

SPOJRZENIE NA RYNEK

- **Porozumienie w Kongresie osiągnięte... ale za trzy miesiące możemy mieć powtórkę „z rozrywki”.**

Amerykańscy kongresmeni postanowili nie testować cierpliwości rynków i w nocy z 16 na 17 października przegłosowano porozumienie w sprawie budżetu na rozpoczęty w październiku nowy rok fiskalny i w sprawie podwyższenia limitu zadłużenia. Porozumienie to zakłada finansowanie rządu federalnego do 15 stycznia 2014 roku (nikt nie spodziewał się uchwalenia pełnego budżetu, który w USA jest rzadkością, a właśnie takiego prowizorium budżetowego) oraz podwyższenie limitu długu do 7 lutego 2014 roku. O ile więc bieżący problem został zażegnany to batalia polityczna ruszy na nowo w styczniu. Tak jak pisałem w poprzednim komentarzu, gdyby politycy obu partii nie dogadali się do 17 października, które to media przedstawiały jako graniczną datę, to nie byłoby katastrofy. Batalia mogła być wydłużona o kolejne dwa tygodnie, bez konsekwencji dla ratingu USA, choć przy coraz większych negatywnych konsekwencjach dla gospodarki. Prawdopodobnie, gdyby nie to, że Republikanie w końcu zorientowali się, że na tej politycznej przepychance tylko tracą, a nic nie zyskują, to – jak to tamtejsi politycy mają w zwyczaju – dyskusje jeszcze by trwały, aż do ostatniej chwili. Na szczęście tego uniknęliśmy. Niemniej jednak trudno wierzyć w to, że w styczniu sytuacja będzie dużo lepsza, a kolejne porozumienie przebiegnie w łagodnej atmosferze. Nie bez przyczyny daty, kiedy skończy się finansowanie wydatków federalnych i limit zadłużenia są ustawione tak blisko siebie i w takiej kolejności. Znow możemy mieć wtedy do czynienia z tymczasowym „zamknięciem rządu”, aż do rozwiązania kwestii limitu zadłużenia, a obie partie będą chciały coś przy tym ugrać.

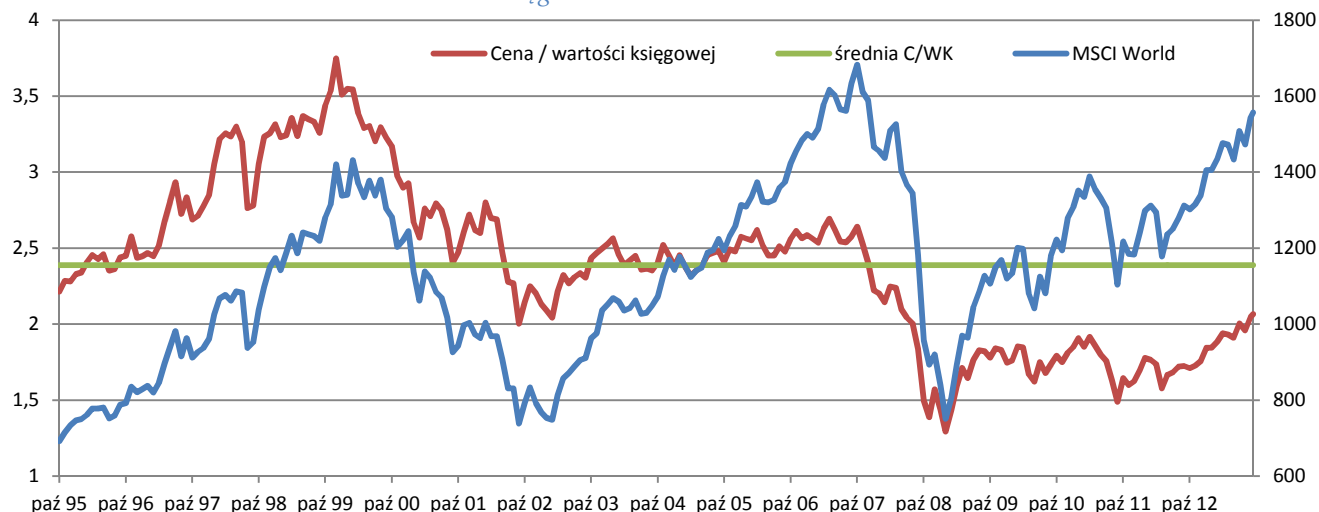
W efekcie prawdopodobieństwo tego, że Fed rozpocznie wygaszanie QE jeszcze w tym roku jest mało prawdopodobne. Najpierw kraj musi zacząć normalnie funkcjonować, po pewnym czasie zobaczymy, w jakiej naprawdę jest kondycji i dopiero wtedy można będzie podjąć decyzję czy ciąć program QE, czy nie. Mając na uwadze to, że w styczniu może dojść do kolejnego „zamknięcia rządu”, a nawet jeśli nie to przynajmniej sam element niepewności politycznej będzie wtedy wysoki i szkodzący gospodarce, to Fed może pierwszą decyzję o wygaszaniu QE podjąć dopiero w marcu (już pod przewodnictwem nowej szefowej J. Yellen).

