

## Komentarz rynkowy

Główne indeksy giełdy warszawskiej pokazały sporą siłę na tle innych rynków pod koniec ubiegłego tygodnia. Na krajowym rynku większego wrażenia nie zrobił nawet niemiecki DAX spadający w piątek intraday o ponad 2%. Wymowa tego faktu jest tym bardziej znacząca, że polski rynek wciąż zaliczany jest do grona emerging markets, czyli najbardziej „znieawidzonego” przez inwestorów segmentu światowego rynku akcji. To sygnał, że spadkowa korekta na giełdzie warszawskiej coraz wyraźniej zmierza ku szczęśliwemu końcowi.

Przeciętny zarządzający globalnym funduszem akcji na pytanie: czego nie należy mieć w portfelu? bez chwili wahania odpowie: emerging markets. Taka odpowiedź jest konsekwencją historycznego zachowania tego segmentu, który z drobnymi przerwami już od ponad 3 lat wypada relatywnie słabo na tle rynków rozwiniętych (wykresy 1 i 2). Nie trudno zauważyć, że słabość emerging markets zbiegła się w czasie ze słabym zachowaniem rynków surowcowych, które swoją drogą od dłuższego czasu również nie należą do grona aktywów „lubianych” przez inwestorów. To dość logiczne zważywszy na fakt, że wiele spośród emerging markets, to kraje, których wzrost gospodarczy jest w istotnym stopniu uzależniony od światowego popytu na surowce i ich cen. Swoje piętno na emerging markets odcisnął także FED, a już sama zapowiedź ograniczenia skupu aktywów przez amerykański bank centralny zapoczątkowała wzmogoną falę wyprzedaży na tych rynkach. Najmocniej ucierpiały akcje, waluty i obligacje tych krajów, które są najbardziej wrażliwe na przepływ kapitału spekulacyjnego (wykres 3), m.in. ze względu na wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Słabość emerging markets to już historia, a najważniejsze jest to, co przed nami. Czy o inwestowaniu na emerging markets należy zapomnieć? Czy wręcz przeciwnie, negatywne trendy ulegną odwróceniu? W długim terminie czynnikiem decydującym będzie oczywiście koniunktura gospodarcza, a potencjał wzrostu emerging markets z całą pewnością jest znacznie większy niż gospodarek dojrzałych. Istotną przewagą emerging markets vs developed markets są pozytywne trendy demograficzne, słabością zaś brak gospodarczej i politycznej stabilności. W krótkim terminie o koniunkturze na rynkach akcji krajów rozwijających się w dużym stopniu decyduje sentyment i przepływ spekulacyjnego kapitału. Ten bez wątplenia jest negatywny, ale każdy negatywny trend kiedyś się kończy. Czy obecnie występują przesłanki do zmiany sentymentu wobec emerging markets? Opinie na ten temat są jak zwykle podzielone. Główny nurt opinii jest taki, jak sentyment i przepływ kapitału, czyli: "to dopiero początek problemów emerging markets". Są też jednak tacy, którzy dostrzegają światło w tunelu ze względu na:

