

Czy sektor medyczny będzie czarnym koniem kolejnej hossy?

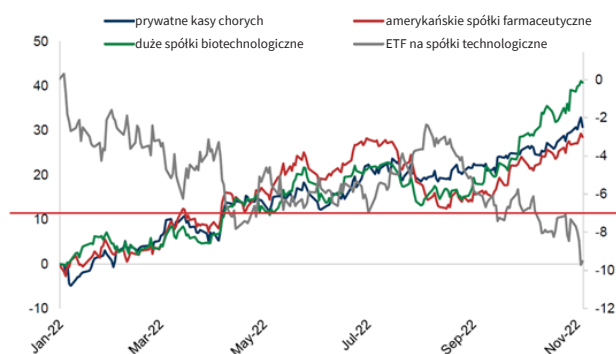
Materiał analityczny ekspertów TFI PZU

W cieniu giełdowej bessy 2022 r. trwa przepływ globalnego kapitału ze spółek technologicznych m.in. w kierunku medycznych. Czy to preludium do przejścia przez sektor ochrony zdrowia (health care) koszulki lidera kolejnej hossy? Czas pokaże. Nawet jeśli nie, to unikalny defensywno-innowacyjny miks czyni tę klasę aktywów bardzo ciekawym uzupełnieniem długoterminowego portfela akcyjnego.

W okresie trwającego rynku niedźwiedzia kapitał szerokim strumieniem odpłynął z rynku akcji w poszukiwaniu (przynajmniej częściowo) bezpieczniejszych przystani. To co jednak może umknąć na pierwszy rzut oka to fakt, że od początku 2022 r. relatywna siła sektora ochrony zdrowia utrzymuje się zarówno w miesiącach spadkowych, jak i wzrostowych szerokiego rynku. Sugeruje to nam, że tegoroczna zawierucha i bessy na rynkach kamufluje pewne procesy związane z realokacją kapitału przez globalnych inwestorów. Chodzi o częściowy **przepływ aktywów ze spółek technologicznych – będących liderami poprzedniej 12-letniej hossy – do medycznych.**

Czy spółki medyczne będą liderami kolejnej hossy? Tego nie wiemy, ale na te same procesy co my zwracają uwagę analitycy jednego z wiodących banków inwestycyjnych. W swoim raporcie wskazują na prawdopodobną silną rotację kapitału amerykańskich inwestorów instytucjonalnych z sektora technologicznego do sektora ochrony zdrowia. Obrazuje to zachowanie funduszy pasywnych (ETF) odwzorowujących te segmenty przedstawione na poniższym wykresie. Fundusz XLK, który śledzi najważniejsze amerykańskie spółki z sektora technologicznego, zachowuje się wyraźnie gorzej od indeksu S&P 500. Równocześnie na tle indeksu szerokiego rynku zyskują spółki farmaceutyczne, duże spółki biotechnologiczne i abonamentowe kasy chorych.

Relatywne stopy zwrotu z wybranych funduszy ETF (technologicznych i ochrony zdrowia) na tle S&P 500 od początku 2022 r.



Źródło: Goldman Sachs Global Investment Research, FactSet.

Strategia na każde czasy

Niezależnie od tego, które spółki zostaną „the next big thing”, czyli przebojem kolejnej giełdowej hossy, warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną ciekawą zależność. **Na trudnym rynku sektor ochrony zdrowia zachowuje się wyraźnie lepiej niż tzw. szeroki rynek.**

W krótkiej perspektywie od początku roku, na 31 października 2022 r. sektorowy indeks MSCI World Health Care zanotował spadek o 10,39%, podczas gdy indeks MSCI World obejmujący grono rynków rozwiniętych stracił ponad dwukrotnie więcej (-21,17%). Dużo ciekawsze wnioski płyną z analizy zachowania spółek z różnych sektorów amerykańskiego indeksu giełdowego S&P 500 przed, w trakcie i po recesji w ciągu ostatnich czterdziestu lat. Dane od 1980 r. pokazują, że **gdy rośnie ryzyko recesji, w trakcie recesji i zaraz po jej zakończeniu, warto postawić na spółki medyczne.**

Zachowanie sektora ochrony zdrowia na tle S&P 500, wybranych sektorów i klas aktywów