- **Czy mamy już do czynienia z przewartościowaniem indeksów giełdowych na świecie? Uważam, że nie.**

O ile gra pod „pozytywne” rozstrzygnięcie w Kongresie była grana przez rynki jeszcze przed porozumieniem, to zaraz po nim nie mieliśmy typowego schematu: kupuj plotki, sprzedawaj fakty. To, że nie ma ryzyka rychłego bankructwa USA to jedno, jednak temu i tak przypisywano minimalne prawdopodobieństwo. Ważniejsze znaczenie obecnie ma fakt, że wygaszanie QE prawdopodobnie będzie odłożone jeszcze bardziej w czasie i rynki teraz to dyskontują.

Kiedy indeks światowy MSCI World zyskuje od początku roku 21% i brakuje mu do szczytu z 2007 r. ok. 5% (a w uwzględniając dywidendy jest prawie 10% powyżej szczytów z 2007), warto spojrzeć czy rynki na świecie nie są już przewartościowane. Poniższy wykres przedstawia indeks światowy rynków rozwiniętych **MSCI World** oraz jego wskaźnik wyceny **cena/wartość księgową**. Przy bieżącej wartości C/WK na poziomie 2.1 indeks jest ciągle notowany z 13%-owym dyskontem do średniej historycznej (2.4). O ile po części można powiedzieć, że to dyskonto jest uzasadnione niższym poziomem rentowności kapitału własnego (ROE) ogółu spółek tworzących indeks, to po pierwsze, mówimy tu o porównaniu do średniej, a nie do wartości ekstremalnych i ogólnie trudno mówić w tym przypadku o przewartościowaniu. Po drugie te rentowności są zaniżane przez spółki ze strefy euro, gdzie w kolejnych kwartałach powinniśmy jednak zobaczyć poprawę w tym aspekcie, a przez to wycena w okolicach średnich historycznych powinna stawać się coraz bardziej uzasadniona.

Indeks MSCI World i wskaźnik cena/wartość księgową.



Źródło: Bloomberg

W tabeli poniżej przedstawione są bieżące wartości wskaźnika cena/wartość księgowa dla poszczególnych indeksów MSCI oraz GPW (stan na 14 października) oraz porównanie ich do średniej historycznej (średnia dla MSCI sięga danych dostępnych od 1995 r., a dla indeksów GPW od 2002 r.). W zdecydowanej większości przypadków mamy poziomy C/WK poniżej średnich historycznych. Szczególnie jest to widoczne na peryferiach Europy, ale to też po części odzwierciedla ich niską rentowność na kapitale własnym (ROE). Jeśli wraz z ożywieniem we Włoszech czy Hiszpanii będziemy widzieć istotne odbicie na wskaźnikach rentowności, to tak wysokie dyskonto do średniej powinno być stopniowo zmniejszane. Kilkanaście procent poniżej średnich wycen C/WK są także indeksy z GPW. Więc pod tym względem także trudno mówić o szerokim przewartościowaniu naszego rynku..