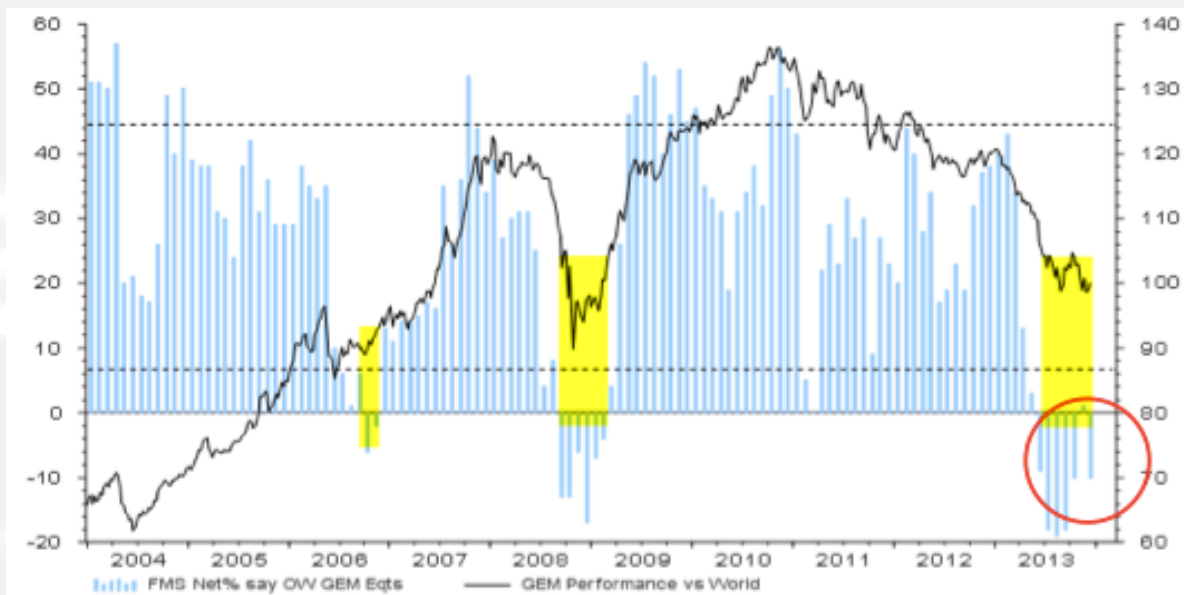
1. Skalę odpływu kapitału z emerging markets, którego kulminacja następuje zwykle w momentach zwrotnych. W ciągu minionych trzech miesięcy z funduszy inwestujących na tych rynkach odpłynęło 42 mld USD, czyli 4% wszystkich aktywów. Większe odpływy miały miejsce tylko 4 razy na przestrzeni minionych 10 lat (zapowiedź ograniczenia skupu aktywów przez FED - maj 2013, krach po upadku Lehman Brothers w 2008 roku, spadkowe korekty na rynkach akcji w maju 2006 oraz maju 2004 - wykres 1).
2. Silnie negatywny sentyment globalnych fund managerów do emerging markets. Na przestrzeni minionych 10 lat tylko dwukrotnie udział netto zarządzających, którzy deklarują przeważenie w emerging markets był tak niski, jak obecnie (wykres 2). Za każdym razem kończyło się to silną falą wzrostową na tych rynkach.
3. Porównanie zachowania "uwielbianego" amerykańskiego rynku akcji ze "znieawidzonymi" emerging markets w 2013 roku. Główna różnica polegała na wzroście mnożnika cena/zysk na pierwszym rynku i jego spadku na drugim. Różnice w tempie wzrostu zysków firm były w zasadzie nieistotne. Historycznie rzecz biorąc trend w zmianie zysków firm amerykańskich i tych pochodzących z emerging markets był silnie skorelowany.

4. Biorąc pod uwagę punkt 3, akcje emerging markets są w chwili obecnej bardzo atrakcyjne vs akcje amerykańskie i inne akcje z rynków dojrzałych (wykres 4). Dodatkowo atrakcyjność inwestycyjną aktywów z krajów rozwijających się z punktu widzenia inwestorów zagranicznych zwiększają silnie przecenione waluty.