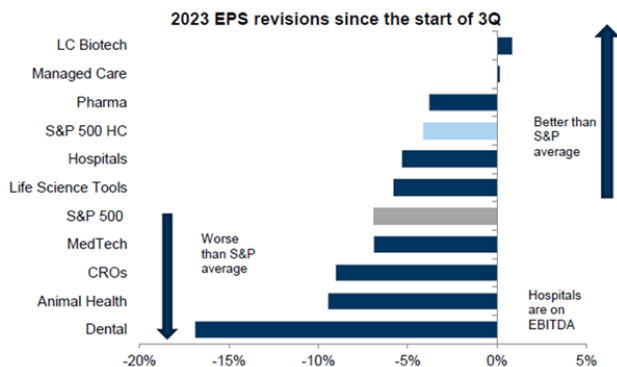
	# m-cy przed rozpoczęciem recesji			recesja		# m-cy po rozpoczęciu recesji		
	-12M	-6M	-3M	(okres)	(p.a.)	+3M	+6M	+12M
S&P 500	8,6%	-3,1%	0,6%	-9,1%	-12,0%	6,0%	9,6%	13,1%
Finansowy	11,3%	-2,8%	1,0%	-14,9%	-21,2%	5,9%	10,5%	19,4%
Ochrony zdrowia	24,0%	6,4%	4,7%	3,0%	5,4%	2,7%	5,3%	4,7%
Informacyjny	7,6%	-4,0%	-0,5%	-4,9%	-7,5%	5,7%	9,2%	11,6%
Spółki wzrostowe (growth)	8,4%	-5,5%	0,6%	-6,1%	-6,6%	6,4%	10,3%	13,1%
Spółki wartościowe (value)	8,6%	-0,7%	0,5%	-12,8%	-17,8%	6,1%	10,4%	15,2%
Rentowność 10-letnich obligacji USA	-7,3%	-8,3%	-6,3%	-19,4%	-25,8%	-4,8%	8,8%	25,3%

Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane: Kenneth French, Bloomberg, Evercore ISI Research.

Oczywiście są to dane historyczne i nie ma gwarancji, że sektor medyczny będzie przynosił dodatnie stopy zwrotu podczas każdej recesji i w każdych trudniejszych warunkach rynkowych. Z pewnością można jednak oczekiwać, że będzie się zachowywał lepiej od szerokiego rynku – tak ja ma to miejsce obecnie.

Zwracamy także uwagę na relatywną odporność wskazywanych wcześniej branż w USA (duża biotechnologia, kasy chorych, branża farmaceutyczna i szpitale) w kontekście trwającego urealniania prognoz zysków na prawdopodobnie recesyjny 2023 r. Prognozy zysków tych spółek wydają się dużo solidniejsze niż reszty, dlatego nie są poddawane tak dużej rewizji w dół jak szeroki rynek w Stanach Zjednoczonych lub cykliczne składowe sektora medycznego (wykres poniżej).

Zachowanie sektora ochrony zdrowia na tle S&P 500, wybranych sektorów i klas aktywów



Źródło: Goldman Sachs Global Investment Research, FactSet.

Ciekawostką jest też to, że sektor ochrony zdrowia, pomimo relatywnie dobrego zachowania w tym roku, na 23 listopada wciąż był wyceniany niżej niż inne sektory defensywne z indeksu S&P 500. Na ten dzień wskaźnik cena/zysk – obliczony na bazie wyników prognozowanych na kolejne 12 miesięcy – dla sektora health care wynosił ok. 17,7x, podczas gdy dla utilities (spółek użyteczności publicznej) i consumer staples (spółek z branży podstawowych dóbr konsumpcyjnych) kształtował się na poziomie odpowiednio 19,4x i 21,7x.

Sprzyjające trendy sekularne – mocny argument za wzrostami

Inwestowanie w spółki z sektora ochrony zdrowia może się sprawdzić nie tylko w trudniejszych czasach – to także ciekawa strategia długoterminowa. Dowodem na to jest relatywnie lepsze zachowanie spółek o tym profilu w relacji do indeksu S&P 500 w horyzoncie wieloletnim. Od 1990 do 2022 r. indeks sektorowy S&P 500 Health Care wyprzedzał szeroki rynek średnio o 1,7% rocznie.

Relatywne zachowanie sektora ochrony zdrowia w relacji do S&P 500



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane: Bloomberg.

Skąd ta przewaga?

