i problemy fiskalne w strefie euro. Dość dobrze prezentują to indeksy SOVX opisujące ryzyko kredytowe państw. Pod koniec marca średnia różnica pomiędzy kosztem ubezpieczenia inwestycji w obligacje krajów Europy Zachodniej oraz CEEMEA (Central Eastern Europe Middle East & Africa) wynosił 1,5 punktu procentowego. Pod koniec marca różnica ta stała się wręcz ujemna, co oznacza, że w oczach inwestorów inwestycja w dług państw z rynków wschodzących niesie ze sobą obecnie mniejsze ryzyko, niż kupowanie zachodnioeuropejskich obligacji.

Polska giełda wciąż atrakcyjna

W minionych tygodniach krajowy rynek akcji okazał się zaskakująco silny w porównaniu z rynkami zagranicznymi. W ostatnim miesiącu indeks WIG zwiększył swoje notowania o ponad 1 proc., podczas gdy indeks MSCI World pokazujący sytuację na globalnym rynku akcji stracił ok. 4 proc. Szczególnie silnie zachowały się duże spółki.

Po pierwsze, na pewne odreagowanie pozwoliło uspokojenie na rynku surowców. Po drugie, pomimo że dane makroekonomiczne okazują się coraz bardziej „stonowane”, wciąż w przypadku Polski są one całkiem przyzwoite, o czym świadczy 4,4-proc. wzrost PKB w pierwszym kwartale. Po trzecie, mamy za sobą kolejny udany sezon publikacji raportów kwartalnych. W ciągu pierwszych trzech miesięcy 2011 roku spółki zanotowały łącznie rekordowy poziom zysku netto, a zyski na akcję i rentowności sprzedaży wróciły już niemal do najwyższych poziomów z okresu ostatniej hossy.

Długoterminowa perspektywa krajowej giełdy pozostaje atrakcyjna. Średnia prognozowana przez analityków zyskowość akcji, liczona jako stosunek zysku na akcję za najbliższe cztery kwartały do ceny akcji, wynosi obecnie 8,4 proc., natomiast rentowność obligacji dziesięcioletnich wynosi 5,9 proc. Oznacza to, że implikowana premia za ryzyko giełdowe liczona jako różnica między zyskowością akcji a rentownością dziesięcioletek, sięga obecnie 2,5 proc. i jest najwyższa od marca 2009 roku. Innymi słowy, wyceny akcji oferują obecnie korzystną relację zysku do ryzyka. Niemniej jednak, w najbliższym czasie giełda może borykać się z problemami natury podaży-popytowej, co wynika z niskiego poziomu wolnych środków w portfelach TFI i OFE,

a sporym wolumenem ofert na rynku pierwotnym w nadchodzących miesiącach. Według naszych szacunków w portfelach TFI znajduje się obecnie ok. 54 proc. gotówki i długu, czyli stosunkowo niedużo w porównaniu z okresem ostatniej hossy.

Obligacje inflacji się nie boją

Pomimo narastającej inflacji i ryzyka kredytowego na rynku globalnych obligacji skarbowych, polskie obligacje mają się bardzo dobrze. Indeks obligacji krótkoterminowych (1-3 lat) Bloomberg/EFFAS zwiększył w maju swoją wartość o 0,5 proc. W tym samym okresie notowania obligacji długoterminowych wzrosły o 1 proc., a w ciągu pierwszych dni czerwca o kolejne 2 proc. Odbiciem tych ruchów na rynku było dalsze wypłaszczanie się krajowej krzywej dochodowości. W ciągu ostatniego miesiąca na rynku pieniężnym obserwowaliśmy wzrost WIBOR o 0,1-0,3 punktu procentowego, gdy tymczasem rentowność obligacji 2-letnich pozostała w przybliżeniu bez zmian, natomiast długoterminowych obniżyła się o 0,2-0,3 p.p.

Polskim papierem sprzyjały zarówno czynniki zewnętrzne jak i wewnętrzne. Z jednej strony, negocjowana pomoc dla Grecji, a także lepszy sentyment do rynków rozwijających się, przyciągnął inwestorów zagranicznych, którzy – zgodnie z raportami Ministerstwa Finansów – odpowiadali za gros popytu w ostatnim czasie. Z drugiej strony, MF wcieli w życie zaplanowany na II kwartał plan ograniczenia emisji obligacji długoterminowych, co poprawia wyceny notowanych na rynku papierów. Pod koniec czerwca opublikowany zostanie plan emisji na III kwartał i niewykluczone, że podaź 10-letek wciąż będzie ograniczona. Dodatkowo, 8 czerwca RPP zdecydowała się na drugą z rzędu podwyżkę stóp procentowych. Taki wyprzedzający ruch z jednej strony odbił się oczywiście na rynku pieniężnym, ale z drugiej strony zmniejsza ryzyko wyższej inflacji i dalszych podwyżek stóp w przyszłości.

Kolejne posunięcia RPP, a także Europejskiego Banku Centralnego stoją pod znakiem zapytania. Wprawdzie odczyty inflacji są coraz wyższe i dotyczą nie tylko wzrostów cen żywności i energii, ale także inflacji bazowej, jednak wciąż niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych w Europie, a także słabsze dane makro, mogą znaleźć odbicie w bardziej gołębiej postawie.

Surowcowi spekulanci mniej optymistyczni

Przez ostatnie 30 dni ceny ropy brent zwiększyły się o 2 proc. Podobne zmiany notowań odnotowało na przykład aluminium oraz miedź. Bardzo silna okazała się także część surowców rolnych. Ceny kukurydzy notowanej na CBOT wzrosły o niemal 9 proc. do 766 dolarów za tonę, natomiast ceny cukru w Londynie (LIFFE) zwiększyły o ponad 20 proc. i obecnie oscylują wokół 715 dolarów za tonę.

Wcześniejsze spadki na rynkach towarowych można przypisać dwóm czynnikom. Po pierwsze, rynki zareagowały na oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Indeksy PMI, którym jako wskaźnikom wyprzedzającym rynek przygląda się ze sporą uwagą, spadły w USA, Chinach i Europie do najniższych poziomów od 2009 roku. Wprawdzie PMI znajdują się wciąż powyżej demarkacyjnej granicy 50 punktów oddzielającej wzrost od recesji, jednak zmniejsza to niepokoje.

W rezultacie, pojawiły się obawy o poziom konsumpcji surowców w kolejnym roku i na przykład Międzynarodowa Agencja Energii zdecydowała się na obniżkę prognoz popytu na ropę w 2011 roku. Drugi czynnik to spore przetasowanie pozycji spekulacyjnych, do którego impulsem stały się między innymi podwyżki wymaganych depozytów zabezpieczających na niektórych giełdach. W rezultacie – na przykład na rynku miedzi – liczba długich pozycji netto (długie minus krótkie) zajmowanych przez spekulantów spadła

z rekordowego poziomu 30 000 niemal do zera. Oznacza to, że inwestorzy – którzy jeszcze niedawno byli bardzo optymistyczni – teraz przyjmują pozycje neutralne. W trakcie ostatniej korekty w połowie 2010 roku taka sytuacja zwiastowała „oczyszczenie” się rynku i koniec korekty.

Jest bardzo prawdopodobne, że wobec znaczącego spadku optymizmu i oczekiwań co do wyników gospodarki, obecnie łatwiej będzie o „pozytywne niespodzianki” ekonomiczne, które dadzą bodziec do wzrostu.

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 801 300 800.W 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 Poczta 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.



Gazeta Inwestora



Redakcja:

mBank
Bankowość Detaliczna BRE Banku SA
www.mbank.pl

Redaktor naczelny:

Michał Rzeźnik
Specjalista ds. Produktów Inwestycyjnych

Kontakt:

e-mail: kontakt@mbank.pl
mLinia: 801 300 800; +48 42 6 300 800
www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/

Treści zawarte w Gazecie Inwestora stanowią wyraz najlepszej wiedzy ich autorów opartej na informacji z kompetentnych źródeł, 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, jeżeli te prognozy lub cele okażą się nieaktualne.

Niniejszy biuletyn – Gazeta Inwestora 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 biulecie uzyskano ze źródeł, które mBank uznaje za wiarygodne, lecz nie zostały one poddane niezależnej weryfikacji, dlatego mBank nie ponosi odpowiedzialności za ich rzetelność lub kompletność. Wszystkie opinie wyrażone w niniejszym biulecie są opiniami ich au-

torów i mogą w przyszłości ulec zmianom, które nie podlegają obowiązkowi publikacji. Więcej informacji można uzyskać na stronie internetowej <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/mifid/index.html>

Inwestowanie wiąże się z ryzykiem. Fundusze inwestycyjne nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się odpowiednio w prospekcie informacyjnym, prospekcie emisyjnym, memorandum informacyjnym albo w warunkach emisji danego funduszu. Dokumenty te są dostępne w siedzibie danego Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych oraz na stronie internetowej mBanku <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/sfi/towarzystwa.html>

Szczegółowe warunki i opłaty związane ze świadczeniami przez mBank usług maklerską eMakler oraz usług Supermarktu Funduszy Inwestycyjnych są określone w Regulaminie świadczenia przez mBank usług przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, Regulaminie świadczenia przez mBank usługi przyjmowania i prze-

życzymy jak najwyższych zysków,
zespół mBanku

kazywania zleceń nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz w Taryfie Prowizji i Opłat Bankowych mBanku. Usługa Maklerska oraz usługa Supermarktu Funduszy Inwestycyjnych mogą być otwarte tylko przez posiadacza rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowego eKONTO.

BRE Bank posiada zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisji Nadzoru Finansowego) z dnia 30 czerwca 2005 roku, na prowadzenie działalności maklerskiej, zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 23 listopada 1995 roku na świadczenie usług powierniczych, prowadzenie rachunków papierów wartościowych, rejestrowanie stanu posiadania papierów wartościowych i zmian tego posiadania, a organem nadzorującym BRE Bank w zakresie działalności, o której mowa powyżej, jest Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

Więcej informacji o BRE Banku S.A., ryzyku inwestycyjnym oraz polityce zarządzania konfliktami interesów można uzyskać na stronie internetowej: <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/mifid/index.html#tabs=1>