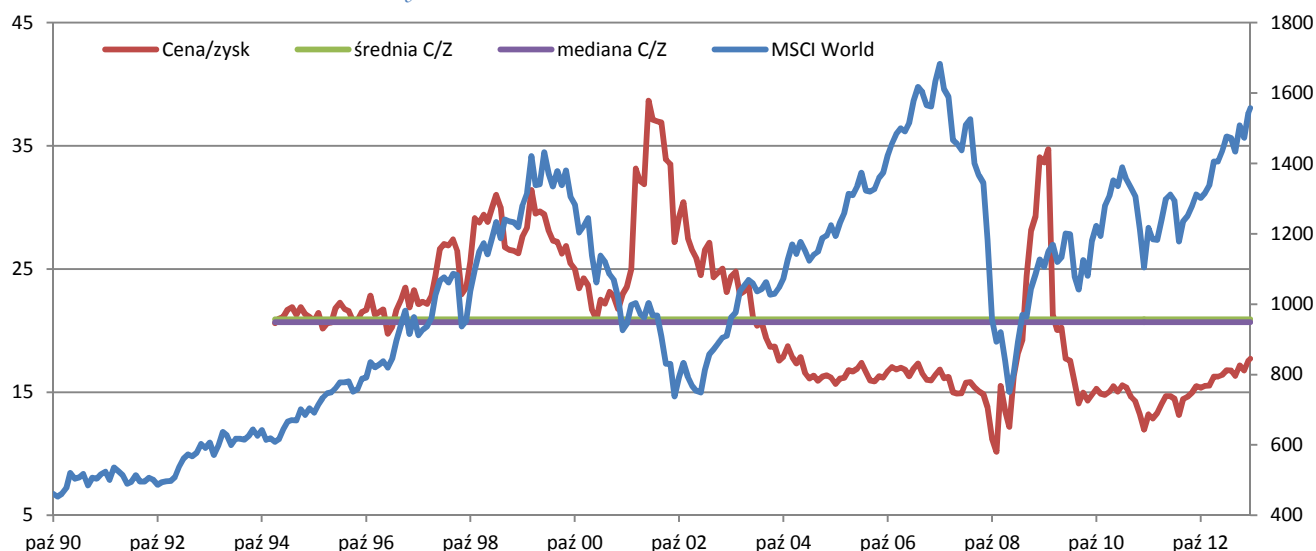
Indeksy akcyjne MSCI/GPW	Cena / wartości księgowej – data bieżąca	Cena / wartości księgowej – średnia historyczna	Odchylenie od średniej
MSCI Niemcy	1,7	1,5	14,0%
MSCI EM (rynki wschodzące)	1,6	1,6	2,8%
MSCI Brazylia	1,5	1,6	-2,3%
MSCI World (rynki rozwinięte)	2,1	2,4	-13,5%
mWIG40	1,6	1,9	-15,2%
WIG	1,4	1,7	-16,6%
MSCI Chiny	1,5	1,9	-16,7%
MSCI USA	2,5	3,1	-17,0%
WIG20	1,4	1,7	-17,9%
MSCI Turcja	1,7	2,1	-20,4%
MSCI Wielka Brytania	1,9	2,4	-21,6%
MSCI Francja	1,5	2,0	-25,2%
MSCI Hiszpania	1,3	2,1	-34,8%
MSCI Włochy	0,9	1,8	-46,9%

Źródło: Bloomberg

Wbrew nieraz pojawiającym się komentarzom, ekspansywna polityka Fed nie „napompowała” wskaźników wycen w USA. Wskaźnik C/WK dla MSCI USA (składem zbliżony do S&P500) jest także kilkanaście procent poniżej swojej średniej. Sam poziom wskaźnika dla MSCI USA (2.5) jest wysoki na tle innych indeksów, ale to z kolei jest odzwierciedlenie istotnie wyższego poziomu rentowności (ROE), jakie notują tamtejsze spółki względem innych. „Napompowania” wycen nie widać ani na przykładzie wskaźnika C/WK, a na podstawie wskaźnika cena/zysk, który jest obecnie na poziomie swojej średniej długoterminowej (sięgającej 1950 roku, a w porównaniu do średniej 20-letniej występuje niewielkie dyskonto). Wyniki indeksów S&P500 czy MSCI USA odzwierciedlają rekordowo wysokie zyski, jakie notują obecnie amerykańskie spółki, a co przedstawiałem w poprzednim komentarzu.

Na kolejnym wykresie przedstawiony jest wskaźnik **cena/zysk** dla indeksu MSCI World, gdzie uwzględniamy przeszłe zyski, a nie oczekiwane, za ostatnie 4 kwartały. C/Z dla MSCI World wynosi obecnie 17.7 przy średniej historycznej na poziomie 20.7. Tak więc to też nie pokazuje nam przewartościowania.

Indeks MSCI World i wskaźnik cena/zysk.



Źródło: Bloomberg

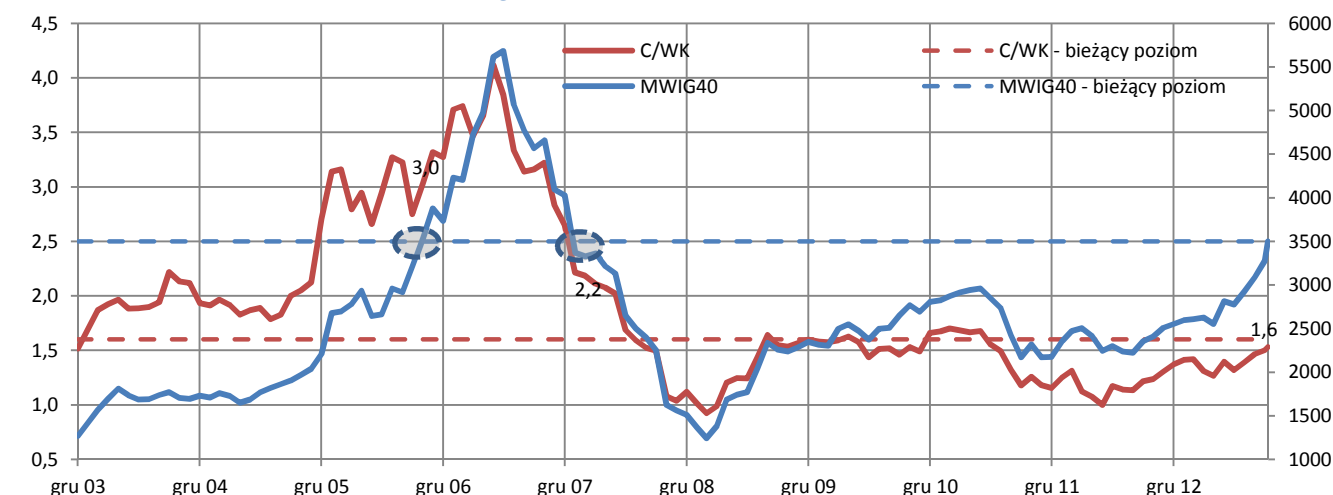
Można jednak zauważyć, że wskaźnik C/Z jest obecnie praktycznie na identycznych poziomach jak u szczytu hossy 2007. Warto tu od razu podkreślić, że wtedy nie mieliśmy do czynienia z bańką spekulacyjną na indeksie giełd rozwiniętych. Na poszczególnych giełdach, głównie wschodzących, w tym i w Polsce, mieliśmy bańkę, ale nie można tego powiedzieć o szerokich rynkach rozwiniętych. Ponadto jest kilka aspektów, które odróżniają obecną sytuację od tej z 2007 r. i które powodują, że rynki światowe mają dalszy potencjał do wzrostu, a obecne poziomy C/Z, choć takie same jak przy szczycie z 2007 r., wcale nie oznaczają, że ta hossa powinna już dobiegać końca. Przede wszystkim:

- jesteśmy obecnie w innej (korzystniejszej) fazie cyklu w gospodarce światowej niż w 2007;
- przed szczytem w 2007 od kilku kwartałów (od końca 2006 r.) mieliśmy już wysyłane negatywne sygnały z gospodarki amerykańskiej, sygnały, które zapowiadały recesję, a na świecie widać było przegrzewanie się koniunktury. Obecnie ciągle tego nie ma;
- w przeciwieństwie do 2007 obecnie nie ma presji inflacyjnej. W środowisku niskiej inflacji rynek akceptuje wyższe poziomy wycen niż w środowisku wysokiej inflacji.

Być może optymizm krótkoterminowy jest przesadzony, skala tegorocznych wzrostów na wielu rynkach jest imponująca i schłodzenie nastrojów byłoby w wielu przypadkach wskazane. Jednak w średnim i długim terminie rynki mają ciągle potencjał do dalszych wzrostów zanim zaczniemy mówić o przewartościowaniu rynków. Aprecjacja wskaźników wycen do wartości średnich historycznych ma szansę być kontynuowana, a wzrost zysków spółek wraz z odbiciem w gospodarce światowej to drugi czynnik, który powinien wspierać indeksy giełdowe.

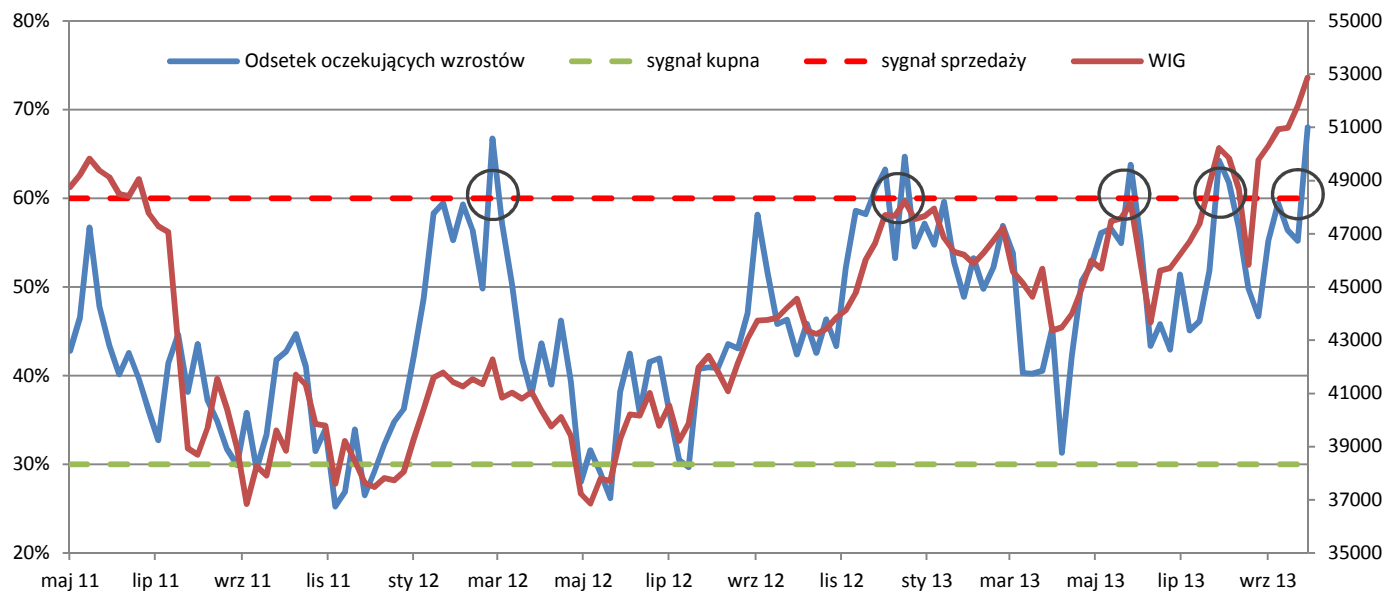
O ile wzrosty na **polskich indeksach małych i średnich spółek** w ostatnich dwóch latach są imponujące to warto podkreślić, że poziom 3500 pkt na indeks mWIG40 został obecnie osiągnięty przy poziomie C/WK wynoszącym ok. 1.6 pkt, podczas gdy takie same poziomy indeksu były osiągnięte pod koniec 2006 i 2007 przy poziomach C/WK wynoszących odpowiednio 3 (87% wyżej) i 2.2 pkt (+38%). To pokazuje, że obecna sytuacja jest zgoła odmienna od bańki z poprzedniej dekady. Sytuacja z lat 2006-07 nie powinna się szybko powtórzyć, więc absolutnie nie zakładamy, że wyceny wrócą na takie poziomy jak wtedy. Poziom średniej historycznej na poziomie 1.9 pkt wydaje się jednak całkiem racjonalnym poziomem, do którego wyceny mogą jeszcze wzrosnąć w obecnym cyklu. Pamiętajmy jednak, że nie tylko zmiana poziomu wycen determinuje zmianę wartości indeksu giełdowego. Zmiana wartości księgowej czy zysków to drugi element tej układanki. Ponieważ jesteśmy obecnie w fazie ożywienia gospodarczego, a zyski spółek minęły właśnie swoje cykliczne minimum, to i wartość księgowa, i zyski spółek w kolejnych co najmniej kilku kwartałach powinny systematycznie rosnać, wspierając indeksy giełdowe.

Indeks mWIG40 i wskaźnik cena/wartość księgowa.



Źródło: Bloomberg

O ile uważam, że polskie indeksy giełdowe mają przed sobą dalszy potencjał do wzrostów, to krótkoterminowy optymizm na naszym rynku wydaje się przybierać momentami ekstremalne wartości. Stąd schłodzenie rynku byłoby całkiem wskazane. Ten nadmierny optymizm widzimy choćby na przykładzie wyników ankiety Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Odsetek ankietowanych oczekujących wzrostów na giełdzie w Indeksie Nastrojów Inwestorów (INI) osiągnął w ostatnim tygodniu najwyższą wartość w historii badania. Kiedy udział byków przekraczał 60% to każdorazowo zapowiadało to przynajmniej krótkoterminowe schłodzenie nastrojów na GPW (wykres poniżej). W ostatnim tygodniu odsetek byków wyniósł 68%.

Indeks WIG i odsetek oczekujących wzrostów w ramach Indeksu Nastrojów Inwestorów.


Źródło: Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, stoq.pl

Z poważaniem

Tomasz Smolarek / Doradca inwestycyjny / Noble Funds TFI S.A.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Przyokopowa 33, 01-208 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS: 0000256540, NIP 108 000 19 23, REGON 140546970, wysokość kapitału zakładowego: 500 200 złotych (opłacony w całości). Tel. 022 288 81 30, fax. 022 288 81 31, e-mail: biuro@noblefunds.pl