

Szanowni Czytelnicy,

Czas wakacji, a tym samym dalekich wypraw, mamy już w tym roku za sobą. Aby choć na chwilę powrócić myślami w ten błogi czas, w tym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion eksperci zabiorą nas w podróż po jednych z najciekawszych inwestycyjnie regionów świata...

Zapraszamy do lektury.

Renesans imperium tureckiego?

Nie da się ukryć, że jeszcze 20 lat temu Turcja kojarzyła się przeciętnemu Polakowi z krajem wąsatych handlarzy zaopatrujących rzesze przybyszów znad Wisły w swetry, kurtki skórzane i kozuchy. Czasy się zmieniają: Polska jest już zupełnie innym krajem, tureckie swetry dawno wyszły z mody, ale być może umykają nam zmiany dokonujące się w kraju nad Bosforem.

Nieprzypadkowo wymieniłem nazwę cieśniny łączącej Morze Czarne z Egejskim (a zarazem i ze Śródziemnym). Umieszczenie Turcji na mapie świata jest absolutnie unikalne pod względem geopolitycznym. Kraj ten leży częściowo w Europie, a częściowo w Azji, będąc swoistym mostem pomiędzy Unią Europejską, a Bliskim Wschodem – przynajmniej potencjalnie. **Bliskość kluczowych szlaków morskich sprawia, że z Turcją muszą liczyć się wszyscy sąsiedzi korzystający z jej wód terytorialnych.**

Nie tylko geograficznie pozycja Turcji jest wyjątkowa. **Liczne i młode społeczeństwo dostarcza nie tylko siły roboczej gospodarce, ale i poborowych siłom zbrojnym. Dzięki temu Turcja jest w stanie utrzymać armię, która pod względem liczebności jest drugą w NATO!** Rozwijają się firmy dostarczające sprzęt dla armii – nie tylko tureckiej, ale i na eksport. Obecnie prowadzone są na przykład prace projektowe zmierzające do wyprodukowania pierwszego tureckiego czołgu.

Siły zbrojne nie są tylko na pokaz: mniejszość kurdyjska często występuje zbrojnie przeciwko władzom, angażując armię w działania odwetowe i prewencyjne, niejednokrotnie zahaczające o terytorium Iraku. Relacje Turcji z Izraelem nie należą do łatwych, ale były akceptowalne do momentu konfliktu dotyczącego wyprawy tureckiej floty do Strefy Gazy. Z Grecją też nie jest łatwo, a zarzewiem sporu jest podzielony na dwie części Cypr. Nie można w końcu zapominać o kwestii nieuregulowanych stosunków z Armenią.

Jak widać, Turcja chce mieć wiele do powiedzenia w swoim regionie i ma wszelkie środki ku temu, by swoich sąsiadów zdominować. Czy Turcja wyrośnie na potęgę globalną, jak przewiduje np. George Friedman z Instytutu Stratford, autor książki „Następne 100 lat”? O tym możemy gdybać... Ale nawet gdyby tak się nie stało, to i tak będzie liczącą się siłą w Eurazji - nie tylko politycznie, ale i gospodarczo.

Niewiele osób zdaje sobie sprawę ze struktury gospodarki tureckiej. W odróżnieniu od Polski, gdzie kapitalizm ma ledwie 20 lat, a historia akumulacji kapitału niewiele więcej, najważniejsze tureckie konglomeraty szczycą się blisko stuletnią historią, a ich skala upoważnia do zajęcia miejsca w rankingu Fortune Global 500 największych firm na świecie. Te rodzinne spółki, takie jak Koç Holding czy Sabancı Holding, żyjąc w swoistej symbiozie z rządem, pełnią istotną funkcję w gospodar-

W numerze:

- Turcja wg Pawła Homińskiego z Noble Funds TFI S.A.,
- obawy przed inwestycjami w Rosji rozwija Michał Cichosz ze Skarbiec TFI S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Nadzieja w dalszym ciągu bykom sprzyja,
- rynki towarów rolnych przedstawia Paweł Mielcar, Analityk Xelion. Doradcy Finansowi.

ce. Ich działalność rozpościera się na wiele branż i daje zatrudnienie dziesiątkom tysięcy Turków. **Sektor bankowy można uznać za rozwinięty na pewno nie gorzej od polskiego, a w dodatku – odmiennie niż w Polsce - kontrolowany jest przez lokalnych inwestorów, w tym wspomniane holdingi rodzinne.** Zagraniczni inwestorzy, którzy w innych krajach Europy Wschodniej kontrolują większościowe pakiety banków, w Turcji ograniczają się do posiadania 20-30% pakietów akcji, jak BBVA (a dawniej GE) w Garanti Bank albo UniCredit w Yapi Kredi Bankasi. Stabilny, dobrze skapitalizowany i nieuwikłany w ryzykowne instrumenty sektor bankowy, odpowiednio ukierunkowany przez niekonwencjonalnie działający bank centralny, stanowi sprawny kanał w



odpowiednich momentach stymulujący i hamujący wzrost gospodarczy.

Można by o Turcji pisać wiele, ale w perspektywie długoterminowej najważniejsze są właśnie wymienione czynniki: korzystne położenie kraju, liczna i tania siła robocza, stabilny sektor finansowy.

Na tej bazie Turcy mogą, nie oglądając się na innych, zbudować w ciągu najbliższych dwudziestu lat prawdziwą potęgę gospodarczą. Grzechem byłoby nie skorzystać z okazji, jakie stwarza aktualna unikalna sytuacja tego kraju. Długoterminowy inwestor powinien, dywersyfikując swój portfel, zadbać o pozycję w tureckich akcjach lub funduszu inwestycyjnym lokującym 100% swych aktywów w Turcji i korzystać z możliwości, które za dwadzieścia lat uznamy za bezprecedensowe w naszym regionie.

Paweł Homiński, CFA

Fund Manager

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Rosja – zbyt dużo obaw o „czerwony październik”

Rok 2011 dla inwestujących w Rosji był jak do tej pory bardzo nerwowy. Po mocnym zachowaniu się rynku w I kwartale, silna i dynamiczna przecena rosyjskich akcji w dalszej części roku postąpiła jako swego rodzaju „przypomnacz”, jak ryzykownym i wrażliwym na zmiany cen surowców jest ten rynek.

Przez ostatnie pół roku giełda rosyjska zachowała się znacznie słabiej od szerokiego indeksu rynków wschodzących (blisko -30% spadku Indeksu MSCI Rosja vs. -20% dla MSCI EM). Inwestorzy zagraniczni uciekali z Rosji, umarzając blisko 4mld USD z funduszy GEM, w obawie, że spowalniająca globalna gospodarka „podminuje” perspektywy popytu na ropę naftową oraz na podstawowe metale przemysłowe, a tym samym zagrozi powtórzeniem scenariusza tamtejszej giełdy z drugiej połowy 2008 roku.

Fala obaw wśród inwestorów rosnąca

w ciągu kilku miesięcy niczym kula śnieżna napędzana odpływami kapitału doprowadziła do momentu, w którym akcje rosyjskie wyceniane są w chwili obecnej na poziomie 5,5x mnożnika P/E na 2011 rok, co stanowi blisko 40% dyskonto do średniej dla wszystkich rynków wschodzących i jest ono największe od jesieni 2008 roku, kiedy to rynek rosyjski doświadczył wyjątkowo silnej wyprzedaży. Wyłączając nawet „zawsze tanie” sektory związane z wydobyciem i przerobem surowców, dyskonto jest nadal dwucyfrowe i trudne do zignorowania...

Ciekawie przedstawia się również wycena akcji rosyjskich na tle ceny samej ropy naftowej. Korelacja pomiędzy tymi wartościami w ostatnich latach była bardzo wysoka, jednak w ostatnim czasie uległa ona silnemu zachwianiu. Cena ropy naftowej od początku roku wzrosła o blisko 20%, podczas gdy indeks MSCI Rosja spadł w tym czasie o ponad 15%. **Mając na uwadze długo-**

terminowe zależności jesteśmy teraz w interesującym punkcie, w którym rynek akcji wycenia poziom ropy Ural na poziomie 65 USD/bbl versus ponad 100 USD/bbl, stanowiącą obecnie realną cenę rynkową tego surowca. Co z tego wynika? Ni mniej, ni więcej: pokazuje to jak duży strach i pesymizm panuje wśród inwestorów. Obstawiają oni w tym momencie scenariusz mocnej ponad 35% korekty na podstawowym surowcu, który jest głównym kołem zamachowym rosyjskiej gospodarki. Tak duży stopień pesymizmu wydaje się trochę na wyrost - z wielu raportów i opinii branżowych wynika, że fundamentalna minimalna cena ropy zapewniająca znormalizowaną średniocykliczną rentowność projektów wydobywczych znajduje się właśnie w okolicach 65 USD/bbl. **Tym samym, można powiedzieć, że inwestorzy są w tym momencie ultra negatywni, co dla wielu wytrawnych graczy stanowi zawsze potencjalnie ciekawy punkt wejścia...**



O tym, że warto zastanowić się nad inwestycją w rosyjskie akcje przekonują również ostatnie dane makro. Rynek był w ostatnich kilku miesiącach tak obsesyjnie skupiony na globalnej gospodarce i problemach fiskalnych krajów

strefy euro, że trochę zapomniał o tym że lokalna sfera makro ma się nie najgorzej. Ostatnie dane o wrześniowej sprzedaży detalicznej pokazujące wzrost o +9,2% r/r oraz +6,2% analogicznie dla wzrostu realnych płac dają sygnał, że gospodarka rosyjska ma się jednak całkiem nieźle. Dodatkowo, osłabia się presja inflacyjna - po wzroście wskaźnika CPI do blisko 10% r/r w I kwartale 2011, korekta na cenach żywności, cenach energii oraz opóźnienie indeksacji regulowanych taryf doprowadziły do obniżenia się dynamiki inflacji do 7,2%, co powinno zmniejszyć obawy również o przyszłe poziomy marż w spółkach z szerokiej gospodarki oraz o kondycję rosyjskiego konsumenta.

Podsumowując, po kilku miesiącach silnej przeceny obecnie mamy do czynienia z ewidentnie anormalnymi poziomami

dyskonta rynku rosyjskiego, zarówno w ujęciu nominalnym jak i relatywnym do innych rynków wschodzących oraz bieżących cen podstawowych surowców. **Dokładając do tego zdecydowanie nienajgorsze otoczenie makroekonomiczne, można pokusić się o stwierdzenie, że wszechobecny strach inwestorów przed kolejnym „czerwonym październikiem” może być dobrą okazją do rozważenia Rosji jako atrakcyjnej inwestycji i zakwalifikowania tego rynku jako potencjalnie mogącego sprawować się lepiej w najbliższych miesiącach.**

Michał Cichosz, CFA

Equity Portfolio Manager

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego... Nadzieja w dalszym ciągu bykom sprzyja



Od dawna uważałem, że jest tylko jedno wyjście z błędnego koła, w którym znalazła się Europa. Trzeba

dać Grecji upaść (zrestrukturyzować dług) i wnieść naokoło Hiszpanii i Włoch mur obronny w postaci potrójnego funduszu EFSF (z 440 mld euro na ponad 1,3 bln euro). Pisałem też, że jeśli politycy nie podejmą takich decyzji, to czekać nas będą dalsze przeceny (być może z chwilową przerwą po uratowaniu Grecji). Okazało się, że długo nie trzeba było czekać.

W końcu października kolejne szczyty europejskich polityków wypracowały konsensus. Zgodzono się, że kapitały banków mają wzrosnąć do współczynni-

ka Tier 1 (ważone ryzykiem aktywa/specjalnie liczony kapitał banku) w wysokości 9 proc. Banki muszą szukać kapitału w kolejności: u inwestorów prywatnych, w państwach, w funduszu EFSF. Zgodzono się też, że konieczne będzie poniesienie większych niż zakładane 21% strat na greckich obligacjach. Ustalono „dobrowolną” redukcję o 50 procent.

Najważniejsza sprawa, czyli zlewarowanie EFSF nie doczekała się rozstrzygnięcia. Fundusz EFSF ma być zlewarowany do 1 biliona euro (to niewiele jak na obronę Włoch i Hiszpanii). Metodą zlewarowania ma być ubezpieczenie zakupu obligacji lub/i utworzenie spółki celowej, która zbierałaby fundusze na ten cel. Prezydent Sarkozy obiecał podjęcie rozmów z Chinami na temat udziału w tej spółce. Szczegóły techniczne

zlewarowania EFSF mają być ustalone... do końca listopada. A przecież to, jak będzie działał EFSF, jest najważniejsze.

Podsumowując: dwa filary planu (redukcja długu Grecji i dokapitalizowanie banków) zostały uzgodnione tak, jak powinno być to zrobione. Uważam, że zlewarowanie EFSF jest za małe, a jego sposób bardzo mglisty. Nie jest jednak ważne, co uważam ja, lecz to jak odbiorą to rynki. Po ogłoszeniu porozumienia na rynku walutowym i akcji zapanował potężny optymizm.

Takie wytyczenie mapy drogowej może rynki na pewien czas uspokoić i umożliwić dobre zakończenie roku. Jest jednak i zagrożenie: uśpieni sukcesem (zwywkami na rynkach) politycy mogą znacznie zwolnić marsz po wytyczonej przez tę mapę drodze. To zaś doprowadzi z całą pewnością do katastrofy - tyle

że może dopiero w przyszłym roku i po hossie kończącej ten rok. Jeśli bardzo szybko fundusz EFSF nie zostanie zlewany, to rynki zaatakują Hiszpanię i Włochy.

Przy założeniu (a ja takie przyjąłem), że trwa walka dolara z euro, obniżenie we właściwym momencie ratingu Francji

wbiję ostatni gwóźdź do europejskiej trumny. Niedawno agencja ratingowa Standard&Poor's ostrzegła, że będzie rozważała obniżkę ratingu o jeden lub dwa poziomy wielu krajów strefy euro. Chodzi o Hiszpanię, Włochy, Irlandię i Portugalię oraz Francję. W tym gronie szczególnym zagrożeniem jest Francja. **Co prawda, rynki ostatnio decyze**

agencji ratingowych lekceważą, ale jeśli sytuacja się pogorszy, strach powróci. Trzeba o tym pamiętać.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

Rynki towarów rolnych – alternatywa dla akcji?

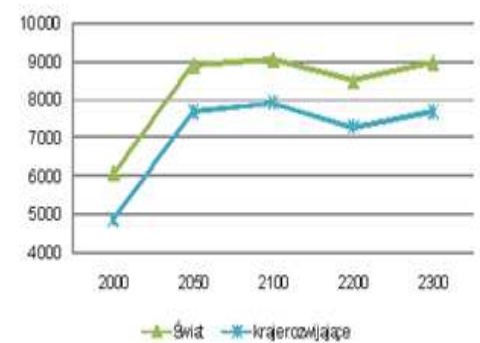
W wyniku ostatnich spadków na rynkach akcji inwestorzy zaczęli poszukiwać alternatyw - nowych możliwości inwestycyjnych, które przyniosą w najbliższych latach wysokie stopy zwrotu. Inwestorzy mają bardzo szeroki wachlarz produktów, stanowiących potencjalnie zamiennik tradycyjnego inwestowania w akcje. Sytuacja ta doprowadziła w ostatnim czasie do sporego zainteresowania rynkiem metali szlachetnych, który przeżywał swoją historyczną hossę. Dużą popularnością cieszyły się również rynki towarowe, z surowcami rolnymi na czele. **Ostatnie miesiące przyniosły na nich jednak pewne uspokojenie, które skłaniało do pytań, czy to już koniec wzrostu cen produktów rolnych. Aby odpowiedzieć na to pytanie, warto dokładnie przyjrzeć się temu sektorowi i sprawdzić, jakie elementy generują popyt i podaż na jego główne produkty.**

Podstawowy czynnik fundamentalny, w wyniku działania którego ceny żywności są coraz wyższe, stanowi rosnąca populacja na świecie. Dziś jest nas 7 mld, a za 30 lat ma nas być 2 mld więcej. Dodatkowo, jeśli chcielibyśmy utrzymać europejski poziom konsumpcji na całym świecie, ludzkość potrzebowałaby drugiej planety. Oczywiście, takie wyliczenia są bardzo na wyrost, gdyż już dziś marnuje się ponad jedna trzecia wytworzonej żywności. Część trafia na śmietnik, a połowa gnije podczas trans-

portu, bo w wielu miejscach nie ma dróg i magazynów, żeby jedzenie na czas trafiło do konsumentów.

Niemniej jednak rosnąca liczba ludności na świecie oraz zmieniające się upodobania żywieniowe sprawiają, że stabilny popyt na towary rolne jest niezagrożony. Warto jednak zwrócić uwagę na pewne szczegóły. Praktycznie za cały prognozowany wzrost populacji odpowiedzialne są kraje ubogie (w szczególności afrykańskie oraz część azjatyckich). Wzrost liczby ludności w obszarach o niskich dochodach nie będzie owocował aż tak wielkim wzrostem zapotrzebowania na produkty rolne, jak miałyby to miejsce w przypadku krajów rozwiniętych. Z drugiej strony, bardzo istotny wpływ na popyt mają zmiany upodobań żywieniowych w krajach rozwijających się, szczególnie w Azji. ONZ oczekuje, że do roku 2100 ludność w krajach rozwijających się będzie spożywać 30% więcej wołowiny, 50% wieprzowiny oraz 25% drobiu, co wymagać będzie znacząco większego areálu ziemi potrzebnej do wytworzenia potrzebnych produktów rolnych. Aby uzmysłowić sobie wielkość nowych areatów potrzebnych do spełnienia powyższych prognoz, należy zauważyć, że aby wyprodukować 1kg wołowiny potrzeba aż 20,9 m² areálu ziemi (głównie z powodu produkcji pasz), w porównaniu z zaledwie 0,2 m² w przypadku 1kg ziemniaków.

Populacja na świecie w milionach



Źródło: ONZ.

Innym bardzo istotnym czynnikiem wpływającym na wzrost cen towarów rolnych jest popyt zgłaszany przez producentów biopaliw. Warto wspomnieć, że jest to nowy motor napędzający wzrost cen, który jeszcze kilkanaście lat temu nie miał żadnego wpływu na ten rynek. Na świecie dominują biopaliwa oparte na bezpośrednim przetwarzaniu zbóż paszowych, kukurydzy lub trzciny cukrowej na bioetanol oraz wytwarzaniu biokomponentów z oleju roślinnego, zwykle palmowego. Ich popularność zrodziła się bowiem z prostych założeń – miały one zagospodarować nadwyżki ziarna zbóż i kukurydzy nie najlepszej jakości, wchłonąć nadwyżki oleju palmowego z rynku azjatyckiego, a poprzez system subwencji stworzyć nowe miejsca pracy i całe sektory usługowe zajmujące się przetwórstwem i logistyką biopaliw i biokomponentów. Jak się jednak okazało, rolnicy stali się „zakładnikami” subsydiów, przeznaczając najlepszą ziemię rolną pod zasiew

zbóż przeznaczonych na produkcję biokomponentów.

Warto zauważyć, że kraje Unii Europejskiej zobowiązały się, że do 2020 roku udział biokomponentów w paliwach wyniesie 10%, ale już dziś widoczna jest ogromna destabilizacja rynków rolnych w Polsce i w całej UE, przy stosunkowo niewielkim, 2-proc., udziale biopaliw. Jak wynika z analiz Goldman Sachs, osiągnięcie minimalnego zalecanego w UE poziomu 5,75 proc. energii pochodzącej z biopaliw będzie wymagało użycia aż 17,5 proc. ziemi uprawnej, co niewątpliwie będzie miało istotny wpływ na wzrost cen podstawowych zbóż.

Wzrost cen towarów rolnych to również efekt popytu spekulacyjnego. Na chwilę obecną szacuje się, że zaledwie 10% rynku towarowego stanowią rolnicy i przetwórcy hedgujący swoje pozycje, zaś pozostałe 90% rynku jest w rękach spekulantów. **Nie bez znaczenia jest również polityka monetarna prowadzona przez amerykańską Rezerwę Federalną.** Uruchamiając drugą rundę ilościowego luzowania polityki pieniężnej (Quantitative Easing II), Fed doprowadził do osłabienia dolara i sprawił, że wiele surowców, nie tylko rolnych, mocno podrożało. Dodatkowo, polityka niskich stóp procentowych spowodowała, że fundusze inwestycyjne otrzymały dostęp do taniego pieniądza i zaczęły przelewać środki pieniężne na rolne giełdy terminowe, na których obrót wielokrotnie przewyższał rzeczywisty fizyczny handel i produkcję. **Znacząca część wzrostów cen zbóż jest, więc wynikiem finansowych spekulacji niewiele mających wspólnego z rynkiem tego surowca, a nawet z rynkiem żywności.**

Największy wpływ na kształtowanie się cen na rynku towarów rolnych ma jednak podaż, która jest mocno ograniczona i jednocześnie zależna od czynników zewnętrznych.

Wśród najważniejszych czynników podażowych należy wyróżnić zmieniający się klimat. Niekorzystne warunki pogodowe w krajach-producentach i eksporterach zbóż powodują spadek ich zbiorów poniżej poziomu konsumpcji. Długa zima w Argentynie i w Kanadzie, susza na Ukrainie i w Chinach czy deszczowe zbiory w Stanach Zjednoczonych dają powody do obaw o słabe zbiory, a w efekcie powodują wzrost cen na świecie. Należy jednak podkreślić, że pogoda jest czynnikiem losowym, którego nie można w prosty sposób wyeliminować.

Spore znaczenie dla producentów oraz importerów towarów rolnych ma fakt niestabilnej produkcji oraz licznych barier eksportowych. Największy wpływ na podaż zbóż na świecie mają takie kraje jak Chiny, USA, UE, Indie oraz Rosja, które odpowiadają za ok. 68 proc. światowej produkcji. Wśród znaczących producentów wymienić należy również Kanadę, Australię oraz Ukrainę. Zauważalna jest jednak pewna zmiana w skali globalnej. Takie kraje jak Chiny oraz Indie z eksporterów netto zmieniają się w importerów, co wprowadza trudności z zaspokojeniem dużego popytu.

Problemy z zaspokojeniem lokalnego popytu sprawiają, że coraz częstsze w ostatnich latach jest wprowadzanie barier w zakresie eksportu produktów rolnych (Ukraina, Kazachstan, Indonezja, Argentyna). Takie ograniczenia chronią lokalnych producentów, jednak

powodują większą presję na wzrost globalnych cen.

Rynek zbóż jest bardzo wrażliwy również na komunikaty o zmianie stanów zapasów ziarna. Wiadomość o obniżeniu ich poziomu może powodować skokowe zmiany cen. Tak na przykład było w 2006 r., kiedy to nieoficjalne informacje o spadku światowych zapasów pszenicy do najniższego od 1981 r. poziomu dały silny impuls do wzrostu cen zboża. W Polsce ceny ziarna idą w górę zwykle w marcu i czerwcu - tuż przed kolejnymi plonami, kiedy to stan zapasów jest najniższy. Możliwy jest jednak także ich spadek w przypadku, gdy poprzedni plon był obfity i rolnicy zaczynają opróżniać magazyny przed nadchodzącymi żniwami.

Po zidentyfikowaniu najważniejszych czynników wpływających na rynek towarów rolnych można zauważyć, że występują na nim silne bodźce pro-wzrostowe oraz duża ilość czynników losowych. Sytuacja ta sprawia, że rynek ten należy do wyjątkowo dynamicznych i zmiennych. Nie należy jednak zrażać się tym faktem, gdyż sprawia on, że rynek generuje wiele możliwości inwestycyjnych.

O tym jak zarobić na zmianach na rynku zbóż oraz na co szczególnie zwracać uwagę dokonując transakcji na rynkach towarowych zaprezentuję w drugiej części artykułu, która ukaże się w grudniowym Biuletynie Inwestycyjnym Xelion.

Paweł Mielcarek

Analitik

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

Niniejszy dokument ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Xelion. Doradcy Finansowi sp. z o.o. („Spółka”) oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.