



# Rumunia świętuje

Kwiecień 29, 2015



Mark Mobius  
Executive Chairman  
Templeton Emerging Markets Group

Fundusz Fondul Proprietatea (Fondul) powstał dziesięć lat temu z myślą o zapewnieniu zadośćuczynienia obywatelom Rumunii, których mienie zostało skonfiskowane przez państwo w czasach reżimu komunistycznego. We wrześniu 2010 r., nasza organizacja została wybrana na zarządzającego inwestycjami tego funduszu. Mój kolega Grzegorz Konieczny z Bukaresztu kierował wprowadzaniem funduszu na Giełdę Papierów Wartościowych w Bukareszcie w 2011 r., a 29 kwietnia 2015 r. Fondul debiutuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie. Z tej okazji, poprosiłem Grega, by podzielił się z nami swymi spostrzeżeniami na temat inwestowania w Rumunii oraz ekscytujących zmian, jakie miały miejsce w tym kraju w ciągu ostatnich lat.



Greg Konieczny

## **Grzegorz Konieczny**

**CEO - Rumunia, wiceprezes wykonawczy**

**Dyrektor ds. strategii inwestycyjnej dla Europy Wschodniej/Rosji, Templeton Emerging Markets Group**

## **Perspektywy makroekonomiczne w Rumunii**

W ubiegłym roku, Rumunia wyprzedzała większą część Europy pod względem dynamiki wzrostu gospodarczego, a rumuńska gospodarka ma potencjał do dalszego rozwoju w podobnym lub szybszym tempie w porównaniu z wzrostem produktu krajowego brutto (PKB) o 2,8% zanotowanym w 2014 r.[\[1\]](#) Rumunia ma także dostęp do unijnych funduszy strukturalnych, które są jednym z najważniejszych narzędzi UE wykorzystywanych do podtrzymywania zrównoważonego wzrostu gospodarczego i eliminowania dysproporcji pomiędzy poszczególnymi regionami w obrębie unii. Sądzymy, że wzrost gospodarczy w Rumunii będzie w dużej mierze uzależniony od absorpcji środków pozyskanych z UE, które stanowią ważne źródło finansowania zarówno obecnych i przyszłych projektów, jak również wydatków rządowych związanych z tak potrzebnym rozwojem infrastruktury.

Różne publikowane obecnie prognozy dotyczące Rumunii napawają optymizmem. Według szacunków Banku Światowego, w latach 2015-2017, rumuńska gospodarka ma rosnąć w średnim tempie 3% rocznie, przede wszystkim dzięki mocnemu popytowi krajowemu.[\[2\]](#)

Uważamy, że nowa umowa kredytowa zawarta z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) także powinna mieć korzystny wpływ na rumuński wzrost gospodarczy poprzez wzmocnienie stabilizacji finansowej tego kraju oraz zwiększenie nadzoru nad wdrażaniem reform strukturalnych.

Rumunia dokonuje ważnych zmian polityki fiskalnej, obejmujących przede wszystkim cięcia wydatków i obniżki niektórych podatków. Na początku kwietnia 2015 r., premier ogłosił, że podatek od towarów i usług (VAT) na wszystkie produkty spożywcze oraz napoje bezalkoholowe zostanie obniżony z dnia 1 czerwca 2015 r. z 24% do 9%. Podatek VAT na wszystkie pozostałe produkty zostanie obniżony z dnia 1 stycznia 2016 r. z 24% do 20%.

W tym samym miesiącu, agencja ratingowa Standard & Poor's potwierdziła ratingi długoterminowego i krótkoterminowego zadłużenia zewnętrznego Rumunii na poziomie BBB-/A-3 (najniższy rating inwestycyjny) z perspektywą stabilną.<sup>[3]</sup> Ponadto, S&P szacuje, że rumuńska gospodarka będzie rosła w okresie 2015-2018 o średnio prawie 3% rocznie, na fali wzrostu konsumpcji krajowej.

Choć wskaźnik zadłużenia publicznego Rumunii do PKB znacząco wzrósł od lat 2006-2007, nadal jest na względnie umiarkowanym poziomie (ok. 40%).<sup>[4]</sup> Konsumpcja krajowa poszła mocno w górę, a rumuński eksport także rośnie. Spodziewamy się solidnego wzrostu konsumpcji w 2015 r. Inwestycje wciąż pozostają w tyle, ale – podobnie jak wzrost gospodarczy w ujęciu ogólnym – powinny odczuć korzystny wpływ skuteczniejszej absorpcji funduszy z UE. Co więcej, w pierwszych dwóch miesiącach 2015 r., Rumunia zanotowała nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących na poziomie 285 mln euro, w porównaniu z deficytem rządu 201 mln euro w tym samym okresie w 2014 r.<sup>[5]</sup>

Za korzystny czynnik dla inwestorów uważamy również nieustającą i coraz bardziej intensywną walkę rumuńskiego rządu z korupcją.

## **Postępy na polu prywatyzacji**

Dążenia Rumunii w kierunku prywatyzacji, włącznie z wejściem kilku kluczowych spółek skarbu państwa z sektora energetycznego na Giełdę Papierów Wartościowych w Bukareszcie (BVB) w ostatnim czasie, napawają nas optymizmem. Niektóre z tych przedsiębiorstw są także notowane za pośrednictwem globalnych kwitów depozytowych (GDR) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie. Spodziewane są pierwsze oferty publiczne kilku kolejnych spółek, w tym dużego rumuńskiego operatora elektrowni wodnych.

Rumunia jest obecnie uznawana za nowy rynek wschodzący (według klasyfikacji MSCI), ale rumuńskie władze wydają się zdeterminowane do wprowadzenia zmian mających zapewnić temu krajowi status rynku wschodzącego. Podobają nam się działania rządu Rumunii na rzecz poprawy stanu rynków kapitałowych. Rząd, lokalna giełda papierów wartościowych, regulator rynku oraz kilka kluczowych podmiotów zaangażowanych w rumuński rynek kapitałowy ciągle pracują nad jego rozwojem. Jedną ze szczególnie istotnych inicjatyw w tym obszarze jest próba identyfikacji i eliminacji ośmiu barier powstrzymujących rozwój rynków kapitałowych. W połączeniu z inicjatywą rynkowego regulatora, tj. Urzędu ds. Nadzoru Finansowego, programy te mają zwiększyć dostęp inwestorów do rumuńskiego rynku.

Rumunia wdrożyła bardzo ambitny kodeks ładu korporacyjnego dla spółek skarbu państwa, który przynosi pozytywne rezultaty w przypadku różnych spółek, takie jak lepsze wyniki finansowe, zwiększona wydajność operacyjna, większa konkurencyjność i transparentność oraz skuteczniejszy nadzór nad działaniami zarządów. Uważamy, że działania na rzecz podniesienia poziomu ładu korporacyjnego muszą być kontynuowane, ponieważ czynnik ten ma kluczowe znaczenie dla wyników spółek skarbu państwa i przekonania potencjalnych inwestorów, że przedsiębiorstwa te podążają jednokierunkową drogą prowadzącą do restrukturyzacji.

Spółki skarbu państwa stanowią ważną część rumuńskiej gospodarki, a proces poprawy ich wydajności i rentowności musi być kontynuowany. Podnoszenie standardów ładu korporacyjnego to generalnie krok w dobrym kierunku, ale wiele jest jeszcze do zrobienia w kwestii poprawy poziomu niezależnych organów spółek, profesjonalnych menedżerów i debiutów giełdowych.

## **Inwestycje zagraniczne i rynki kapitałowe**

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Rumunii rosną. Według rumuńskiego banku centralnego (BNR), w ciągu pierwszych dwóch miesięcy 2015 r., bezpośrednie inwestycje zagraniczne poszły w górę o 45% rok do roku do 409 mln euro.<sup>[6]</sup>

Uważamy, że reformy strukturalne, włącznie z dążeniem do większej przewidywalności polityki budżetowej, połączone z nową umową kredytową z MFW, powinny zwiększyć zaufanie inwestorów do Rumunii. Ponadto, kroki w kierunku zwiększenia dostępu inwestorów do lokalnego rynku kapitałowego, który w przeszłości był dość ograniczony, także mogą przyciągnąć do Rumunii zagraniczny kapitał.

Naszym zdaniem, rozwój rynku kapitałowego i większa płynność BVB to czynniki, które przełożą się na większą atrakcyjność Rumunii dla inwestorów zagranicznych. Przewidywalna polityka fiskalna także ma bardzo duże znaczenie dla stymulowania inwestycji, dlatego należy unikać wprowadzania nowych lub zmieniania dotychczasowych przepisów poprzez rządowe rozporządzenia wprowadzane w trybie nadzwyczajnym. Sądzymy, że wszelkie zmiany powinny przechodzić przez parlament, a kluczowym elementem procesu legislacyjnego powinny być konsultacje społeczne.

### **Możliwości inwestycyjne - oraz ryzyko**

Akcje rumuńskich spółek generalnie wydają nam się niedoszacowane w porównaniu z innymi krajami w regionie. Przykładowo, w marcu 2015 r., wskaźnik cen do zysków dla rumuńskiego indeksu BET wynosił 9,9, w porównaniu z 10,1 w przypadku tureckiego XU100, 14,4 dla polskiego WIG oraz 13,6 dla węgierskiego BUX.<sup>[7]</sup> Ponadto, akcje rumuńskich spółek oferują także atrakcyjne dochody z dywidendy.

Niezmiennie dostrzegamy potencjalne możliwości w rumuńskich sektorach energetyki i infrastruktury. Kluczowymi czynnikami napędzającymi dobrą koniunkturę powinny być dalsze dążenia w kierunku prywatyzacji (w tym pierwsze oferty publiczne i prywatyzacje spółek skarbu państwa), które podniosą wydajność przedsiębiorstw, zwiększą poziom ładu korporacyjnego i poprawią absorpcję unijnych funduszy przyznanych Rumunii. Spodziewamy się, ponadto, dalszego wzrostu konsumpcji krajowej w warunkach ogólnej poprawy sytuacji ekonomicznej, a w konsekwencji także szybszej rekonwalescencji sektora bankowego.

Źródłem ryzyka związanego z inwestowaniem w Rumunii może być niestabilna sytuacja polityczna, brak nowego porozumienia z MFW, opóźnienie we wdrażaniu reform strukturalnych czy też niedostateczna absorpcja środków pozyskanych z UE. Ważnym problemem jest także brak przewidywalności, który zniechęca wielu inwestorów. Niezapowiedziany podatek od projektów budowlanych o specjalnym charakterze, które znacznie obniżył marże wielu spółek z sektora energetycznego, został wprowadzony niedługo po pierwszej ofercie publicznej jednego z tych przedsiębiorstw. Ponadto, regulowana stopa zwrotu dystrybutorów energii elektrycznej została obniżona zaledwie kilka miesięcy po pierwszej ofercie publicznej największego dystrybutora i dostawcy prądu w Rumunii.

### **Rumunia a euro**

Cel przewidujący wejście Rumunii do strefy euro do 2019 r. może być możliwy do osiągnięcia, o ile wzrost gospodarczy w tym kraju utrzyma dotychczasowe tempo i poprawi się w kluczowych obszarach. Według Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju, zdolność kraju do przyjęcia euro można ocenić na podstawie kilku czynników, takich jak prywatyzacja na małą i dużą skalę, ład korporacyjny, restrukturyzacja przedsiębiorstw, liberalizacja cen, handel, system wymiany walutowej i polityka dotycząca konkurencji. W porównaniu z sytuacją innych krajów w czasie ich wejścia do eurolandu, np. Słowacji (2009), Estonii (2011), Łotwy (2014) czy Litwy (2015), Rumunia nadal musi sporo zrobić przede wszystkim w obszarze ładu korporacyjnego, restrukturyzacji przedsiębiorstw czy polityki związanej z konkurencją. Postępy w tych obszarach mogą odblokować rumuński potencjał wzrostowy i przygotować Rumunię na przyjęcie euro do 2019 r.

### **Luzowanie ilościowe a Rumunia**

Uruchomiony przez Europejski Bank Centralny (EBC) program luzowania ilościowego podkreśla chęć banku centralnego do zasilenia rynków płynnością, co powinno odbić się korzystnie także na rumuńskim rynku kapitałowym.

Co więcej, program luzowania ilościowego zapewnia BNR większe pole manewru w zakresie rozluźniania polityki pieniężnej; w marcu, rumuński bank centralny zredukował kluczową stopę procentową do rekordowo niskiego poziomu 2%. Jednocześnie, presja spadkowa na oprocentowanie lokat i rentowność obligacji rządowych wynikająca z programu luzowania ilościowego EBC może dodatkowo stymulować wzrost inwestycji zagranicznych i konsumpcji.

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

*Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments (FTI). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.*

## **Jakie jest ryzyko?**

**Z inwestowaniem na rynkach zagranicznych związane jest określone ryzyko, m.in. ryzyko wahań kursów walut i ryzyko niestabilnej sytuacji gospodarczej i politycznej.** Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących.

---

[1] Źródło: Źródło: NSI Romania [www.insse.ro](http://www.insse.ro), kwiecień 2015 r.

[2] Źródło: Bank Światowy. Realizacja jakichkolwiek prognoz nie jest w żaden sposób gwarantowana.

[3] Źródło: Standard & Poor's, luty 2015 r. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

[4] Źródło: Eurostat, 2014.

[5] Źródło: rumuński Krajowy Instytut Statystyczny (INS).

[6] Źródło: rumuński bank centralny.

[7] Źródło: Bloomberg L.P. Dane na dzień 31 marca 2015 r. Wskaźniki cen do zysków to wskaźniki wyceny uwzględniające stosunek aktualnej ceny akcji do zysków na akcję. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa.