

SPOJRZENIE NA RYNEK

• Czy będzie rajd św. Mikołaja w końcówce roku? Jest na to duża szansa.

Rozpoczynamy ostatnie dwa miesiące 2013 roku z całkiem korzystnym dorobkiem na większości indeksów giełdowych. **MSCI All Country World** (rynkı rozwinięte + wschodzące) na koniec października zyskiwał 24% (stopa zwrotu w walutach lokalnych, z uwzględnieniem dywidend). Historia pokazuje, że prawdopodobieństwo poprawienia tego wyniku na koniec roku jest duże. Od 1970 roku indeks ten notował wzrosty łącznie w ostatnich dwóch miesiącach roku w 33 przypadkach, przy 10 okresach spadkowych, co daje wzrosty w 76% przypadków. Dodatkowo te 10 okresów spadkowych było w sześciu przypadkach poprzedzone spadkiem indeksu MSCI All World od początku roku na koniec października, w dwóch przypadkach wzrosty nie przekraczały 10%, a tylko w dwóch były dwucyfrowe jak teraz (+18% w 1991 roku na koniec października i następnie spadek indeksu o 1% w okresie listopad-grudzień oraz +11% w 2007 i spadek o 5% w końcówce roku). Idąc dalej, jeśli wzrosty na koniec października były dwucyfrowe, tak jak teraz, to ostatnie dwa miesiące roku kończyły się dalszymi wzrostami w 17-stu przypadkach, przy dwóch okresach spadkowych (wspomnianych wcześniej). Ogólnie średnia zmiana indeksu w ostatnich dwóch miesiącach roku, sięgając roku 1970, wynosiła +4.2%. Podobne wyniki otrzymujemy jeśli takiej analizie poddamy indeks amerykański **S&P500** czy **WIG** (tu od 1996 roku). W 75% przypadków ostatnie dwa miesiące roku przynosiły wzrosty, a średnia zmiana indeksów oscylowała w okolicach +4%. To, że jest duża szansa na dodatni wynik indeksów w końcówce roku (i oczekuję kontynuacji pozytywnych trendów w dalszym terminie) nie zmienia jednak faktu, że obecne nastroje inwestorów są już dość „bycze” i powinniśmy jeszcze doświadczyć w tym roku jego krótkoterminowego schłodzenia, co paradoksalnie powinno właśnie wesprzeć rajd św. Mikołaja.

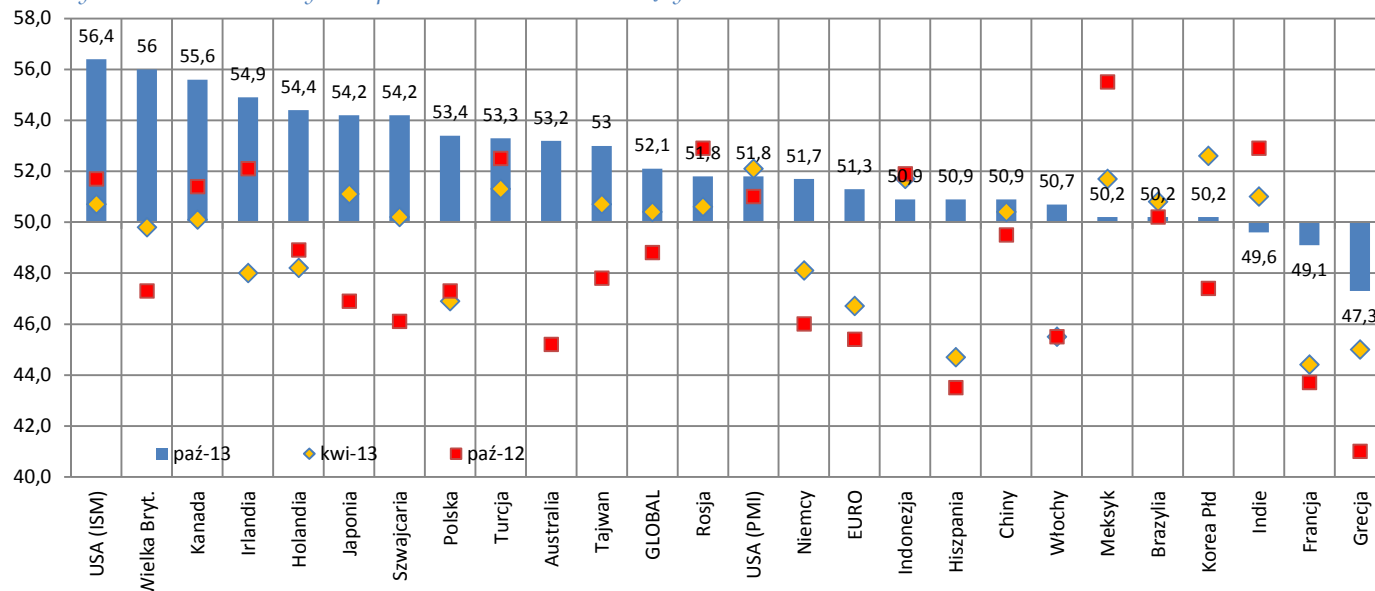
• Indeksy PMI przemysłu: co się wydarzyło w ostatnim roku? PMI a indeksy giełdowe.

Globalny indeks PMI przemysłu wzrósł w październiku do 52.1 pkt z 51.8, najwyższego poziomu od dwóch i pół roku. Na 24 krajowe indeksy PMI przemysłu z całego świata, które śledzę, 15 zanotowało wzrosty w październiku, a 8 spadki (1 bez zmian), co jest b. dobrym rezultatem. Na całym świecie tylko trzy kraje notują obecnie wynik PMI poniżej 50 pkt (Grecja, Francja i Indie). Prawie 90% indeksów jest powyżej 50 pkt, a jeszcze w maju było to 50%. Drugi miesiąc z rzędu mieszane dane mieliśmy z **Europą**, choć następuje to po kilku miesiącach bardzo szerokich wzrostów. Z kolei drugi miesiąc z rzędu bardzo szeroką poprawę obserwowaliśmy na indeksach w **Azji**, co daje nadzieję, że spowolnienie w regionie gospodarek wschodzących dobiega końca. W **obu Amerykach** jedynie PMI przemysłu USA pogorszył się m/m, przy jednoczesnym wzroście innego amerykańskiego indeksu, ISM przemysłu. W październiku najwyższy od 30 miesięcy znalazł się indeks dla Kanady (55.6), nieznacznie też poprawiły się indeksy dla Meksyku i Brazylii, a wszystkie w regionie utrzymują się powyżej 50 pkt.

Na pierwszym wykresie poniżej przedstawiam wyniki indeksów PMI przemysłu po październiku oraz zestawiam to z poziomami poszczególnych indeksów z października 2012 r. oraz z kwietnia 2013, czyli z wynikami sprzed roku i sprzed sześciu miesięcy.

Wykres po pierwsze pokazuje, że obecnie zdecydowana większość krajów (88%) notuje wyniki powyżej 50 pkt, który to poziom teoretycznie oznacza ekspansję w przemyśle (i w większości przypadków w gospodarce). W październiku zeszłego roku tylko 38% państw notowało wynik powyżej 50 pkt, a w kwietniu b.r. było to 58%.

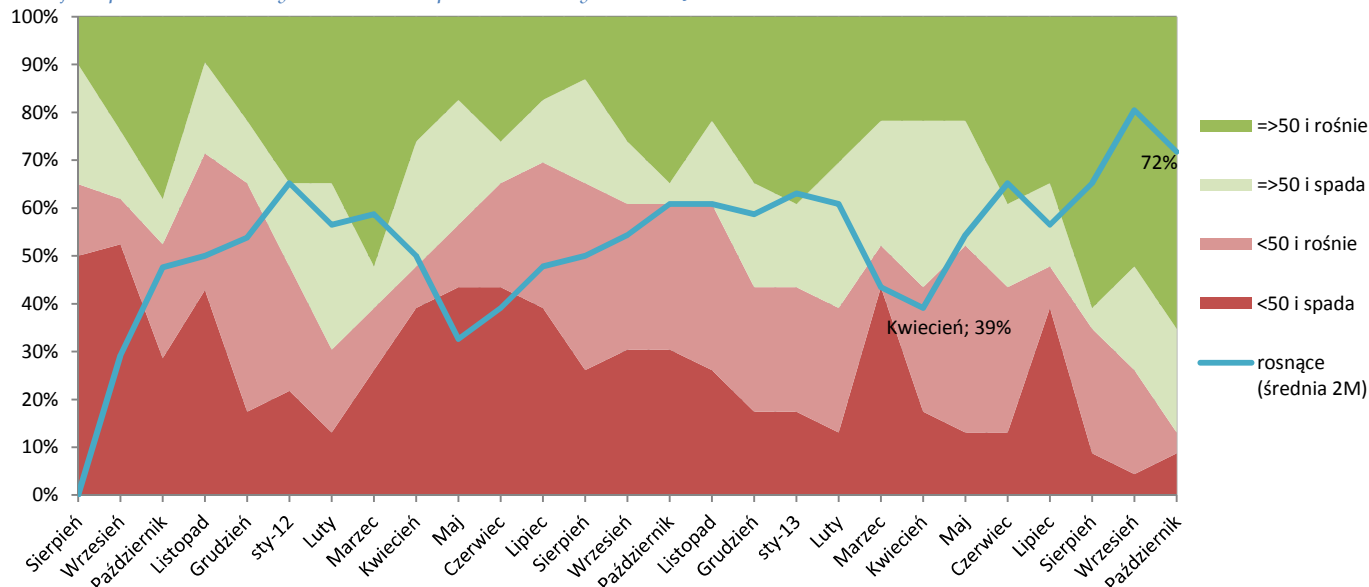
Indeksy PMI na świecie i wyniki sprzed roku i sześciu miesięcy.



Źródło: Markit, Bloomberg

Na 26 wskaźników zamieszczonych na wykresie tylko w czterech przypadkach zanotowano pogorszenie indeksu w porównaniu z poprzednim rokiem, a w porównaniu z okresem sprzed sześciu miesięcy spadek odnotowano na sześciu indeksach. Wyłania się z tego więc obraz szeroko poprawiającej się aktywności w gospodarce światowej, a poprawa ta rozpoczęła się od kwietnia, kiedy liczba indeksów notujących wzrosty zrównała się z liczbą indeksów spadających (na wykresie poniżej zamieszczona jest średnia 2-miesięczna dla indeksów notujących poprawę).

Procentowe rozłożenie krajowych indeksów PMI z całego świata na cztery grupy w zależności od poziomu indeksu (powyżej lub poniżej 50 pkt) oraz zmiany (wzrost lub spadek) w danym miesiącu.

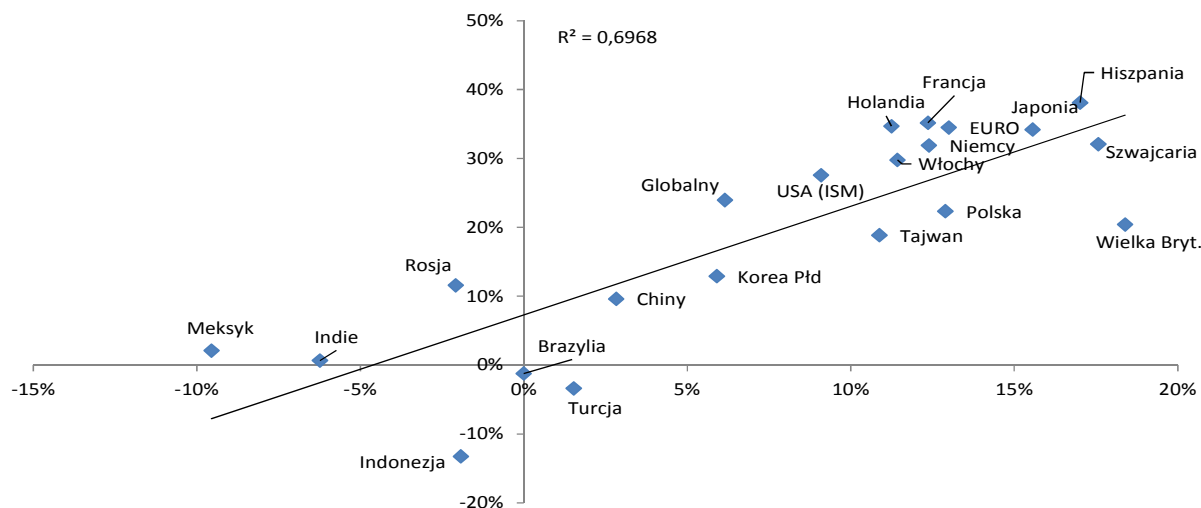


Źródło: Markit, Bloomberg, obliczenia własne

Powyższy wykres pokazuje systematyczny wzrost liczby indeksów wychodzących na poziomy powyżej 50 pkt (zielone warstwy). Im większa grupa państw pokazuje ekspansję w przemyśle tym jest większa szansa na kontynuację odbicia w światowym przemyśle (jest ono szersze, ma więcej elementów napędzających wzrost) które od kilku miesięcy widzimy już w twardych danych. To też daje nadzieje, że ten ruch nie będzie tylko krótkoterminowym epizodem, ale czymś trwalszym.

Kolejny wykres ma na celu pokazanie czy zmiana indeksu PMI w ostatnim roku znalazła odzwierciedlenie w zachowaniu poszczególnych giełd akcji. Użyłem indeksu PMI, gdyż jest on publikowany dla wszystkich znaczących gospodarek świata i przez to pozwala w szybki sposób porównać dynamikę zmian zachodzących w różnych gospodarkach. Oczywiście jest to uproszczone spojrzenie, a PMI nie w każdym przypadku właściwie oddaje prawdziwy trend w gospodarce. Jednak wykres pokazuje, że jest całkiem dobra zależność pomiędzy zmianą procentową indeksu PMI w ostatnich dwunastu miesiącach, a wynikiem indeksu giełdowego, wyrażonego w dolarach.

Roczna zmiana krajowych indeksów MSCI w % wyrażonych w USD na koniec października (oś Y) oraz roczna zmiana indeksu PMI w % po danych za październik (oś X).



Źródło: Markit, Bloomberg, MSCI, obliczenia własne.

Kraje, które zanotowały największą poprawę indeksu PMI doświadczyły też największej zwyżki indeksu giełdowego w ostatnim roku. Z kolei kraje, gdzie trend na PMI był słabszy zanotowały względnie słaby wynik na rynku akcji. W większości były to gospodarki wschodzące. Dlatego wspomniana powyżej szeroka poprawa na indeksach PMI w Azji w ostatnich dwóch miesiącach daje nadzieje, że spowalniający trend w gospodarkach wschodzących powoli dobiega końca. Ożywienie w Europie, oczekiwane przyspieszenie w USA i dobry trend w Japonii niewątpliwie będą wsparciem dla rynków rozwijających się. Ponieważ poszczególne gospodarki tworzą sieć naczyń połączonych to im więcej krajów będzie brało udział w ekspansji tym będzie ona trwalsza i silniejsza.

Warto zauważyć, że na wykresie powyżej dla USA załączony jest indeks ISM, który wzrósł rok do roku o 9%, a nie PMI, który zyskał tylko 2%. Jak widać giełda amerykańska, która silnie wzrosła w ostatnim roku, ma większą korelację z ISM niż PMI, choć sam ISM nie jest już najbardziej wiarygodnym wskaźnikiem makro.

Powyżej padło wiele pozytywnych wniosków, jednak pamiętajmy, że mimo iż wiele ryzyk strukturalnych ustąpiło w ostatnich kwartałach, to absolutnie nie można mówić o sytuacji komfortowej. Ponadto roczna dynamika wzrostu światowego PKB, choć przyspiesza w ostatnich dwóch kwartałach, to ciągle jest ona dość słaba. Nieznacznie tylko przekracza ona 2%, a powrót w okolice bliższe potencjałowi, tj. 3%, będzie procesem powolnym. Obecne prognozy rynkowe nie zakładają, by wspomniane 3% zostało osiągnięte wcześniej niż w drugiej połowie 2014 roku. Dlatego wciąż mówimy o chłodnej gospodarce światowej. Nie może więc też dziwić praktycznie brak jakiegokolwiek presji inflacyjnej. Z drugiej strony właśnie takie środowisko sprzyja akcjom.

• Udział kategorii cyklicznych w PKB USA – wskaźnik wyprzedzający recesje

Pewien czas temu załączałem w Komentarzu Rynkowym wykres z marżami amerykańskich przedsiębiorstw, który w przeszłości sprawdzał się jako wskaźnik zapowiadający recesję w USA (kiedy marże wchodziły w trend spadkowy). Ponieważ ewentualna recesja w USA oznaczałaby z dużym prawdopodobieństwem koniec tamtejszej i ogólnoswiatowej hossy toteż poniżej załączam kolejny wskaźnik, który pomoże nam w określeniu czy w kolejnych mniej więcej 12 miesiącach można oczekiwać załamania gospodarki USA.

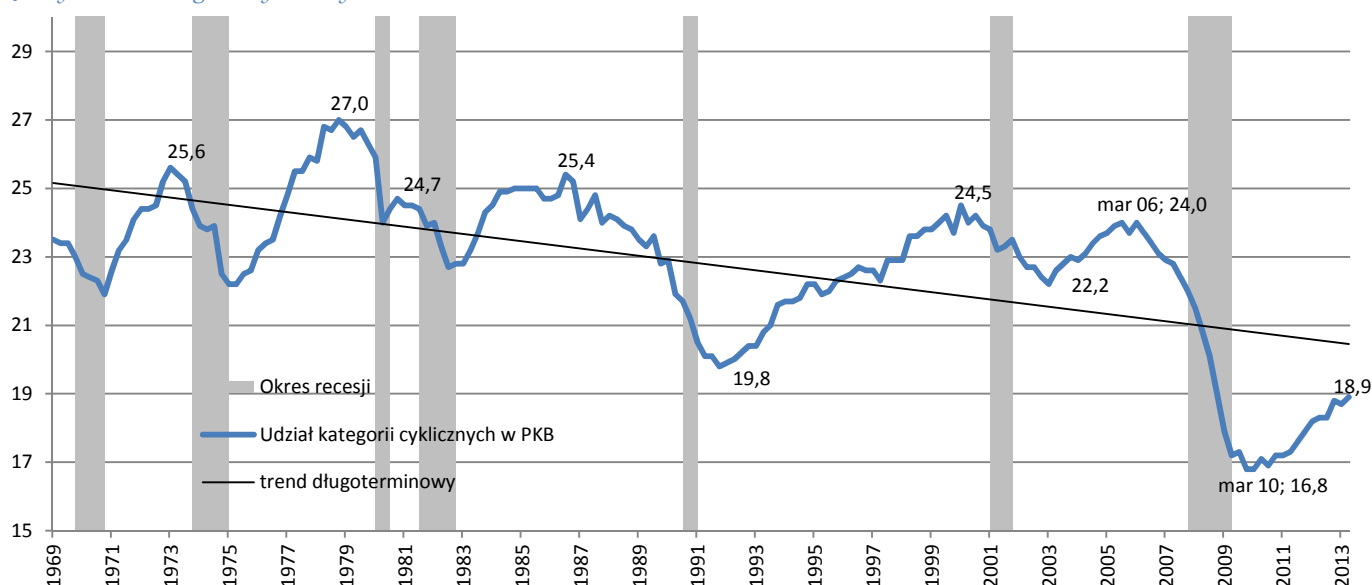
Na wykresie połączyłem wszystkie kategorie cykliczne wliczane do PKB USA, jako ich łączny udział w tworzeniu PKB. Te kategorie cykliczne to:

- wydatki na dobra trwałe (obecnie 7.5% PKB);
- inwestycje firm w sprzęt (5.6% PKB);
- inwestycje firm w budynki (2.7% PKB);
- inwestycje mieszkaniowe (3.1% PKB).

Kategorią cykliczną jest też **zmiana zapasów**, ale nie ma powodu by je dodawać do tych wyliczeń, gdyż ich zmienność jest bardzo duża, a w długim terminie średnio jest to udział zaledwie 0.4% PKB (obecnie 0.5%), czyli znikomy.

Dotychczasowe recesje (na wykresie szary pasek) były poprzedzone spadkiem udziału kategorii cyklicznych w PKB przynajmniej na kilka kwartałów przed początkiem recesji. Teraz pozytywne jest to, że udział ten nadal rośnie, choć stracił ostatnio na szerokości przez stagnację w inwestycjach firm.

Łączny udział kategorii cyklicznych w tworzeniu PKB USA.



Źródło: Bureau of Economic Analysis, NBER, obliczenia własne.

Jak widać na wykresie w każdym okresie ekspansji w ostatnich 40 latach szczyt udziału kategorii cyklicznych sięgał przynajmniej 24%-25% PKB. W szczycie w 2006 r. przed recesją (rozpoczętą w grudniu 2007) udział ten sięgnął 24%, wcześniej w 2000 roku było to 24.5%, a jeszcze wcześniej 25.4%. Obecnie jest to 18.9% PKB po II kwartale 2013. Tym razem szczyt ekspansji może oczywiście wypaść na niższych poziomach, ale nawet jeśli by to miało być np. 22% (to był dołek z recesji na początku wieku, więc poprzeczka nie jest zawieszona wysoko) to potencjał do wzrostu z obecnych poziomów jest ciągle duży (m.in. w dobrach trwałych i inwestycjach mieszkaniowych). Od marca 2010 obserwujemy systematyczny wzrost kategorii cyklicznych w PKB z 16.8% do obecnych 18.9%. W tym czasie mieliśmy silny nominalny wzrost wydatków na dobra trwałe czy inwestycji firm, a udział cyklicznych zwiększył się tylko o 2 pp. Kolejne 2-3 pp to w wartościach nominalnych byłaby duża skala, a tym samym słaba obecnie ekspansja ma potencjał do wzmocnienia się oraz do dalszej kontynuacji.

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. Tel. 022 427 46 46, fax. 022 276 25 85, e-mail: biuro@noblefunds.pl