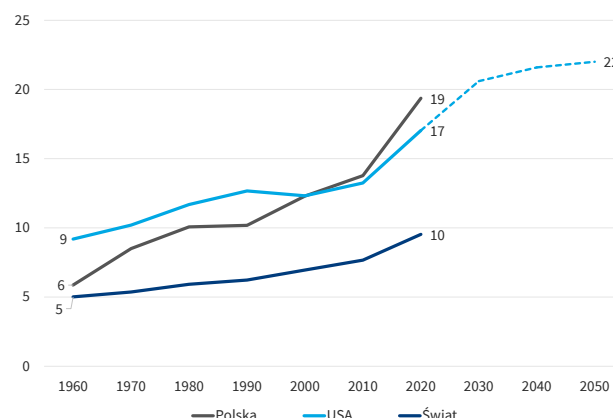
Pierwszym wyjaśnieniem może być **unikalny, defensywno-innowacyjny profil sektora ochrony zdrowia**. Defensywna specyfika sektora pozwala mu na relatywnie dobre zachowanie w fazie spowolnienia gospodarczego lub recesji, dzięki niskiej wrażliwości przychodów na PKB. To czyni go całkowitym przeciwieństwem polskiej giełdy, która jest

zdecydowanie cykliczna (ok. 85-90% spółek z indeksu WIG jest mocno uzależnionych od koniunktury w gospodarce). Komponent innowacyjny sprawia natomiast, że wybrane spółki medyczne charakteryzują się historycznie wysoką dynamiką przychodów i nie ma przesłanek, aby to miało się zmienić w przyszłości.

Drugim wyjaśnieniem, a zarazem kluczowym argumentem w ocenie atrakcyjności spółek z sektora ochrony zdrowia są **silne, sprzyjające trendy sekularne**. „Sekularne”, czyli wyraziste – łatwe do identyfikacji i statystycznej weryfikacji – trendy napędzające fundamentalne zmiany w gospodarce, takie jak zmieniające się zachowania konsumentów, zmiany demograficzne czy rozwój nowych technologii.

Dla spółek z sektora ochrony zdrowia najważniejsze są postępujące zmiany demograficzne – przede wszystkim starzejące się społeczeństwa. Na przestrzeni ostatnich 60 lat w USA udział osób w wieku 65+ wzrósł z 9 do 17%. Według prognoz Banku Światowego będzie dalej rósł, osiągając do 2050 r. poziom 22%. Podobny, choć mniej dynamiczny, trend widać na całym świecie, podczas gdy Polska jest jednym z najszybciej starzejących krajów Unii Europejskiej

Populacja w wieku 65 lat i więcej (% całej populacji)



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane: data.worldbank.org oraz statista.com.

Jednocześnie nawet w starszym wieku czujemy się młodo chcemy i jak najdłużej pozostać aktywni – realizować swoje pasje czy podróżować. Rosnąca populacja osób starszych w połączeniu z coraz wyższymi oczekiwaniami co do jakości życia w dojrzałym wieku spowodowały, że **w ciągu ostatnich 20 lat wzrost wydatków na ochronę zdrowia na świecie w przeliczeniu na jedną osobę wzrósł o ponad 100%**.

Prognozuje się, że tylko w USA w latach 2021-2028 wydatki na zdrowie wzrosną prawie o połowę, do 6,2 biliona dolarów, co oznacza dynamikę na poziomie 5,7% rocznie. Jest przy tym bardzo prawdopodobne, że przy najbliższej aktualizacji – ze względu na wysoką inflację – prognozy te zostaną zrewidowane w górę.

Rosnący popyt na leki, urządzenia i usługi medyczne przekłada się na wzrost przychodów spółek które je sprzedają, a w rezultacie na pulę wolnych środków pieniężnych, które mogą zostać przeznaczone na rozwój. W sektorze ochrony zdrowia wielkość **nakładów na innowacje (R&D)** w stosunku

do przychodów wynosi ok. 8,5%, co czyni go drugim najbardziej innowacyjnym w indeksie S&P 500 – zaraz za branżą technologiczną, w której ta proporcja wynosi 11%.

Jeden sektor, wiele różnych branż

Sektor ochrony zdrowia to nie monolit. Dla przykładu, w skład indeksu MSCI World Health Care, który daje najlepszą ekspozycję na spółki medyczne na całym świecie, wchodzi sześć branż:

- **Producenci leków chemicznych i biologicznych, a także szczepionek (pharmaceuticals)**, z dominującym ok. 40-procentowym udziałem w indeksie. Są wśród nich giganci jak Johnson & Johnson, Merck, Pfizer czy AstraZeneca. Po wybuchu pandemii COVID-19, gdy media szeroko komentowały postępy prac nad szczepionkami, zapewne większość z nas zetknęła się z tymi nazwami. Producenci leków to grupa spółek o stabilnej sytuacji finansowej, przychodach w niewielkim stopniu uzależnionych od aktualnej koniunktury i regularnie dzielących się dywidendą.
- **Spółki biotechnologiczne (biotechnology)**, np. Regeneron, Moderna, a z polskiego podwórka chociażby Ryvu Therapeutics. Ich działalność skupia się przede wszystkim na odkrywaniu nowych leków – cząsteczek nowej generacji zastępujących istniejące już terapie schorzeń oraz leków leczących choroby dotychczas nieuleczalne. W przeciwieństwie do spółek farmaceutycznych są to firmy, które często przez długie lata nie generują przychodów. Jednocześnie pochłaniają bardzo duże ilości kapitału, którego źródłem są m.in. granty, kapitał z emisji akcji czy środki pozyskane z innych źródeł (np. partneringu). Okrywanie nowych leków jest obciążone dużym ryzykiem niepowodzenia, ale w przypadku sukcesu nagroda w postaci przepływów pieniężnych często jest liczona w setkach milionów, a nawet miliardach dolarów.
- **Spółki z branży nauk medycznych, narzędzi i usług (life sciences tools & services)**, jak Thermo Fisher Scientific, Agilent, Lonza czy polska Selvita. To firmy, które świadczą specjalistyczne usługi badawcze, bioinformatyczne (np. opracowywanie systemów do zarządzania informacją laboratoryjną albo zaawansowanych prac nad DNA/RNA czy białkami) i analityczne (np. w zakresie danych biologicznych i medycznych). Firmy z tej branży też zajmują się rozwojem nowych cząsteczek na zlecenie innych firm.
- **Producenci urządzeń i zapasów medycznych (health care equipment & supplies)**, czyli wszystkich rzeczy zużywalnych wykorzystywanych w opiece zdrowotnej. Reprezentantami są światowi giganci, jak Abbot czy Medtronic, ale także Dexcom czy Hoya – dostawca zaawansowanych technologii optycznych, o którym zapewne słyszeli posiadacze soczewek kontaktowych czy okularów.

- **Świadczeniodawcy usług zdrowotnych (health care providers & services)** – operatorzy szpitali, sieci diagnostyczne, sieci aptek, dystrybutorów sprzętu medycznego czy zagraniczne kasy chorych.
- **Spółki technologiczne z obszaru medycyny (health care technology)**, które zajmują się między innymi usługami telemedycznymi lub oferują aplikacje chmurowe dedykowane sektorowi ochrony zdrowia. Mają jednak niewielki, bo zaledwie ok. 1-procentowy udział w sektorze ochrony zdrowia.

Zróznicowanie branżowe w ramach sektora ochrony zdrowia wyraźnie wyróżnia sektor health care na tle innych, bardziej jednolitych sektorów. Największe plusy takiej charakterystyki z perspektywy inwestora to duży wybór spółek o różnorodnych modelach biznesowych, poziomie ryzyka i różnej wrażliwości na cykl koniunkturalny (choć co do zasady spółki medyczne są defensywne).

Globalna ekspozycja z lokalnym akcentem

Jak wskazaliśmy, inwestowanie w spółki medyczne ma wiele zalet – zarówno w czasach recesji, jak i w długim terminie. **Efektywna inwestycja w spółki z sektora ochrony zdrowia wymaga jednak wyjścia za granicę.** W indeksie WIG, który odzwierciedla szeroki rynek w Polsce, udział tych podmiotów wynosi ok. 2%. W indeksie MSCI World – z udziałem na poziomie 15% – spółki medyczne stanowią drugą największą grupę, zaraz po sektorze informatycznym. Dla polskich inwestorów, którzy wykazują silną preferencję lokalnych aktywów (tzw. home bias), fundusze inwestycyjne zagospodarowujące tę niszę mogą być więc bardzo dobrym pomysłem na uzupełnienie portfela akcyjnego i poprawę jego relacji zysk vs. ryzyko – poprzez dywersyfikację sektorową i geograficzną.

W celu jak najlepszego wykorzystania potencjału spółek medycznych działających na świecie subfundusz PZU Medyczny (PZU FIO Parasolowy) w październiku 2018 r. przyjął za swój benchmark indeks MSCI World Health Care. W rezultacie dominujący, obecnie ponad 70-procentowy udział w strukturze geograficznej portfela mają Stany Zjednoczone. To właśnie w USA działa najwięcej spółek z sektora ochrony zdrowia, na czele z globalnymi liderami w swoich dziedzinach. Drugi istotny komponent stanowią firmy z Europy – w tym Szwajcarii, Polski, Wielkiej Brytanii, Danii i Irlandii. Reprezentantem Azji w portfelu jest Japonia.

Oparcie się subfunduszu PZU Medyczny na indeksie MSCI World Health Care (w 90% – pozostałą, niewielką część stanowi poduszka płynnościowa) już na starcie oferuje inwestorom kompleksowe pokrycie sektora, a jednocześnie bardzo dobrą dywersyfikację w ramach poszczególnych branż. Jednocześnie zarządzający ma możliwość odchyłania się od tego wzorca i przeważania bądź niedoważania spółek w portfelu – w zależności od analizy wyników i perspektyw konkretnych emitentów. Przykładowo w obecnych, trudniejszych czasach w portfelu są doważane spółki bardziej defensywne, np. farmaceutyczne.

Podsumowanie – dlaczego warto postawić na zdrowie?



Demografia

Zmiany demograficzne i rosnące oczekiwania pacjentów napędzają strukturalny wzrost znaczenia sektora w gospodarce.

Konsekwencją jest wzrost przychodów i wolnych przepływów pieniężnych (FCF) oraz relatywna siła względem szerokiego rynku akcji.



Innowacje

Ochrona zdrowia to drugi najbardziej innowacyjny sektor w S&P 500.

Jest eksponowany na wiele ciekawych trendów w medycynie i technologii.



Zróżnicowanie

Sektor medyczny to mocno zróżnicowany segment rynku akcji. Są w nim zarówno spółki value jak i growth.

Dzięki temu w niemal każdej fazie rynku można wyszukać w nim ciekawe inwestycje umożliwiające osiągnięcie „alfy” – czyli wyniku lepszego od benchmarku.



Defensywność

Defensywność i specyfika sektora sugerują relatywnie dobre zachowanie w fazie spowolnienia gospodarczego lub recesji, dzięki niskiej wrażliwości przychodów na PKB.



Korzyści portfelowe

Defensywny charakter sektora ochrony zdrowia jest całkowitym przeciwieństwem polskiej giełdy, która jest zdecydowanie cykliczna.

Dzięki temu stanowi znakomite uzupełnienie portfeli akcyjnych Polaków, które są zdominowane przez lokalne aktywa.

OPIS RYZYKA

Korzyściom wynikającym z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa funduszu PZU Medyczny (PZU FIO Parasolowy) („Fundusz”) towarzyszą również ryzyka, w tym ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji, ryzyko wystąpienia okoliczności, na które uczestnik Funduszu nie ma wpływu, np. likwidacja Funduszu (subfunduszu), a także ryzyko inflacji, ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych oraz ryzyko operacyjne. Wśród ryzyk związanych z inwestowaniem należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyka dotyczące polityki inwestycyjnej, w tym ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe (w tym ryzyko rozliczenia), ryzyko związane z zawieraniem kontraktów pochodnych, ryzyko koncentracji oraz ryzyko utraty płynności. Ponadto dla Funduszu mogą występować specyficzne ryzyka właściwe tylko dla niego. Aby prawidłowo ocenić ryzyka wynikające z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa Funduszu, prosimy o zapoznanie się z polityką inwestycyjną, opisem ryzyk oraz opisem profilu inwestora, zawartymi w prospekcie informacyjnym Funduszu lub Kluczowych Informacjach dla Inwestorów (KII). W szczególności prosimy o zapoznanie się z rekomendacjami dotyczącymi minimalnego okresu inwestycji oraz profilem ryzyka i zysku zawartym w dokumencie KII.

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów (KII).

Inwestycje w fundusze inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym. PZU Medyczny (PZU FIO Parasolowy) ani TFI PZU SA nie gwarantują, że zrealizujesz założony cel inwestycyjny lub uzyskasz określony wynik inwestycyjny. Należy liczyć się z możliwością utraty wpłaconych środków. Wyniki inwestycyjne, które Fundusz osiągnął w przeszłości, nie są gwarancją ani obietnicą, że Fundusz osiągnie określone wyniki w przyszłości. Informacje o Funduszu oraz szczegółowy opis czynników ryzyka znajdziesz w prospekcie informacyjnym na pzu.pl. KII dostępne są w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa i na pzu.pl. Prospekt i KII są w języku polskim. Subfundusz jest zarządzany aktywnie. Inwestycja wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa Funduszu, a nie aktywów będących jego własnością.

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wartość aktywów netto Subfunduszu (a tym samym wartość jednostki uczestnictwa) może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl