

Warszawa, dnia 19.12.2013 r.

Komentarz rynkowy

Spojrzenie na rynek

- **Fed rozpoczyna w końcu wygaszanie programu QE, a gospodarka USA istotnie przyspiesza.**

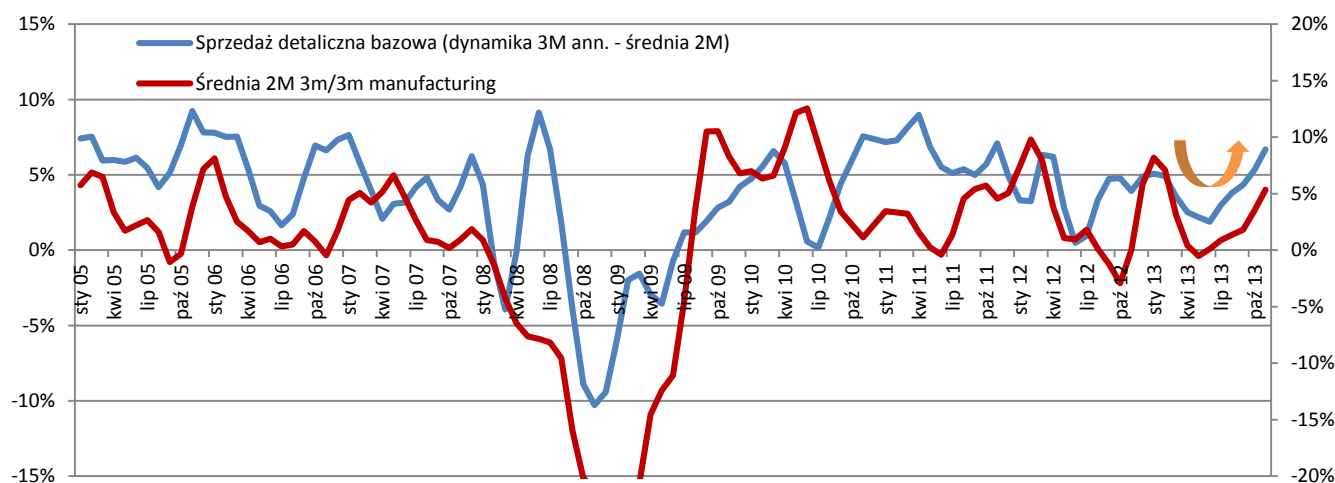
Amerykański bank centralny po długich miesiącach wyczekiwania w końcu zdecydował się na grudniowym posiedzeniu zmniejszyć skalę programu QE o 10 mld USD, do 75 mld. Tym samym notoryczne pytanie rynków o to, kiedy Fed rozpocznie wygaszanie programu skupu aktywów (*tapering*), jest już - na szczęście - nieaktualne. Dobrze, że Fed wykonał w końcu ten pierwszy ruch w kierunku normalizacji polityki monetarnej, zdejmując też z rynków część niepewności. Decyzja ta nie była w pełni zgodna z oczekiwaniami, gdyż wiele banków inwestycyjnych zakładało, że Fed poczeka na kolejne dane i rozpocznie *tapering* w styczniu. Niemniej jednak ostatnie dane makro uzasadniają ten ruch o miesiąc wcześniej.

Wraz z informacją o cięciu QE Fed mocniej zaakcentował w komunikacie fragment odnoszący się do perspektywy zmiany stopy procentowej. Wcześniej spekulowano, że Fed redukując skalę QE jednocześnie może obniżyć próg dla stopy bezrobocia (z 6.5% do 6.0%) przy której będzie rozważał pierwszą podwyżkę stopy procentowej. Takiego ruchu nie zrobiono, ale w komunikacie dodano istotne nowe słowo: pierwsza podwyżka stóp będzie rozważana, kiedy stopa bezrobocia spadnie „znacząco” poniżej 6.5%. Termin „znacząco” (*well below*) bardzo pozytywnie podziało na rynki. Tym samym bank centralny wyraźnie rozdzielił politykę QE od polityki stóp procentowych (wygaszanie QE nie jest jednoznaczne w tym rozumieniu z zacieśnianiem polityki monetarnej). Ponadto B. Bernanke podczas konferencji wskazał, że program QE będzie wygaszany do końca 2014 roku, co jest pewnym wydłużeniem w stosunku do oczekiwań rynku (spora grupa oczekiwała, że program wygaśnie do połowy 2014 r.).

Trzeba podkreślić, że bieżące dane makroekonomiczne stworzyły decydentom z Fed komfortowe warunki do rozpoczęcia procesu wygaszania QE. Są one zdecydowanie bardziej komfortowe niż przed posiedzeniem wrześniowym, o czym wówczas pisałem, kiedy było silne przekonanie, że Fed już rozpocznie *tapering*.

Amerykańska gospodarka pokazuje w ostatnich miesiącach całkiem istotne przyspieszenie. Od połowy roku, kiedy największy wpływ zacieśniania polityki fiskalnej (podwyżki podatków na początku roku, automatyczne cięcia wydatków publicznych od marca) zaczął już powoli zanikać, produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna notowały stopniową poprawę dynamik wzrostu. W ostatnim czasie dynamiki 3-miesięczne w tych kategoriach osiągnęły już naprawdę dobre poziomy (wykres poniżej).

Sprzedaż detaliczna bazowa (lewa oś) oraz produkcja w przetwórstwie (manufacturing; prawa oś) - dynamiki 3-miesięczne zannualizowane (wygładzone przez średni a 2-miesięczną)



Wraz ze stabilnymi i jednocześnie mocnymi danymi z rynku pracy oraz systematycznie postępującą poprawą na rynku nieruchomości to wszystko dobrze rokuje gospodarce USA na 2014 r., która zresztą ma niemały jeszcze potencjał do kontynuacji ekspansji. Dodatkowo, w końcu zostaliśmy pozytywnie zaskoczeni przez amerykański Kongres, który przegłosował w bieżącym tygodniu ustawę budżetową. Tym samym Stany Zjednoczone unikną kolejnego "zamknięcia rządu" w styczniu. Co ważniejsze, dzięki osiągniętemu kompromisowi polityka fiskalna na 2014 rok będzie łagodniejsza niż wcześniej szacowano. To może dodać ok. 0.3% do przyszłorocznego wzrostu PKB, co poprawia i tak już niezłe prognozy dla gospodarki USA na kolejny rok.

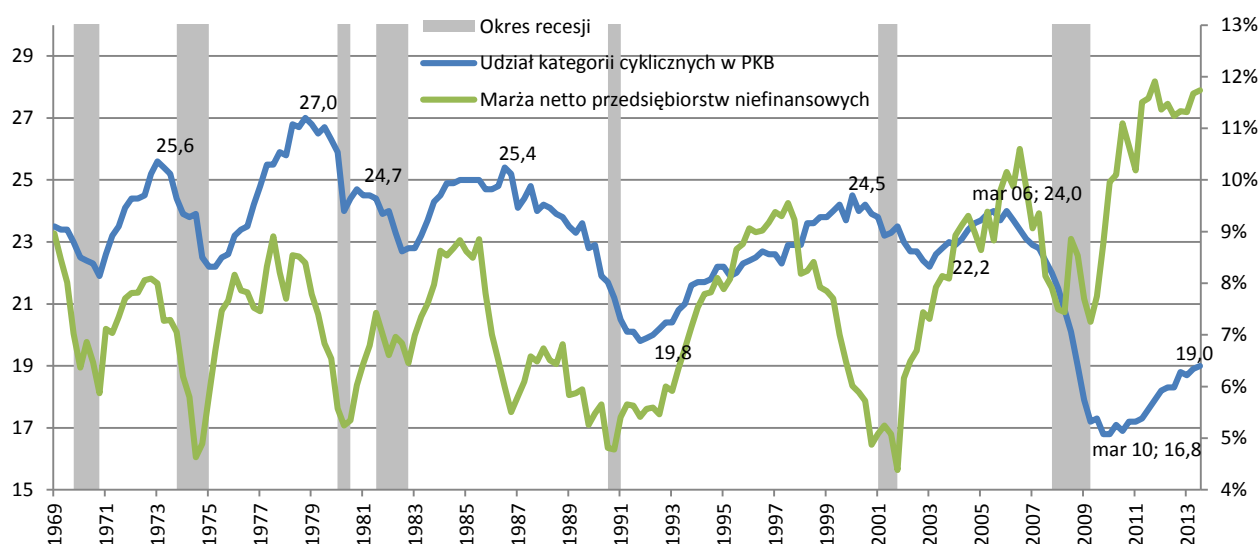
Jakiś czas temu w komentarzu rynkowym przedstawiałem jeden z cenniejszych dla mnie wskaźników wyprzedzających recesję w USA: łączny udział kategorii cyklicznych do PKB. Po pełnych danych za III kwartał, poniżej na wykresie załączam jego aktualizację. W III kwartale udział kategorii cyklicznych wzrósł do 19% z 18.9%, co oczywiście historycznie ciągle jest niskim poziomem. Nadal zawodzą inwestycje firm w sprzęt i oprogramowanie, ale rośnie udział pozostałych kategorii cyklicznych, głównie inwestycje w nieruchomości. W każdym razie wskaźnik ten nie wysyła sygnałów recesyjnych i pozostaje w trendzie wzrostowym (jego spadek poprzedzał wszystkie recesje w ostatnim półwieczu przynajmniej o rok).

Na poniższym wykresie załączyłem też drugi z kluczowych wskaźników wyprzedzających recesję: marża netto przedsiębiorstw amerykańskich. Konsekwentny spadek marż zapowiadał recesję w USA także przynajmniej z rocznym wyprzedzeniem. Dlaczego jest to sygnał zapowiadający recesję? Firmy widząc gorsze poziomy osiągniętych marż ograniczają inwestycje, następnie zatrudnienie, a jeśli i to nie pomoże także produkcję (generują gotówkę, upłynniają zapasy przygotowując się na gorsze czasy). To stopniowo przekłada się na hamowanie całej gospodarki i w konsekwencji recesję.

Oczywiście jeden wskaźnik wyprzedzający może nie być wiarygodny, dlatego warto obserwować zbiór takich wskaźników. Na chwilę obecną uważam, że nie widać w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy recesji w USA. Przeciwnie, uważam że Stany Zjednoczone mają niemały potencjał do kontynuacji i wzmocnienia ekspansji, co

prawdopodobnie zobaczymy w 2014 roku. Będzie to istotne wsparcie dla gospodarki światowej, która też od dwóch/trzech kwartałów pokazuje przyspieszenie.

Łączny udział kategorii cyklicznych w PKB USA (lewa oś) oraz poziom marży netto amerykańskich przedsiębiorstw niefinansowych (prawa oś). Szare paski - okresy recesji.



Źródło: BEA, obliczenia własne

• WIG w 2014 roku, analiza scenariuszy.

Grudzień 2013 na GPW wygląda zupełnie inaczej jak grudzień 2012. Rok temu mieliśmy solidne wzrosty WIG o ponad 5%, w tym roku indeks traci na chwilę obecną ok. 6%. Źródłem tej słabości należy doszukiwać się w zbliżającej się wielkimi krokami dacie 4 lutego, kiedy OFE będą musiały przekazać do ZUS 51.5% swoich aktywów (procent części obligacyjnej portfela OFE na koniec 2012 r.). Obecnie widzimy stopniowe przygotowywanie się OFE i rynku „pod tą datę”. W sytuacji, gdyby do końca stycznia 2014 r. ustalone 51.5% wartości portfela OFE silnie straciło na wartości wobec pozostałych 48.5% portfela (w większości znajdujących się w akcjach), zmieniając ostatecznie silnie te podane proporcje, OFE mogłyby być zmuszone do sprzedaży części portfela akcji. Musiałyby to zrobić, by w pełni pokryć zobowiązanie wobec ZUS, gdyż pokrycie tej różnicy z samej wolnej gotówki mogłoby nie wystarczyć. Jednak przy obecnej korekcie na GPW i tym samym deprecjacji części „nieobligacyjnej” wobec części obligacyjnej, OFE już nie powinny być dalszym źródłem podaży akcji, gdyż mają odpowiednie środki na pokrycie w lutym zobowiązań wobec ZUS.

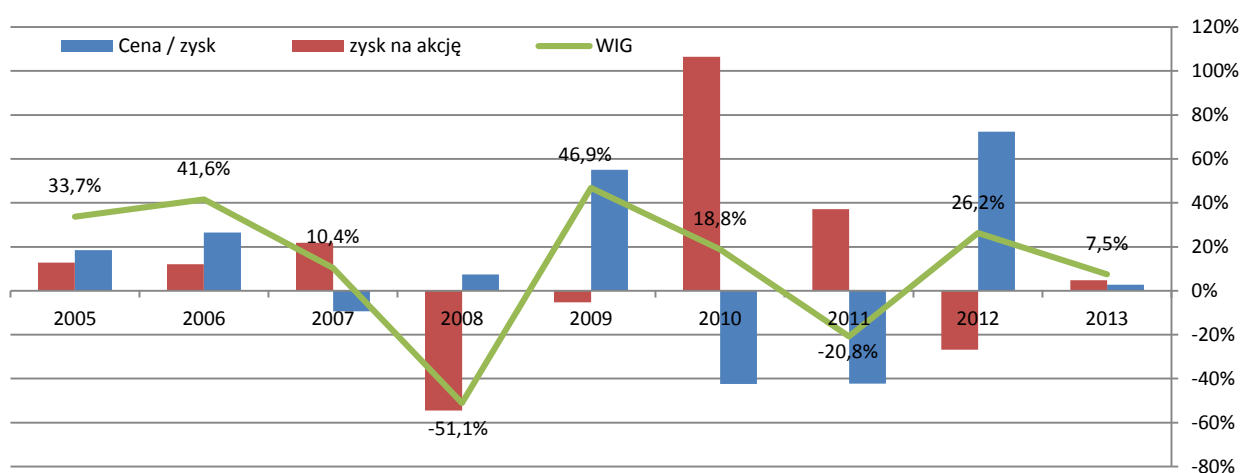
Tak więc mamy obecnie okres, kiedy nasz rynek zachowuje się relatywnie słabiej wobec większości innych rynków i znamy dobrze główne źródło tej słabości. Jednak perspektywy dla naszego rynku akcji na cały kolejny rok pozostają całkiem korzystne. Uważam, że trend wzrostowy na GPW powinien być kontynuowany, podobnie jak na głównych rynkach światowych.

Pozostając przy GPW, przy obecnych poziomach indeksu WIG i dostarczeniu przez spółki wyników w IV kwartale zgodnych z oczekiwaniami, wskaźnik cena/zysk na koniec roku na indeksie wyniosłby 14.5 pkt. Tym samym aprecjacja tego mnożnika w porównaniu do roku 2012 i jednocześnie wkład tej zmiany do zmiany indeksu WIG

wyniósłby +2.7%. Z kolei w całym 2013 roku prognozowany jest wzrost zysków spółek o 4.7%. Tak więc otrzymujemy dotychczasową zmianę indeksu WIG od początku 2013 r. na poziomie 7.5%: $[(1+2.7%)*(1+4.7%)-1]$.

Pierwszy poniższy wykres prezentuje roczną zmianę indeksu WIG od 2005 roku, rozdzieloną na procentową zmianę wskaźnika cena / zysk oraz zmianę zysków spółek. W poprzednim roku 2012 wzrost indeksu WIG o 26% był zasługą silnej aprecjacji wskaźnika C/Z (+72%), który wzrósł z bardzo niskiego, kryzysowego poziomu odnotowanego na koniec 2011 r. Zyski spółek w 2012 r. wówczas silnie spadły (-27%), ale wzrost akceptowanego przez inwestorów wskaźnika C/Z zrekompensował to z dużą nawiązką. Teraz, w kończącym się właśnie roku 2013 przestrzeń do dalszej aprecjacji C/Z była już mocno ograniczona.

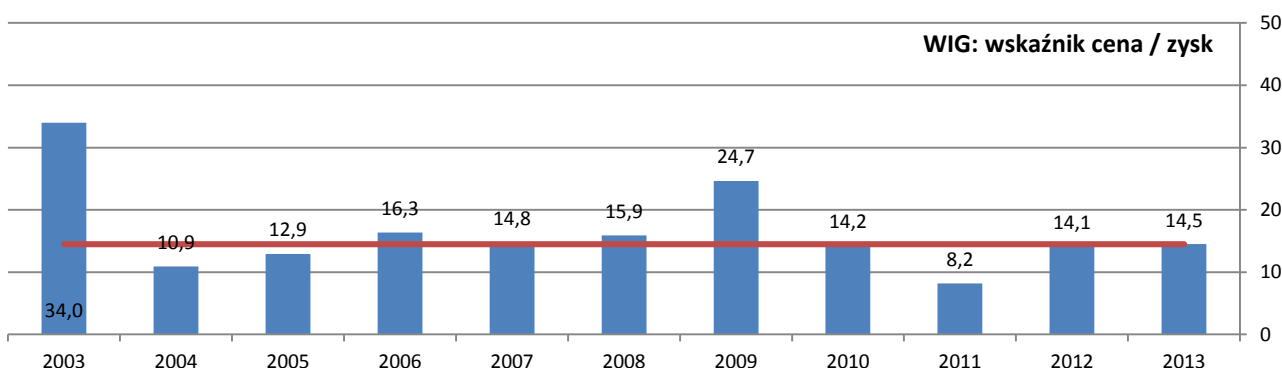
Zmiana roczna indeksu WIG w podziale na zmianę roczną w procentach wskaźnika C/Z oraz dynamikę zysków spółek



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Uważam, że zmiana wskaźnika C/Z w roku 2014 także powinna być mocno ograniczona. Wskaźnik jest teraz na poziomie mediany z lat 2000-2013, a ponieważ sukcesywnie będziemy tracić premię w wycenach po „reformie” OFE, to bicie średnich historycznych będzie teraz utrudnione. Z kolei przy braku istotnych nowych zagrożeń dla rynków czy eskalacji tych obecnie znanych, spadek wskaźnika wycen również jest według mnie ograniczony.

Poziom wycen C/Z dla indeksu WIG na koniec roku od 2003 r.



Źródło: Bloomberg

W sytuacji, kiedy wskaźnik wycen C/Z powinien pozostać względnie stabilny dla indeksu WIG, zmiany indeksu w całym 2014 r. będą przede wszystkim determinowane przez dynamikę zysków spółek tworzących indeks. Na szczęście rok 2014 będzie okresem poprawy zysków wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym. Wzrost PKB w Polsce może przekroczyć 3%, co byłoby sporym przyspieszeniem względem ok. +1.5% osiągniętych w roku bieżącym. Tak wysoka zmiana dynamiki wzrostu historycznie oznaczała sporą poprawę zysków spółek. Obecne prognozy (dane z Bloomberg'a) zakładają wzrost łącznego zysku na akcję dla spółek tworzących indeks WIG o 9.3%. Uważam, że mogą to być wartości niedoszacowane.

Poniżej załączam analizę scenariuszy dla wyniku indeksu WIG w 2014 roku w zależności od poziomu wskaźnika cena zysk na koniec 2014 r. (pogrubiona została wartość 14.5 - zakładany poziom wskaźnika na koniec 2013 r. przy bieżących cenach i zgodnych z oczekiwaniami zyskami spółek w końcówce roku) oraz zmiany zysków spółek (pogrubiony poziom 10%, ponieważ podobnej skali wzrostów oczekują obecnie analitycy). Kolejny rok wzrostów indeksu WIG o ok. 10% (przy depozytach często nie przekraczających 3%), na bazie tylko rosnących zysków spółek, jest całkiem możliwy.

	cena / zysk								
	11	12	13	14	14,5	15	16	17	18
-20%	-39,3%	-33,8%	-28,3%	-22,8%	-20,0%	-17,2%	-11,7%	-6,2%	-0,7%
-15%	-35,5%	-29,6%	-23,8%	-17,9%	-15,0%	-12,1%	-6,2%	-0,3%	5,5%
-10%	-31,7%	-25,5%	-19,3%	-13,1%	-10,0%	-6,9%	-0,7%	5,5%	11,7%
-5%	-27,9%	-21,4%	-14,8%	-8,3%	-5,0%	-1,7%	4,8%	11,4%	17,9%
0%	-24,1%	-17,2%	-10,3%	-3,4%	0,0%	3,5%	10,4%	17,3%	24,1%
5%	-20,3%	-13,1%	-5,9%	1,4%	5,0%	8,6%	15,9%	23,1%	30,4%
10%	-16,5%	-9,0%	-1,4%	6,2%	10,0%	13,8%	21,4%	29,0%	36,6%
15%	-12,8%	-4,8%	3,1%	11,0%	15,0%	19,0%	26,9%	34,8%	42,8%
20%	-9,0%	-0,7%	7,6%	15,9%	20,0%	24,1%	32,4%	40,7%	49,0%
25%	-5,2%	3,5%	12,1%	20,7%	25,0%	29,3%	37,9%	46,6%	55,2%
30%	-1,4%	7,6%	16,6%	25,5%	30,0%	34,5%	43,5%	52,4%	61,4%

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.