

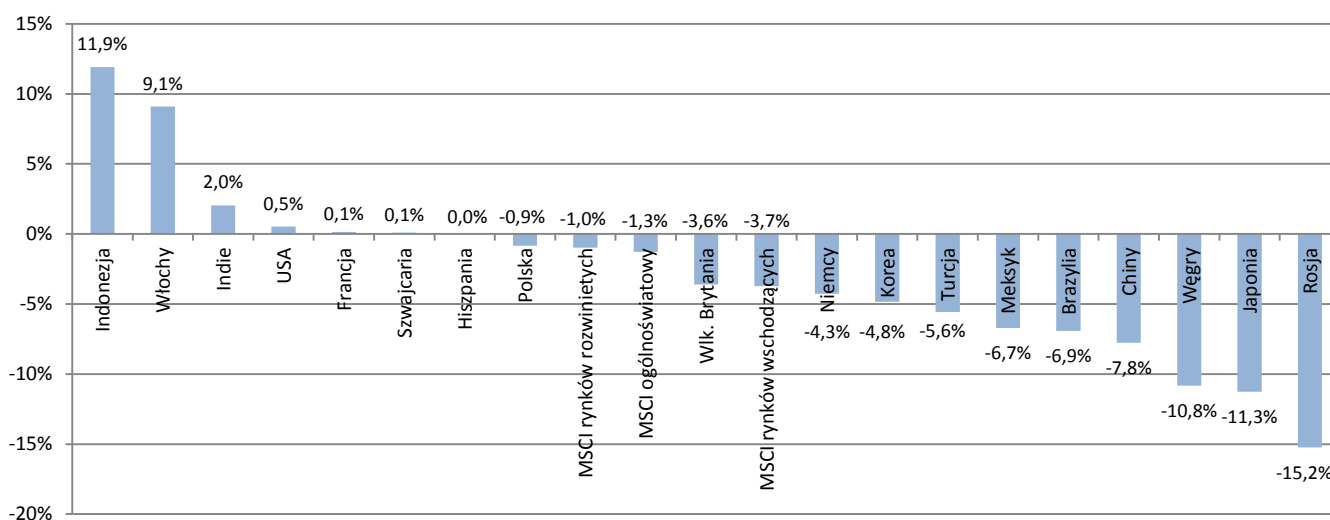
Warszawa, dnia 25.03.2014 r.

Spojrzenie na rynek

- **Słabszy początek roku na światowych rynkach akcji. Względna siła polskiego rynku.**

Pierwsze miesiące nowego roku przyniosły dość dużą zmienność na indeksach giełdowych na świecie. Indeks ogólnoswiatowy MSCI All Country World traci od początku roku 1.3% (stan na dzień 24.03), co jest słabym otwarciem w porównaniu z poprzednimi latami. Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę kwestie opisywane w drugiej części komentarza, to ta słabość wcale nie musi dziwić. Charakterystyczna dla 2013 r. rozbieżność w zachowaniu indeksów rynków rozwiniętych a wschodzących ma miejsce także w I kwartale 2014 r. Podczas gdy indeks MSCI World, czyli indeks giełd krajów rozwiniętych, traci od początku roku 1% (wyceny w walutach lokalnych), to indeks MSCI Emerging Markets notuje spadek o prawie 4%. W ostatnich dniach widać jednak pewne zacieranie się tej różnicy, choć na razie nie można mówić o trwałości tego ruchu. Spośród krajów BRIC, czyli największych gospodarek wschodzących, jedynie Indie notują dodatni wynik. Brazylia i Chiny spadają o ok. 7%, Rosja o 15%. Spośród rynków rozwiniętych pozytywnie wyróżniają się Włochy (+9%). Rozczarowują natomiast indeksy niemiecki oraz brytyjski (ok. -4%), które w ostatnich latach były powtarzalnie wśród najlepszych rynków na Starym Kontynencie. Indeksy w USA są na poziomach zbliżonych do tych z końca ubiegłego roku. Japonia - ubiegłoroczny lider wzrostów na świecie, teraz od początku roku traci ponad 11%.

Wykres 1. Wyniki indeksów MSCI (w walutach lokalnych) od początku roku do 21 marca.



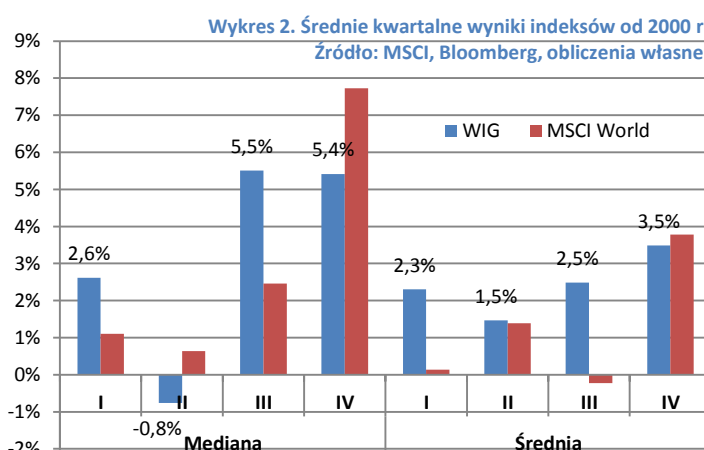
Źródło: MSCI

Na tle innych indeksów wynik MSCI Poland (-0.9%) wypada jeszcze całkiem korzystnie, czego nie widzieliśmy w pierwszych miesiącach poprzednich lat. Po niezłym otwarciu roku na GPW, relatywnie silniejszym względem innych rynków styczeń i luty, marcowa korekta spadkowa spowodowała jednak, że w połowie miesiąca indeks WIG spadł poniżej swojej średniej 40-tygodniowej (200-sesyjnej na wykresie dziennym), poważnie podając w wątpliwość kontynuację trendu wzrostowego. Konkluzja z analizy takich sytuacji w przeszłości jest następująca:

- jeśli WIG spadł poniżej średniej 40-tygodniowej i otwarcie w kolejnym tygodniu było poniżej zamknięcia z poprzedniego to - na razie za każdym razem - indeks dalej spadał, co najmniej przez kilka kolejnych tygodni lub był to początek długiej bessy, jak w latach 2007 i 2011. Jedynie w połowie 2012 r. ten okres spadków ograniczył się tylko do dwóch kolejnych tygodni, tak to był zdecydowanie dłuższy.
- jeśli WIG spadł poniżej średniej 40-tygodniowej i otwarcie w kolejnym tygodniu było powyżej zamknięcia poprzedniego tygodnia to indeks za każdym razem w końcu się wybronił i kontynuowane były wzrosty.

Jeżeli historia miałaby się teraz powtórzyć, to otwarcie WIG w dniu 17 marca powyżej zamknięcia z dnia 14 marca jest dobrym prognostykiem na kolejne tygodnie/miesiące.

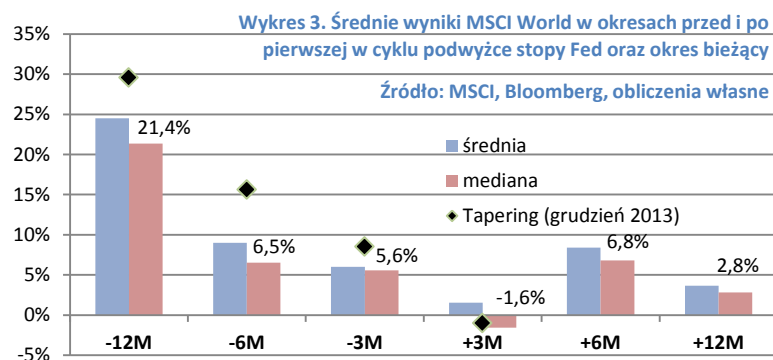
Rozpoczynający się wkrótce II kwartał nie szczyci się jednak najlepszymi wynikami historycznymi czy to na naszym indeksie WIG, czy też na MSCI World oraz S&P500. Od 2000 roku zaledwie trzykrotnie indeks WIG wzrósł w II kwartale o więcej niż 5% i były to lata 2003 i 2009 - początki hossy oraz 2007 - koniec hossy. W pozostałych przypadkach były to przeciętne okresy, często spadkowe. W ostatnich trzech latach WIG tracił w okresie kwiecień - czerwiec po 1%, a w 2010 r. spadł o 7%. Tak więc od 2009 r. kwartał ten nie przyniósł zysku. Jest to najgorszy kwartał w roku zarówno patrząc na medianę wyników, jak i na średni wynik (wykres 2). To niewątpliwie nakazuje pewną ostrożność w najbliższych miesiącach, ale argumenty przemawiające za rynkiem akcji pozostają moim zdaniem na właściwym miejscu. Nie wykluczam też, że II kwartał może nas tym razem pozytywnie zaskoczyć. Obowiązującym trendem pozostaje bowiem trend wzrostowy. OFE będzie zależało na pokazaniu jak najwyższej stopy zwrotu, gdyż już niebawem będziemy wybierać pomiędzy funduszami emerytalnymi a ZUS. I w końcu, z analizy zachowania indeksów giełdowych i cykli w polityce monetarnej płyną pozytywne sygnały, o czym poniżej.



• Rynek akcji a cykle w polityce monetarnej (USA, świat, Polska).

Oczywiście wiele było czynników, które hamowały wzrosty na indeksach, powodowały silny wzrost awersji do ryzyka w I kwartale (słabsze dane z Chin, konflikt Ukraina/Rosja, mroźna zima w USA i seria słabszych danych makro), ale w poprzednich latach takich mocnych argumentów za okresowym wzrostem awersji do ryzyka

wcale mniej nie było, a mimo to indeksy ostatecznie rosły. Prawdopodobnie tą kluczową kwestią hamującą indeksy był po prostu rozpoczęty w grudniu ub.r. proces wygaszania programu skupu aktywów przez amerykański bank centralny, czyli tzw. *tapering*. Wygaszanie programu QE można potraktować jako pierwszą pod-



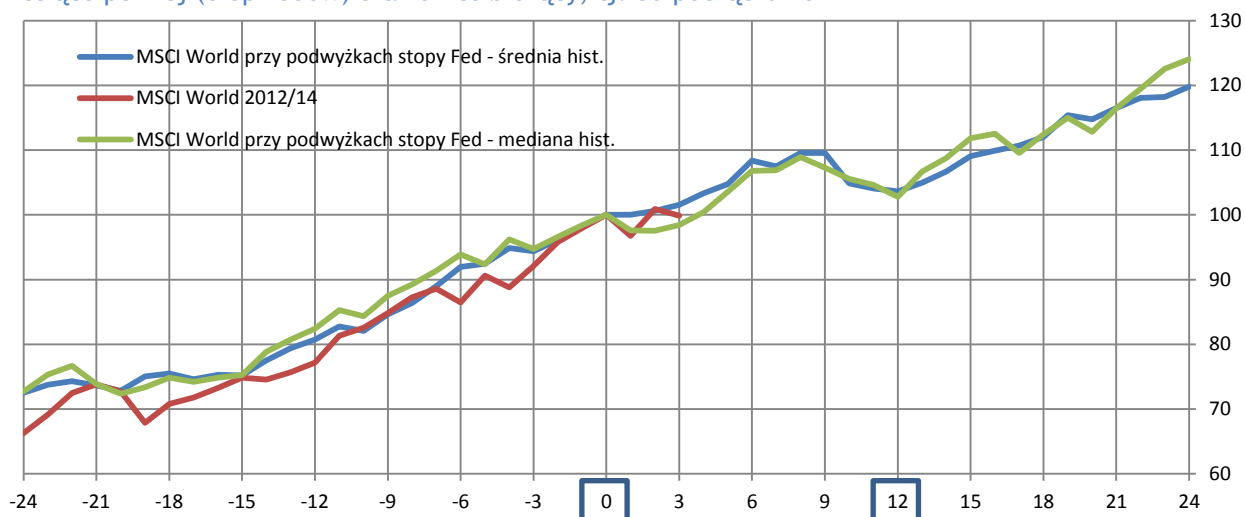
wyżkę stopy procentowej w USA, a w takiej sytuacji słabsze ostatnie trzy miesiące nie powinny zbytnio dziwić. Do tej rzeczywistej podwyżki stopy Fed (obecnie 0-0.25%, bez zmian od pięciu lat) dojdzie dopiero najwcześniej za rok, ale zachowanie indeksu S&P500 czy MSCI World przed grudniową decyzją Fed o zmniejszeniu programu QE o 10 mld i zaraz po niej przypomina schemat

obserwowany w przeszłości, kiedy Fed podnosił po raz pierwszy w cyklu stopę procentową (wykres 3). Na sześć analizowanych przeze mnie przypadków od 1975 roku, za każdym razem MSCI World zyskiwał co najmniej kilkanaście procent w ostatnim roku przed podwyżką (w 2013 r. +30%). Nie było też ani jednego przypadku straty w ostatnim półroczu (w 2013 +15%), ani w ostatnich trzech miesiącach (w 2013 +8%) przed pierwszą podwyżką. Z kolei zaraz po podwyżce stopy, w kolejnych trzech miesiącach, wzrosty hamowały, a w czterech na sześć przypadków były spadki, choć o ograniczonej skali. Dlatego wynik w I kwartale 2014 r. indeksu światowego w okolicach -1% nie powinien aż tak dziwić. Zachowanie indeksu od początku 2013 r. dokładnie wpisuje się bowiem w ten historyczny schemat. Jeśli ma być on kontynuowany to kolejne trzy miesiące (3-6) mogą być całkiem dobrym okresem na światowym indeksie, gdyż historycznie powtarzalnie był to okres kilku-procentowych wzrostów. W każdym z sześciu analizowanych okresów indeks MSCI World zyskiwał w okresie od 3 do 6 miesięcy po pierwszej podwyżce stopy przez Fed. Tym samym, biorąc pod uwagę opisywaną powyżej słabość rynków w II kwartale, nie można wykluczyć, że tym razem zostaniemy pozytywnie zaskoczeni.

Ważniejsze jest jednak teraz to, czego można oczekiwać od rynków akcji w kolejnych kwartałach, w dłuższym terminie. Pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA nie oznacza końca hossy na światowych rynkach, jak można czasami usłyszeć. W przeszłości hossa na światowym indeksie często kończyła się dopiero, kiedy cykl podwyżek w USA dobiegł końca. I to ma swoje uzasadnienie. Koniec podwyżek oznacza, że Fed zaczyna dostrzegać rodzące się negatywne tendencje w gospodarce, dalsze podwyżki nie są już potrzebne, by utrzymać w ryzach inflację, a dodatkowo mogą one już zrobić więcej szkody gospodarce. Po niedługim okresie od zakończenia cyklu podwyżek, maksymalnie rok, Fed rozpoczyna cykl obniżek, gdyż gospodarka hamuje, wpada w recesję. To też koresponduje z wystąpieniem bessy na rynku akcji będącej pokłosiem spadających zysków spółek. Na razie mamy wygaszanie QE, jako substytut podwyżek stóp procentowych, najwcześniej za rok (zgodnie z ostatnią sugestią szefowej Fed) zacznie się podwyższanie już tej rzeczywistej stopy, a sam cykl pewnie nie zakończy się przed 2017 r. Tym samym uważam, że hossa na rynku akcji krajów rozwiniętych, przy braku wystąpienia jakiś nadzwyczajnych wydarzeń/szoków, ma ciągle przestrzeń do kontynuacji. Sam kolejny rok może rozczarować, ponieważ 12 miesięcy po pierwszej podwyżce stopy Fed tylko w dwóch przypadkach

przyniosło wzrosty o ponad 10%, a dwóch przypadkach były to kilkuprocentowe spadki, przy medianie wyników +3% (wykres 3). Jednak po tym czasie często następował nowy rozdział hossy, całkiem dynamiczny (wykres 4).

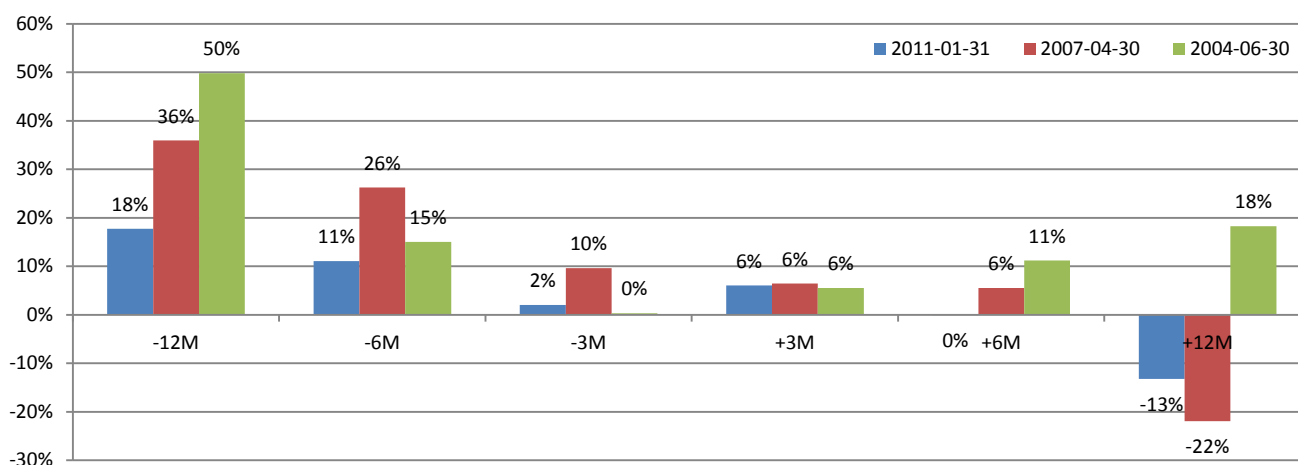
Wykres 4. Uśrednione zachowanie indeksu MSCI World na 24 miesiące przed pierwszą podwyżką stóp Fed i 24 miesiące po niej (6 epizodów) oraz okres bieżący, tj. od początku 2012 r.



Źródło: MSCI, Bloomberg, obliczenia własne.

Jakie wnioski na przyszłość płyną z analizy polskiego rynku akcji i stopy procentowej NBP? Uważam, że całkiem pozytywne. Możemy usłyszeć głosy, że w kolejnych miesiącach, kiedy zaczną się zbliżać podwyżki stóp w Polsce to trend wzrostowy na GPW (i tak ciągle budowany z wielkim trudem) będzie zagrożony, będzie dobiegał końca itd. Jednak do pierwszej podwyżki stopy proc. w Polsce jest jeszcze ok. 12 miesięcy (najwcześniej będzie to miało miejsce prawdopodobnie w I kwartale 2015) i „straszenie” tym obecnie jest bardzo przedwczesne, a przynajmniej nie poparte historycznymi zależnościami.

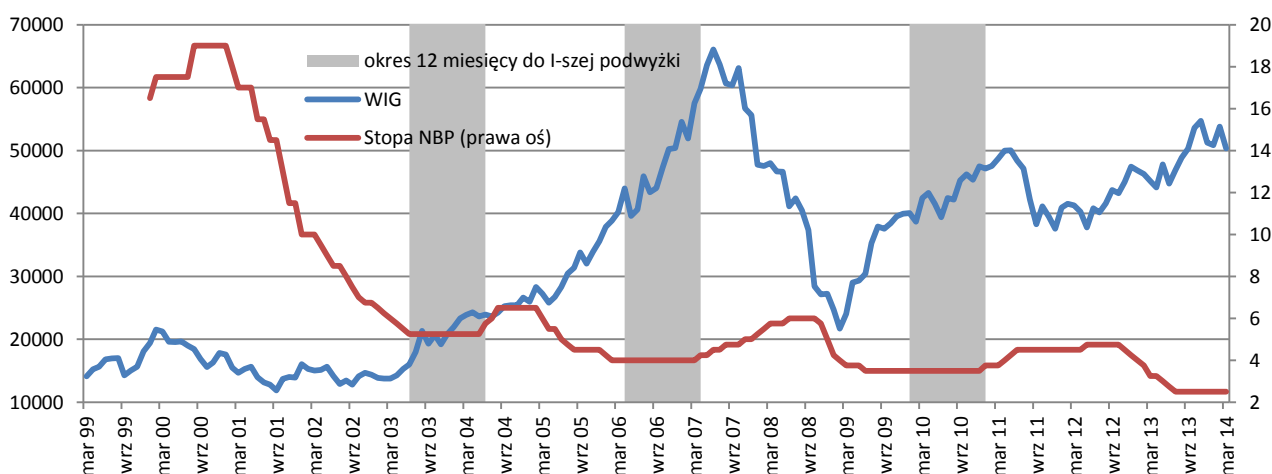
Wykres 5. Wyniki indeksu WIG w okresie od 12 miesięcy przed pierwszą podwyżką stóp przez NBP do 12 miesięcy po niej (trzy cykle, podana data to miesiąc pierwszej podwyżki stopy w cyklu).



W dotychczasowych trzech takich epizodach indeks WIG na 12 miesięcy przed pierwszą podwyżką rósł o 18% w 2010, o 36% w 2006-07 i o prawie 50% w 2003-04. Tak więc był to bardzo mocny okres. Ponadto, jak

widać na powyższym wykresie, silne wzrosty były też w okresie na sześć miesięcy przed podwyżką. Nie był to też spadkowy okres na kwartał przed rozpoczęciem cyklu. We wszystkich trzech przypadkach nawet po podwyżce stóp przez pierwsze trzy miesiące WIG rósł o 6%, a dopiero później, w dwóch ostatnich przypadkach, przychodziła bessza (w 2004 hossa wkrótce zaczęła się dopiero rozpędzać). O ile w USA czy na indeksie światowym MSCI World bessza (ewentualnie) rozpoczynała się, kiedy cykl podwyżek stóp w USA dobiegł końca, to w Polsce w 2007 roku cykl podwyżek był w połowie, gdy skończyła się hossa, a w 2011 roku cykl był już zakończony (jeśli pominiemy mało uzasadnioną podwyżkę w maju 2012, skorygowaną szybko w kolejnych miesiącach; wykres 6). Tak więc ta analiza sugeruje, że przynajmniej do połowy przyszłego roku pozytywny trend na GPW ma szansę się utrzymać.

Wykres 6. Indeks WIG oraz stopa procentowa NBP (prawa oś). Wykres miesięczny.



• Gospodarka światowa. Trendy i zagrożenia.

Abstrahując od prawdziwych źródeł słabości indeksów na świecie i tego, co mówią historyczne schematy, uważam, że argumenty przemawiające za rynkiem akcji pozostają ciągle na właściwym miejscu. Rozpoczęte jeszcze w pierwszej połowie zeszłego roku powolne ożywienie w globalnej gospodarce jest kontynuowane i ma szansę dalej wzmacniać się w trakcie roku. Dla rynków akcji ważne jest także to, że gospodarka globalna przy tym całkiem pozytywnym trendzie jest daleka od przegrzania, inflacja nie jest obecnie problemem, a więc główne banki centralne (oraz nasz NBP) powinny jeszcze dłuższy czas utrzymywać politykę rekordowo niskich stóp procentowych. Na mapie świata nie brakuje słabych punktów (wiele rynków wschodzących) i znaków zapytania (Chiny), ale te dwa najważniejsze regiony: USA i strefa euro, wydają się być dobrze pozycjonowane, by osiągnąć w kolejnych kwartałach wyższe dynamiki wzrostu PKB.

Gospodarka USA „chłodziła się” w I kwartale po całkiem mocnej drugiej połowie 2013 r., a niekorzystne warunki pogodowe, utrzymujące się za oceanem praktycznie od grudnia, wzmacniały tempo spowolnienia. Pod koniec kwartału lepsze dane makro zaczynają jednak w końcu wychodzić na światło dzienne przez co inwestorzy mogą poczuć się bardziej komfortowo z wygaszaniem QE, bo ma ono większe niż miesiąc, dwa miesiące temu, uzasadnienie w danych makro. To zdejmuje pewną porcję niepewności z rynku akcji, a niepewność nie jest sprzymierzeńcem giełd. Ważne jest to, że ciągle nie widać tu sygnałów zapowiadających recesję w per-

spektywie kolejnych 6-12 miesiącach. Przestrzeń do kontynuacji ekspansji w USA pozostaje dość istotna. W Unii Europejskiej kontynuowane jest natomiast umiarkowane, ale bardzo szerokie ożywienie. Obejmuje ono zdecydowaną większość krajów regionu, choć oczywiście występują spore różnice pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. **Polska** wyróżnia się całkiem pozytywnie na tym tle. Ożywienie rozszerza się na kolejne kategorie naszej gospodarki. Na pewno niepokoją **Chiny**. Tamtejsza gospodarka spowalnia w ostatnich miesiącach i tu na razie nie widać sygnałów poprawy. Tym samym na rynki wracają, jak co roku, obawy o „twarde lądowanie” tej gospodarki, czyli szybkie zejście dynamiki wzrostu PKB z poziomów ponad 7% w okolice przynajmniej 5%. Pierwszy kwartał niewątpliwie kolejny rok wypadnie słabo, jednak nie uważam, żeby to była zapowiedź mocnego hamowania drugiej gospodarki świata. W ostatnich dwóch latach I kwartał był najłagodniejszym okresem w roku, po czym następowało przyspieszenie w II i III kwartale, kiedy rząd i bank centralny łagodziły swoje wcześniej restrykcyjne polityki lub pojawiał się pewien stymulus fiskalny. Uważam, że podobnie może być w 2014 r. Władze Chin mają środki i chęć, by utrzymać wzrost PKB powyżej lub na poziomie 7%.

Zagrożenia dla utrzymania pozytywnych trendów w światowej gospodarce, a tym samym i na rynkach akcji, istnieją i nie są one bagatelne, m.in.: konflikt Ukraina/Zachód - Rosja, Chiny, obawy o wybuch kryzysu na rynkach wschodzących na kształt tego, co było w latach 90-tych, ewentualne zbyt wczesne zaostrzenie polityki monetarnej przez główne banki centralne. Istnieje też ryzyko, że jeśli dynamika wzrostu na rynkach wschodzących nie zacznie się poprawiać w ślad za gospodarkami rozwiniętymi, to ożywienie w globalnej gospodarce, mimo jego kontynuacji, ostatecznie rozczaruje inwestorów. Na razie **konflikt Rosja-Ukraina** nie zagraża globalnej gospodarce i nie zakładam, aby ostatecznie jej zagroził. Szerszy konflikt zbrojny to scenariusz na razie mocno skrajny, choć oczywiście żadnego wariantu nie można tu wykluczyć. Warto jednak wziąć pod uwagę to, że Rosja, tamtejsza gospodarka i finanse publiczne, są w bardzo dużym stopniu uzależnione od eksportu surowców energetycznych (ropy i gazu) do Europy. Modernizacji gospodarki jak nie było tak nie ma, więc w przypadku ewentualnych sankcji na eksport surowców gospodarka rosyjska pogrążyłaby się w recesji, a stąd już jest krótka droga do wybuchu protestów społecznych. Putin nie zakłada, aby Zachód, a konkretnie Unia Europejska (powiązania gospodarcze z USA są marginalne), mógł nałożyć poważne sankcje gospodarcze, traktując ten region jako zbyt słaby politycznie. UE sama bowiem mogłaby na takich sankcjach stracić i dlatego na razie ucieka się jedynie do miękkich sankcji wobec niektórych oficjeli rosyjskich i ukraińskich. Ale wszystko ma swoje granice, których ewentualne przekroczenie spowodowałoby już poważne kroki polityczne i gospodarcze. A na takiej wojnie gospodarczej zdecydowanie więcej straciłaby Rosja. Europa jest mocno zależna od importu surowców z Rosji, ale nie tak bardzo jak Rosja od eksportu surowców do Unii. Dla niej jest to niezbędne źródło przychodów, by kraj mógł „normalnie” funkcjonować. Sankcje na eksport surowców pogrążyłyby Rosję i Putina.

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 pretekstu 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.