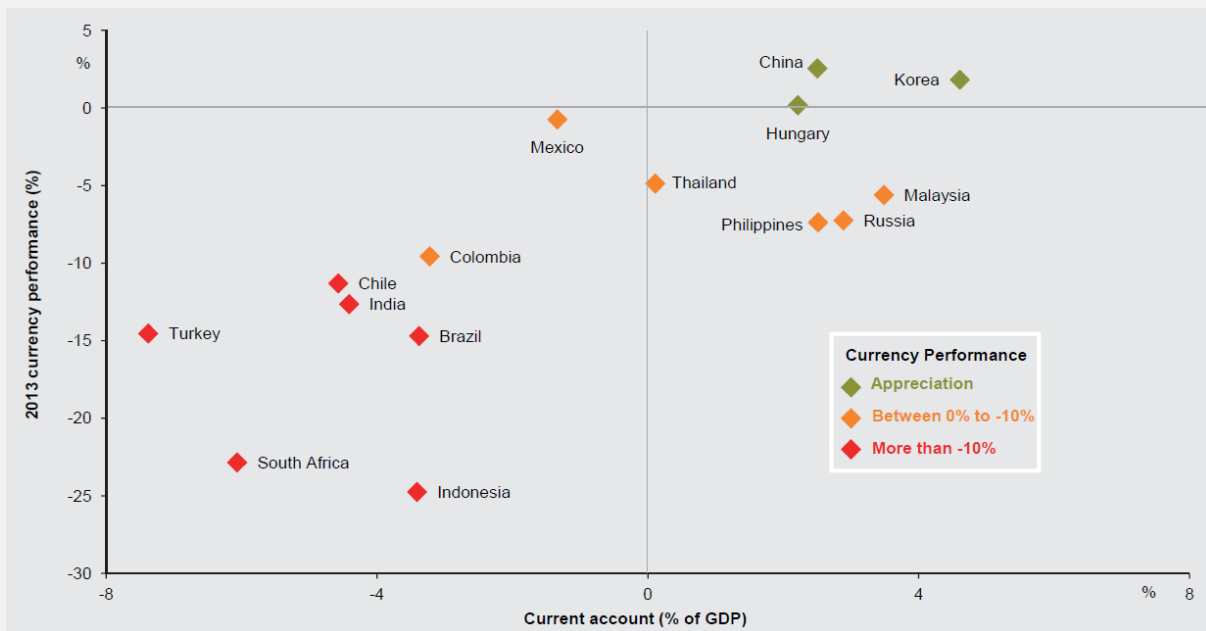
5. Spadek emerging markets na fali ograniczenia skupu aktywów przez FED to okazja, a nie powód do sprzedania akcji. Zwolennicy tej tezy jako główny argument przytaczają zachowanie emerging markets w okresie od czerwca 2004 do maja 2006. W tym czasie główna stopa procentowa FED (FFR) wzrosła z 1% do 5%, a średnia stopa zwrotu z inwestycji na emerging markets przekroczyła 100%.



Wykres 1: Zachowanie emerging markets vs developed markets (niebieska linia) oraz kroczące 3-miesięczne napływy netto do funduszy emerging markets. Źródło: BofAML Global Research, EPFR Global.

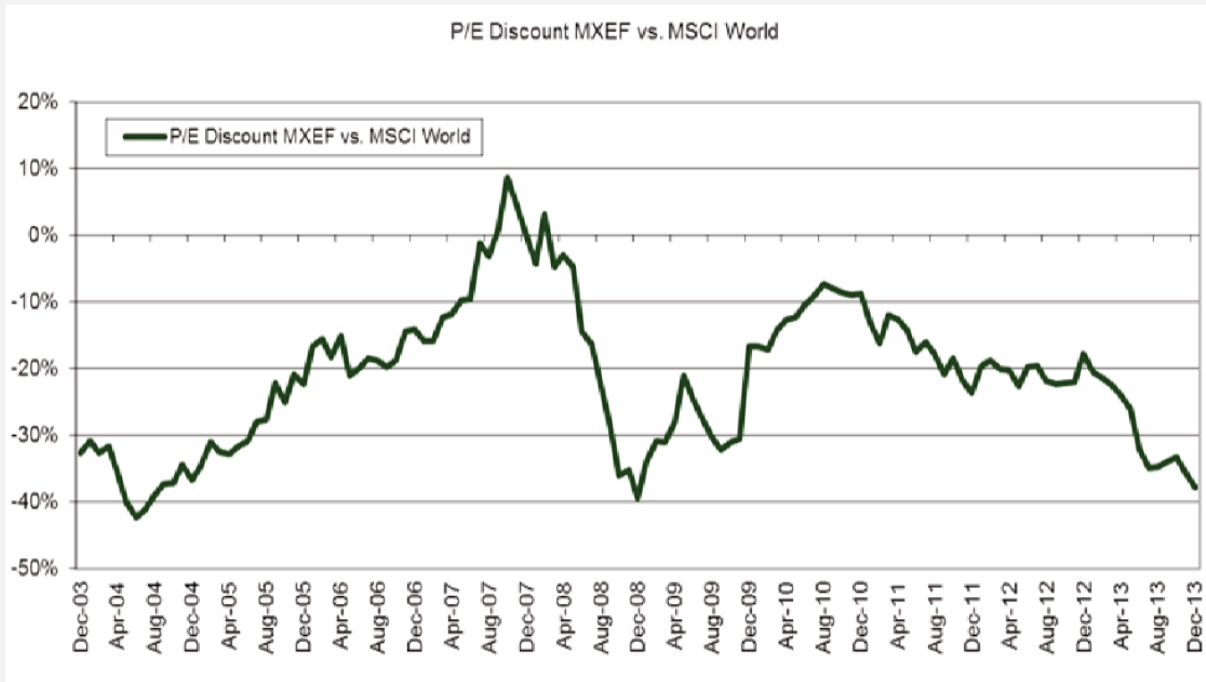


Wykres 2: Zachowanie emerging markets vs developed markets (czarna linia) oraz udział netto fund managerów deklarujących przeważanie w emerging markets. Źródło: BofAML Global Research.



Wykres 3: Korelacja pomiędzy spadkiem kursu waluty a deficytem na rachunku obrotów bieżących na poszczególnych emerging markets w 2013 roku. IMF, FactSet, J.P. Morgan Asset Management.

Reasumując, pogłoski o „śmierci” emerging markets mogą okazać się przesadzone, a gospodarki tych krajów – choć zmagają się ze swoimi problemami – wciąż mają znacząco większy potencjał wzrostu, niż rynki dojrzałe. Jeśli ożywienie gospodarcze w Europie i USA będzie kontynuowane, to trudno wyobrazić sobie, żeby emerging markets nie dołączyły do tego trendu. Biorąc pod uwagę obecny dysparytet pomiędzy wyceną akcji emerging markets i developed markets (wykres 4), wydaje się, że te pierwsze mogą być największym pozytywnym zaskoczeniem 2014 roku. Konieczne jest ku temu spełnienie tylko jednego warunku, czyli kontynuacja ożywienia gospodarczego na świecie. Jeśli tak będzie, to inwestorzy wcześniej, czy później zaczną szukać okazji na światowych rynkach akcji, a takie w chwili obecnej mogą znaleźć wśród niedocenionych emerging markets. Lepsze postrzeganie emerging markets miałby z kolei pozytywny wpływ na polski rynek akcji. Z drugiej strony, być może obserwowana od kilku dni siła giełdy warszawskiej, wspieranej pozytywnym otoczeniem makroekonomicznym, jest zapowiedzią nadejścia lepszych czasów dla rynków rozwijających się jako grupy (w myśl zasady, że lepsze akcje szybciej znajdują nabywców w trakcie korekty).



Wykres 4: Wycena relatywna emerging markets (Vanguard emerging markets ETF) vs rynki rozwinięte (MSCI World). Źródło: Bloomberg, Citi of London Investment Management Company Ltd.

Podtrzymujemy opinię, że obecnie mamy bardzo sprzyjający okres do kupna akcji w horyzoncie średnioterminowym i niezmiennie polecamy przede wszystkim fundusze Eques Akcji oraz Eques Aktywnej Alokacji. Dla inwestorów nieakceptujących zmienności typowej dla rynku akcji, najlepszą alternatywą będą fundusze Eques Obligacji oraz Eques Pieniężny.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.).

Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej.

Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych.

Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Należy przy tym zwrócić uwagę, że informacje dotyczące obowiązków podatkowych związanych z dokonaniem inwestycji, zawarte odpowiednio w prospekcie informacyjnym albo warunkach emisji, mają charakter ogólny oraz że obowiązki podatkowe zależą od indywidualnej sytuacji Uczestnika i miejsca dokonywania inwestycji, w celu ustalenia obowiązków podatkowych, wskazane jest zasięgnięcie porady doradcy podatkowego lub prawnego. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) [www.eitfi.pl](http://www.eitfi.pl), w siedzibie Towarzystwa i w biurze w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SFIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U.04 Nr 146, poz.1546 z późn. zm.), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe).

Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.

Jeśli chcecie Państwo zrezygnować z otrzymywania Tygodniowych komentarzy rynkowych EQUES oraz Aktualności EQUES Investment TFI prosimy e-mail zwrótny z dopiskiem 'rezygnuję'.

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA

**Biuro w Warszawie:**  
ul. Wspólna 35 lok. 2  
00-519 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: warszawa@eitfi.pl

**Siedziba:**  
Al. Generała Józefa Hallera 140  
80-416 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 01  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl