



Akcje małych spółek z rynków wschodzących: wyjątkowy potencjał wzrostowy

Sierpień 25, 2016



mobiustpolish

Rynki wschodzące niezmiennie wiodą prym wśród najprężniejszych i najszybciej rosnących gospodarek na świecie, a notowane przez nie stopy wzrostu produktu krajowego brutto (PKB) znacznie przewyższają w tym roku stopy wzrostu w świecie rozwiniętym, pomimo szeroko omawianego w mediach spowolnienia w niektórych krajach. Członkowie zespołu Templetona ds. rynków wschodzących uważają, że wyzwania, jakim muszą stawiać czoła niektóre kraje, sektory i spółki, takie jak przedsiębiorstwa energetyczne czy chińskie banki, przysłaniają interesujące możliwości w obszarze rynków wschodzących. W niniejszym artykule wraz z moim kolegą Chetanem Sehgałem, wiceprezesem wykonawczym, dyrektorem zarządzającym ds. Indii, CIO i dyrektorem ds. strategii inwestowania w światowe akcje spółek z rynków wschodzących / spółek o małej kapitalizacji w Templeton Emerging Markets Group, przedstawiamy spojrzenie naszego zespołu na wyjątkowe możliwości, jakie dostrzegamy wśród akcji spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących.

Uważamy, że akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących wciąż oferują solidny potencjał wzrostowy przy atrakcyjnych wycenach. Tę klasę aktywów postrzegamy, ponadto, jako lekceważoną przez większość inwestorów, co częściowo wynika z błędnych przekonań na temat zmienności, płynności i skali tego spektrum inwestycyjnego. Spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących mają kilka kluczowych pozytywnych atrybutów zarówno strukturalnych, jak i taktycznych, które łącznie przemawiają, według nas, za rozważeniem włączenia tej klasy aktywów do ogólnej ekspozycji na rynki wschodzące.

Ze strukturalnego punktu widzenia, segment mniejszych spółek z rynków wschodzących zapewnia inwestorom ekspozycję na tysiące przedsiębiorstw, które mają dostateczną płynność. Mniejsze spółki są zwykle słabiej zbadane i rzadziej kupowane przez inwestorów zagranicznych, co przekłada się na dysproporcje rynkowe, które można wykorzystać. Ponadto rodzaje ekspozycji, jaką najczęściej oferują małe spółki z rynków wschodzących dobrze uzupełniają inwestycje w duże przedsiębiorstwa z tych rynków, w szczególności w takich obszarach, jak ochrona zdrowia czy sektory związane z konsumpcją, stymulowane przez korzystne czynniki demograficzne i wzrost klasy średniej. Dlatego uważamy, że spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących w ujęciu łącznym mogą oferować solidny potencjał wzrostowy.

Jeżeli chodzi o taktykę, ostatnia wyprzedaż na wszystkich rynkach wschodzących zaowocowała, według nas, wyjątkowo atrakcyjnymi możliwościami związanymi z wyceną papierów. Co więcej, mniejsze spółki z rynków wschodzących mają zwykle większą ekspozycję na rynki lokalne, dzięki czemu notowały w przeszłości mniejszą korelację (tj. stopień synchronizacji) z większymi przedsiębiorstwami. Podobnie jak wszelkie inne inwestycje w akcje spółek z rynków wschodzących (a także inwestycje w akcje w ujęciu ogólnym), inwestowanie w mniejsze spółki wiąże się z nieodłącznym i zauważalnym ryzykiem, włącznie z ryzykiem straty zainwestowanego kapitału. Akcje mniejszych spółek charakteryzują się generalnie większą zmiennością wyceny niż papiery dużych przedsiębiorstw, szczególnie w krótkiej perspektywie. Małe spółki z rynków wschodzących cieszą się jednak coraz większym zainteresowaniem inwestorów instytucjonalnych i sądzimy, że oferują atrakcyjny stosunek ryzyka do zwrotów w obecnych warunkach ekonomicznych na świecie.

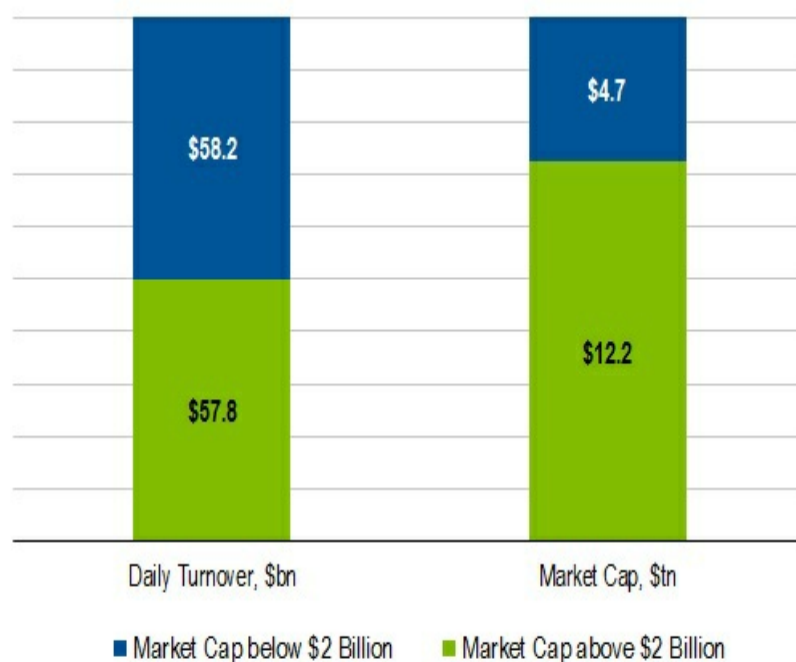
Potężne spektrum inwestycyjne i znacząca płynność

Pomimo rozpowszechnionych stereotypów, akcje małych spółek z rynków wschodzących nie są niszą inwestycyjną. Ta klasa aktywów obejmuje ponad 23 tysiące spółek, jej łączna kapitalizacja rynkowa sięga niemal 5 bln USD [1], a dzienne obroty wynoszą blisko 60 mld USD; spółki te mają zatem znaczący udział w całkowitej płynności i kapitalizacji rynkowej rynków wschodzących, co ilustruje poniższy wykres. Sam rozmiar spektrum inwestycyjnego małych spółek z rynków wschodzących zapewnia liczne możliwości związane z odkrywaniem niedoszacowanych spółek. Innym aspektem tej klasy aktywów (co także zaznaczono na wykresie) jest łączna płynność generalnie porównywalna z płynnością akcji dużych przedsiębiorstw, co również nie jest zgodne z rozpowszechnionymi poglądami na ten temat. Nieproporcjonalnie duża część akcji małych spółek z rynków wschodzących zwykle znajduje się w portfelach krajowych inwestorów indywidualnych, którzy częściej przeprowadzają transakcje niż zagraniczni inwestorzy instytucjonalni, ponieważ zazwyczaj mają znacznie krótszy horyzont inwestycyjny; to zjawisko przekłada się na większą płynność.

Akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących mają nieproporcjonalnie niski udział w dziennych obrotach



Dane na dzień 31 marca 2016 r.



Źródła: Bloomberg, MSCI. Spektrum inwestycyjne obejmuje wszystkie notowane na giełdzie akcje spółek z rynków wschodzących ujęte w indeksach MSCI Emerging Markets Index i MSCI Frontier Markets Index. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

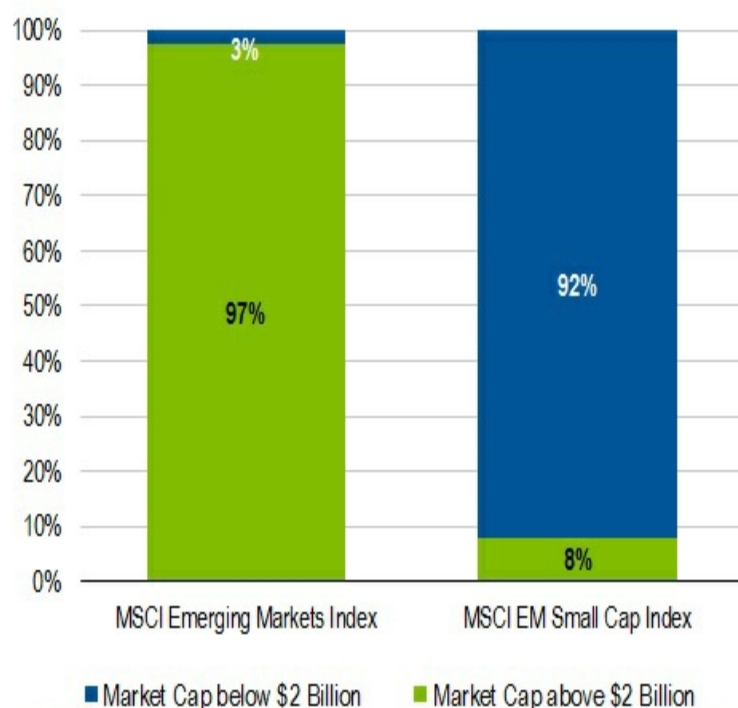
Lekceważone i niedostatecznie zbadane

Kolejny wykres przedstawia poziom ekspozycji na spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących indeksu MSCI Emerging Markets Index — benchmarku często wykorzystywanego jako barometr wyników akcji z rynków wschodzących jako klasy aktywów. Widzimy, że udział ekspozycji na małe spółki z rynków wschodzących w tym benchmarku wynosi zaledwie 3%, natomiast pod względem kapitalizacji rynkowej spółki te stanowią 28% całego spektrum inwestycyjnego rynków wschodzących.^[2] Ta różnica sygnalizuje strukturalne niedoważenie tej klasy aktywów w portfelach inwestorów, którzy stosują strategię opartą na indeksie.

Akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących reprezentowane w indeksach rynków wschodzących



Dane na dzień 31 marca 2016 r.



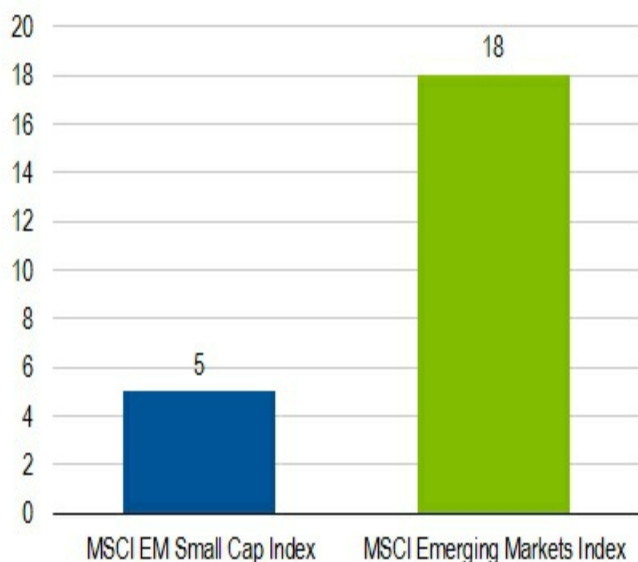
Źródło: FactSet. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

Mniejsze spółki z rynków wschodzących są nie tylko niedostrzegane przez wielu inwestorów, ale są także słabiej zbadane. Jest to związane nie tylko z ogromną liczbą spółek, ale także z niewielkimi zasobami dostępnych informacji oraz ograniczoną bazą inwestorów, wśród których wyniki takich badań można rozpowszechniać. Nie dziwi zatem fakt, że mediana liczby akcji małych spółek z rynków wschodzących rekomendowanych do analiz jest znacznie niższa niż ten sam wskaźnik dla akcji większych przedsiębiorstw z rynków wschodzących. Równie istotna jest znacznie większa liczba akcji, które praktycznie w ogóle nie były poddane analizom. Dostępność wyników analiz jest jeszcze mniejsza w przypadku dużej liczby akcji małych spółek z rynków wschodzących, które nie są ujęte w benchmarku. Prawdopodobieństwo niedoszacowania akcji względnie nieznannej małej spółki z rynku wschodzącego, która nie jest obecna w indeksie jest znacznie większe niż szansa na niedoszacowanie dużego przedsiębiorstwa z licznymi rekomendacjami analityków.

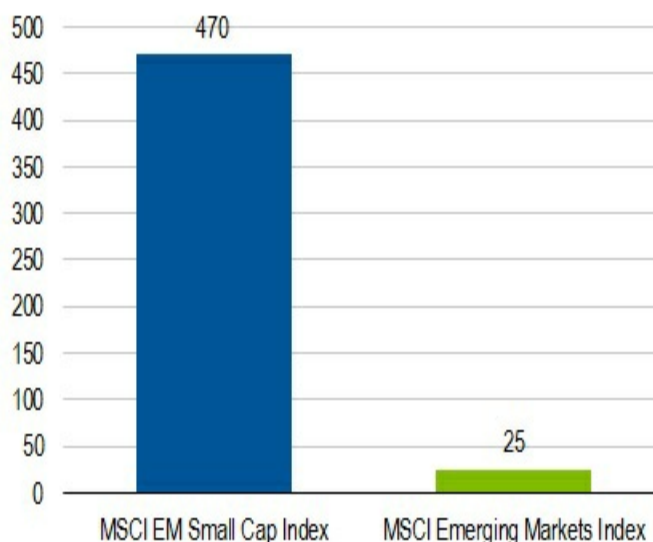
Akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących są słabo zbadane przez analityków w porównaniu z szerszym spektrum rynków wschodzących

Dane na dzień 31 marca 2016 r.

Median Analyst Recommendations



Number of Stocks with Negligible Research Coverage



Przedstawione informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny.

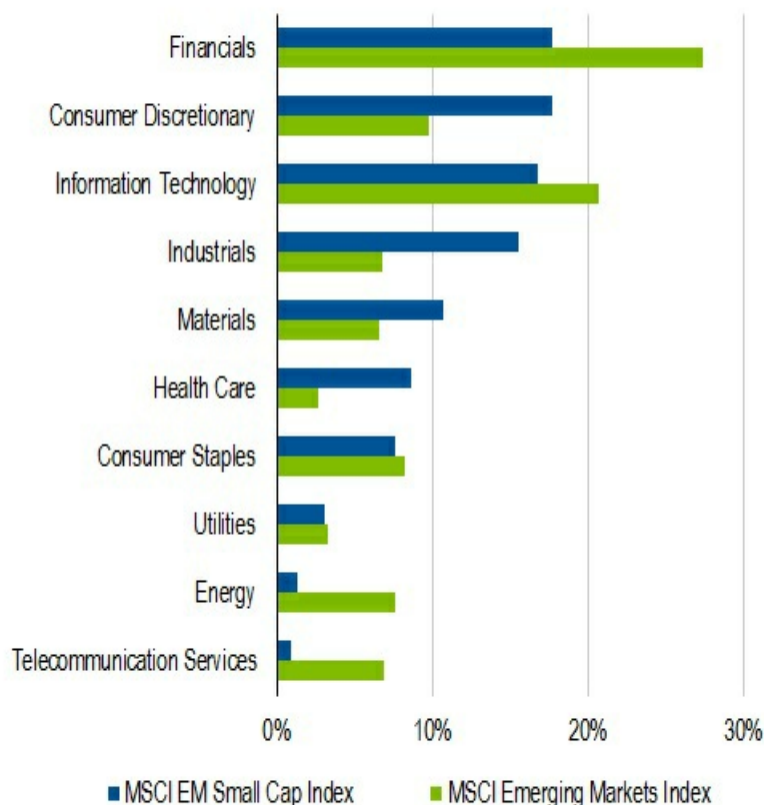
Źródło: FactSet. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

Lokalna ekspozycja na rynki wschodzące

W kontekście ogólnych długofalowych sukcesów rynków wschodzących jako światowych gospodarek oraz jako kategorii aktywów kapitałowych należy wspomnieć, że większość krajów zaliczanych do rynków wschodzących zintegrowała się z gospodarką światową jak nigdy wcześniej. W rezultacie odnoszące największe sukcesy tamtejsze spółki o największych rozmiarach zaczęły wychodzić poza swe rynki krajowe oraz eksportować i inwestować na całym świecie. Ceny akcji wielu spośród tych spółek nie są już zatem uzależnione wyłącznie od czynników krajowych. Przykłady takich przedsiębiorstw można znaleźć w branży elektronicznej, przemyśle motoryzacyjnym czy sektorach związanych z konsumpcją; są to spółki, które generują znaczącą część swych przychodów w gospodarkach rozwiniętych, a nie na swych rynkach krajowych. Z kolei mniejsze spółki z rynków wschodzących oferują dokładnie taką ekspozycję, jaka od początku przyciągała inwestorów na te rynki, czyli ekspozycję na popyt krajowy, korzystne czynniki demograficzne, lokalne inicjatywy reformatorskie oraz innowacyjne niszowe produkty, które często są podstawowymi motorami wzrostu. W rezultacie sektory, na które inwestorzy kupujący akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących mają ekspozycję znacząco różnią się od sektorów, na które ekspozycję zapewniają akcje większych przedsiębiorstw, co widać na kolejnym wykresie.

Zestawienie alokacji sektorowej indeksów małych i dużych spółek z rynków wschodzących

Dane na dzień 31 marca 2016 r.



Źródło: FactSet. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

Indeks MSCI Emerging Markets Index jest nieproporcjonalnie zdominowany przez ekspozycję na sektory finansów, energetyki, technologii informatycznych oraz telekomunikacji/usług komunalnych. Sektory te zwykle są bardziej podatne na wpływ trendów globalnych lub krajowych trendów makroekonomicznych — czy to poprzez dług powiązany z krajowym rynkiem nieruchomości, czy też poprzez globalne ceny ropy lub politykę realizowaną przez rząd.

Co więcej, wśród akcji spółek o dużej kapitalizacji większą przewagę mają papiery spółek skarbu państwa; choć przedsiębiorstwa państwowe często są, według nas, dobrze zarządzane, interesy podstawowego właściciela nie zawsze są zgodne z interesami inwestorów posiadających pakiety mniejszościowe.

Akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących oferują największą ekspozycję na szybciej rosnące sektory, takie jak dobra wyższego rzędu czy ochrona zdrowia. Takie przedsiębiorstwa zwykle w większym stopniu koncentrują się na rynkach lokalnych, a wiele z nich to dominujący gracze w mniejszych branżach. Najskuteczniejsze małe spółki z rynków wschodzących wykorzystują te lokalne atuty na potrzeby międzynarodowego rozwoju, przygotowując grunt pod stopniową transformację w średnie lub nawet duże przedsiębiorstwa. Różnice w ekspozycji ekonomicznej mogą być znaczące nawet w obrębie jednego sektora. Przykładowo, w sektorze materiałów mamy przedsiębiorstwa wydobywcze, które z natury zwykle mają dużą kapitalizację i są bardzo podatne na wpływ czynników zewnętrznych, takich jak światowe ceny surowców. Mniejsze spółki z sektora materiałów z rynków wschodzących to, na przykład, producenci cementu, mający większą ekspozycję na lokalne czynniki gospodarcze i dynamikę popytu.

Dysproporcje rynkowe

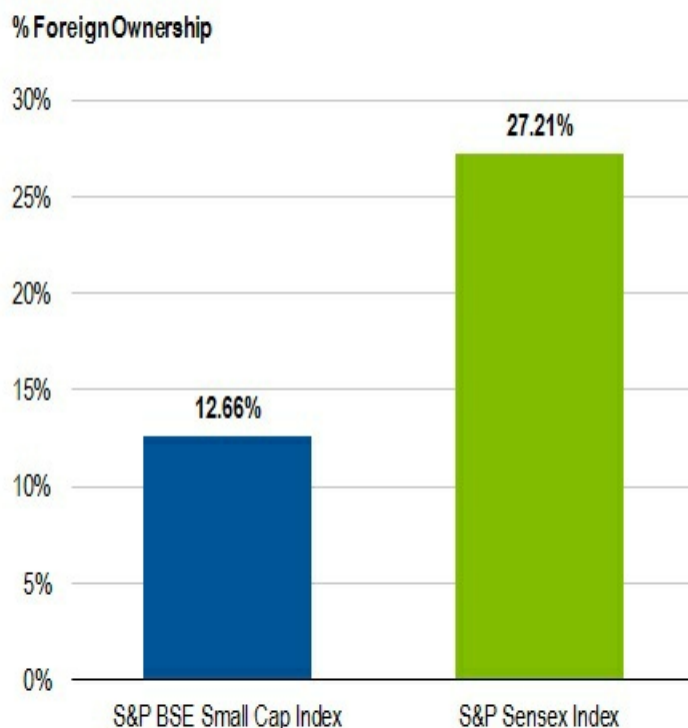
Ekspozycja mniejszych spółek z rynków wschodzących przede wszystkim na krajowe czynniki ekonomiczne połączona z generalnie niedostateczną wiedzą na temat ich akcji przekłada się nie tylko na nieadekwatną do rzeczywistej wartości wycenę papierów poszczególnych spółek, ale także na ogólne dysproporcje na poziomie całego rynku. Indie są dobrym przykładem gospodarki, w której występują takie trendy, co wynika z ogromnej liczby małych spółek dostępnych dla inwestorów oraz wyjątkowo silnym odchyleniem w strukturze własności tych spółek w kierunku inwestorów lokalnych. Na przykładzie Indii moglibyśmy pokazać jak typowo krajowa dynamika i inne czynniki przekładają się na nieskorelowane zwroty dla inwestorów.

W okresie pomiędzy globalnym kryzysem finansowym z lat 2008–2009 a końcem roku kalendarzowego 2014 r. przeważającą część kapitału napływającego na indyjski rynek akcji stanowił kapitał inwestorów zagranicznych, podczas gdy inwestorzy krajowi przesuwali swe inwestycje w kierunku „realnych aktywów”, takich jak nieruchomości i złoto. Napływ kapitału zagranicznego pochodzącego z inwestycji opartych na indeksie jest z założenia skoncentrowany przede wszystkim na ujętych w indeksie spółkach o dużej kapitalizacji, co tylko powiększa nieproporcjonalnie duży udział dużych przedsiębiorstw w portfelach inwestorów zagranicznych. Problem ten dodatkowo pogłębia ograniczona ilość analiz akcji nieobecnych w indeksie lub akcji spółek o małej kapitalizacji, przez co wielu inwestorów wykazuje podobne preferencje dla dużych przedsiębiorstw i papierów ujętych w indeksie.

Następny wykres pokazuje, że inwestycje zagranicznych inwestorów stanowią ok. 27% wartości indeksu S&P BSE Sensex Index reprezentującego szeroki indyjski rynek akcji, ale ich udział w wartości indeksu S&P BSE Small Cap Index wynosi już tylko 13%.^[3] W rezultacie akcje indyjskich spółek o małej kapitalizacji mają generalnie większą ekspozycję na gospodarkę krajową nie tylko poprzez prowadzoną przez te spółki działalność, ale także poprzez zachowania lokalnych inwestorów.

Akcje indyjskich spółek: inwestorzy zagraniczni

Dane na dzień 7 czerwca 2016 r.



Źródło: Bloomberg. S&P BSE Sensex Index odzwierciedla wyniki 30 największych, najbardziej płynnych i mających solidną kondycję finansową spółek z najważniejszych sektorów indyjskiej gospodarki. S&P BSE Small Cap Index odzwierciedla wyniki segmentu indyjskiego rynku akcji obejmującego spółki o małej kapitalizacji. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

Pomiędzy 2009 r. a 2013 r. negatywne lokalne nastroje w stosunku do akcji przełożyły się na znaczące rabaty w wycenie akcji indyjskich spółek o małej kapitalizacji w porównaniu z papierami dużych przedsiębiorstw, podczas gdy w wielu krajach mniejsze spółki były droższe ze względu na szybsze tempo wzrostu. Rok 2014 przyniósł jednak zmianę nastrojów, gdy stało się jasne, że partia Bharatiya Janata (BJP) pod wodzą wykazującego reformatorskie i probiznesowe nastawienie Narendry Modiego zwycięży w krajowych wyborach, co przełożyło się na napływ dużych ilości kapitału krajowego na rynek. To z kolei wywołało błyskawiczne przeszacowanie wyceny indyjskich spółek o małej kapitalizacji, zarówno w porównaniu z wyceną dużych przedsiębiorstw, jak i w wartościach bezwzględnych.

Potencjał wzrostowy

Uważamy, że rynki wschodzące mogą stanowić jasny punkt na miejscami niewyraźnej gospodarczej mapie świata. Ogólne globalne stopy wzrostu konsekwentnie rozczarowują od czasu globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009, a Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) co roku obniża swoje prognozy; ostatnio MFW dokonał takiej obniżki w kwietniu 2016 r., prognozując wzrost światowego PKB za 2016 r. na poziomie 3,2%.^[4] **W okresie sześciu lat do 2008 r. wkład rynków wschodzących w przyspieszenie globalnego wzrostu w ujęciu rocznym wynosił do 70%^[5] i pomimo pewnego umiarkowania od tamtego czasu zagregowane stopy wzrostu PKB wciąż są znacznie wyższe niż wzrost notowany na rynkach rozwiniętych. W warunkach tak słabego globalnego wzrostu, inwestowanie w mniejsze spółki z rynków wschodzących może zapewniać ekspozycję na wiele spośród najszybciej rosnących przedsiębiorstw z najszybciej rosnących krajów na świecie. Warto także przypomnieć, że jest to typowo organiczny wzrost stymulowany przez dynamikę lokalnych rynków, a nie globalne czynniki makroekonomiczne czy inżynierię finansową w postaci wykupu akcji, czyli politykę agresywnie wdrażaną w szczególności w Stanach Zjednoczonych, ale także na rynkach rozwiniętych w szerszym ujęciu. Poza wzrostem organicznym mniejsze spółki z rynków wschodzących mogą także notować wzrosty cen akcji będące efektem włączenia do indeksu (które przyciągnie pasywny kapitał inwestorów oraz zwiększy zainteresowanie analityków z domów maklerskich, co z kolei pozwoli przyciągnąć także kapitał aktywny) oraz mogą stawać się celami fuzji i przejęć; są to czynniki stymulujące wzrost, w dużej mierze niezależne od sytuacji makroekonomicznej.**

Po omówieniu błędnych przekonań oraz pewnych pozytywnych aspektów dodania akcji mniejszych spółek do portfela, należy wspomnieć także o związanych z tym wyzwaniach. Należy przede wszystkim zrozumieć, że jest wiele małych spółek z rynków wschodzących, które pozostaną małe z różnych przyczyn, takich jak kwestie związane z ładem korporacyjnym, niska jakość zarządzania, brak wzrostu całego rynku czy inne czynniki. Inwestorzy muszą starać się ustalić które spośród tych spółek odniosą sukces w dłuższej perspektywie. Niemniej jednak, w obliczu tak ogromnej liczby słabo zbadanych i niedoinwestowanych spółek dostępnych dla inwestorów, sądzimy, że możliwości związane z ekspozycją na małe przedsiębiorstwa z rynków wschodzących wydają się kuszące przy założeniu koncentracji na indywidualnej analizie fundamentalnej.

Komentarze, opinie i analizy zaprezentowane w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiegokolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Informacja natury prawnej

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Inwestowanie w zagraniczne papiery wartościowe wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie 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. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Akcje mniejszych spółek charakteryzują się generalnie większą zmiennością wyceny niż papiery dużych przedsiębiorstw, szczególnie w krótkiej perspektywie.

^[1] Źródło: Bloomberg, dane na dzień 31 grudnia 2015 r. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

[2] Źródło: FactSet. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

[3] Źródło: Bloomberg. S&P BSE Sensex Index odzwierciedla wyniki 30 największych, najbardziej płynnych i mających solidną kondycję finansową spółek z najważniejszych sektorów indyjskiej gospodarki. S&P BSE Small Cap Index odzwierciedla wyniki segmentu indyjskiego rynku akcji obejmującego spółki o małej kapitalizacji. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie franklintempletondatasources.com.

[4] Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy; „World Economic Outlook”, kwiecień 2016 r.

[5] Źródło: Bank Światowy, wskaźniki ogólnoświatowego rozwoju (World Development Indicators), dane na dzień 2 maja 2016 r.