

Warszawa, dnia 09.04.2014 r.

Spojrzenie na rynek

- **Kolejna rotacja liderów na giełdzie w USA czy odwracanie trendu na głównym rynku?**

W ostatnich tygodniach obserwujemy istotne zmiany na światowych rynkach, które mogą z czasem okazać się czymś trwalszym. Od połowy marca widać wyraźną poprawę sentymentu wobec rynków wschodzących, a tamtejsze indeksy radzą sobie od tego czasu lepiej od rynków rozwiniętych (o czym w dalszej części komentarza). Choć fundamentalnie niewiele poprawiło się w tym regionie, to nie można wykluczyć, że tym razem giełdy krajów wschodzących na dłużej wrócą do łask inwestorów, a lepsze fundamenty z czasem też przyjdą (co byłoby bardzo cenne dla gospodarki światowej). W USA z kolei od kilku tygodni ciężkie chwile przeżywają akcjonariusze wielu spółek, które napędzały szeroki rynek w ostatnim roku. Wywołuje to nerwowość na rynkach, gdyż historycznie koniec hossy był poprzedzany przez załamywanie się kursów akcji, które wcześniej najsilniej rosły, a dopiero później słabość dotykała szeroki rynek. Choć takie „odpadanie” liderów widoczne już jest od początku marca, a w niektórych przypadkach i od lutego, to dopiero w ostatnich dniach poświęca się temu większą uwagę.

Uważam, że mamy do czynienia z kolejną rotacją liderów w trakcie obowiązującego trendu wzrostowego na rynkach rozwiniętych. Jeśli nowi liderzy nie byłiby w stanie zastąpić tych odchodzących, to trend wzrostowy na głównym światowym rynku rzeczywiście stanie pod znakiem zapytania, dlatego warto obserwować dalej czy ta rotacja przebiega pomyślnie, jednak uważam, że takich nowych liderów w USA nie powinno zabraknąć. Podobne zjawiska obserwowaliśmy już poprzednich latach. Ostatnią taką widoczną rotację liderów mieliśmy w IV kwartale 2012, kiedy też zrobiło się nerwowo na głównym parkiecie. Wtedy m.in. kurs Apple zakończył swój kilkuletni rajd. Jak wiemy z perspektywy czasu wówczas hossa nie zakończyła się, rozpoczął się kolejny jej etap, tylko inne spółki napędzały wzrosty. Pewnym pozytywem jest, że obecnie ta największa słabość dotyka głównie spółki, o których raczej nie można powiedzieć, że są dobrym odzwierciedleniem kondycji gospodarki USA czy światowej. Spółki te zyskały w zeszłym roku w wielu przypadkach sto i więcej procent. Są to spółki z bardzo dynamicznie rozwijających się branż: Internet, cloud computing, biotechnologie, gdzie w ostatnich latach widać ogromne przyspieszenie, pojawia się dużo innowacyjnych produktów, jest sporo transakcji przejęć, ale ogólnie trendy w tych branżach nie mają zbyt silnego związku z napływającymi danymi makro. Te same w sobie są wspierające dla rynku akcji. Silne zachowanie rynków wschodzących, których gospodarki budzą teraz największe obawy, też nie wskazuje na brak wiary inwestorów w utrzymanie pozytywnych trendów w światowej gospodarce. Relatywna siła subindeksów sektorowych w USA i Europie, które są grą pod rynki wschodzące, także zaczyna ostatnio poprawiać się względem szerokiego rynku. Tym samym zakładam, że hossy na rynkach rozwiniętych będzie nadal obowiązującym trendem, podobnie jak na parkiecie polskim i przy utrzymaniu się dobrej kondycji w światowej gospodarce.

Odnoszące sukcesy spółki internetowe, spółki skupiające się wokół *cloud computing* czy biotechnologiczne mają ogromny potencjał wzrostu, przez co inwestorzy nie wyceniają ich standardowymi miernikami, a tym samym wyglądają one bardzo drogo na mnożnikach typu Cena/Zysk. Niektóre spółki, szczególnie internetowe, często nie mają jeszcze żadnych istotnych zysków lub notują straty, ale kuszą inwestorów swoim potencjałem. Spółki te określane są mianem *momentum stocks*. Przykuwają one szczególną uwagę funduszy hedgingowych, liczących na spektakularny wzrost kursu w krótkim terminie. Pęd ku takim spółkom w ostatnim roku przypominał oczywiście sytuację z bańki internetowej i końcówki lat 90-tych. Spółki takie jak: Tesla (producent aut o napędzie elektrycznym), Netflix (największy na świecie internetowy serwis video - twórca serialu *House of Cards*), Priceline (światowy lider sprzedaży wycieczek online), Facebook, Yahoo czy wiele spółek biotechnologicznych od początku marca zaczęły silnie się korygować, po tym jak co najmniej podwoiły swoją wartość w ostatnim roku. Miesiąc później, kiedy końca korekty na tych spółkach ciągle nie widać, przykuło to uwagę szerokiego rynku i spowodowało większą nerwowość. W ciągu miesiąca wiele z nich spadło o 20%, wchodząc w rynek niedźwiedzia, na wielu spadki są kilkunastoprocentowe. Wyceny w wielu przypadkach nawet po tych spadkach pozostały bardzo wysokie. Za oczekiwany jeden dolar zysku Tesli w 2014 r. inwestorzy płacą obecnie 134 dolary, w przypadku Amazon jest to 78 USD, Netflix'a 73 USD, a Facebook'a 45. Jednak warto też w tym miejscu podkreślić, że problem przewartościowanych wycen dotknął specyficzne sektory / spółki, a nie cały rynek. Dla S&P500 wskaźnik cena/zysk, dla zysków prognozowanych na 2014 r, wynosi niecałe 16, co jest poziomem zbliżonym do długoterminowej średniej.

Spółka / indeks	2013	2014 do tego- rocznego szczytu	7.04.2014 vs tegoroczny szczyt	C/Z 2013	C/Z 2014	C/Z 2015
TESLA	344%	76%	-22%	-	134,0	72,5
NETFLIX	298%	24%	-26%	173,4	72,6	41,1
FACEBOOK	105%	33%	-22%	91,1	45,1	33,7
YAHOO	103%	3%	-21%	32,4	21,0	18,5
PRICELINE	87%	19%	-15%	31,7	22,7	18,6
MASTERCARD	71%	1%	-16%	32,0	23,4	19,7
NASDAQ BIOTECHNOLOGY INDEX	66%	17%	-14%	-	49,5	27,7
NASDAQ INTERNET INDEX	66%	10%	-16%	21,7	29,3	22,6
AMAZON	59%	2%	-22%	697,2	78,4	45,5
GOOGLE	58%	10%	-12%	30,8	20,2	17,0
NASDAQ	35%	4%	-6%	21,2	18,0	15,7
S&P500	30%	3%	-3%	17,0	15,7	14,1

Źródło: Bloomberg

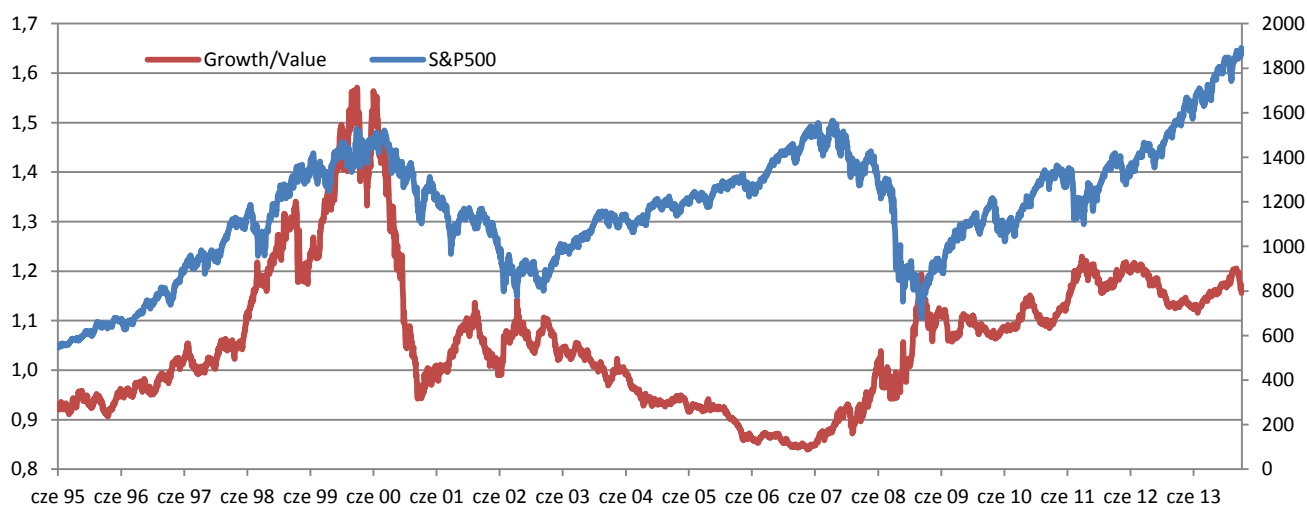
Z drugiej strony mamy też przykłady uznanych spółek, które nie były jakoś specjalnie drogo wyceniane, a potraciły w ostatnim miesiącu po kilkanaście procent. Wskaźniki dla Mastercard czy Google nie były specjalnie przewartościowane względem rynku, biorąc pod uwagę możliwości dalszego rozwoju tych spółek, a także w ich przypadkach obserwujemy teraz spore zniżki. Po prostu na rynku co pewien czas liderzy się zmieniają. Google w ostatnich dwóch latach podwoił swoją wartość, podobnie Mastercard. Apple, kiedy kończył swój kilkuletni rajd, podczas którego był jednym z niekwestionowanych liderów rynku, też nie był specjalnie drogi na wskaźnikach, ale jego czas liderowania i ciągle rosnącej popularności wśród zarządzających już minął.

Inwestorzy wówczas zwrócili się m.in. ku akcjom Google, a z czołówek serwisów zniknęły już informacje o kolejnych historycznych rekordach kursu Apple.

Jednym z powodów zaistnienia silniejszej korekty na omawianych *momentum stocks* w I kwartale była zwiększona podaż akcji takich spółek. Wysokie stopy zwrotu spółek internetowych oraz biotechnologicznych w zeszłym roku spowodowały potężny napływ nowych ofert publicznych tego typu przedsiębiorstw na amerykańskie giełdy. Ponieważ branże te były bardzo popularne, inwestorzy chętnie brali udział w takich ofertach. W I kwartale 2014 r. 71 spółek przeprowadziło ofertę publiczną w USA, dwa razy więcej niż w I kwartale 2013, z czego większość to były właśnie spółki biotechnologiczne i internetowe. Inwestorzy w poszukiwaniu nowych liderów wychodzili ze swoich dotychczasowych najbardziej zyskownych pozycji lub też nie zwiększali dalej w nich zaangażowania, a uwagę kierowali na nowe podobne spółki wchodzące dopiero na giełdę. Wierzyli jednocześnie, że pozytywny trend w tych branżach będzie utrzymany. Ten mniejszy popyt na dotychczasowych liderów pomógł zainicjować obecne spadki. Wysokie wyceny powodowały z kolei, że inwestorzy byli bardzo wrażliwi na wszelkie sygnały odwracania się trendu wzrostowego na poszczególnych walorach i kiedy te się pojawiły to „rozkręcająca się” ucieczka inwestorów spotęgowała skalę spadków.

Warto zwrócić uwagę, że ta hossa w USA charakteryzuje się tym, iż jest ona napędzana zarówno przez spółki wzrostowe (*growth*), jak i wartościowe (*value*). Raz przewodzą jej spółki *growth* (ostatnio od połowy 2013 r.), a innym razem *value* (od połowy 2012 do połowy 2013). Teraz od końca lutego obserwujemy znów rotację ze spółek wzrostowych, nie płacących dywidendy, ale z wysokim potencjałem wzrostu do wartościowych, płacących dywidendy, nie notujących tak wysokich dynamik wzrostu zysków, ale charakteryzujących się większą stabilnością wyników. Dlatego sam fakt rotacji z jednego sektora w drugi nie niesie jakiś specjalnych implikacji dla rynku, ponieważ było to zjawisko powtarzalne w ostatnich latach. Ogólnie od dołka z marca 2009 r. oba sektory uzyskały praktycznie takie same wyniki (+180% *value*, +173% *growth* i S&P500 +176%). Jak pokazuje poniższy wykres wcześniejsze dwie hossy były pod tym względem zupełnie inne. Lata 90-te to dominacja *growth stocks*, a hossa 2003-2007 to *value stocks*. To, że rynek potrafił rosnąć w ostatnich latach na szerszej podstawie, zarówno w okresie dominacji spółek wzrostowych, jak i wartościowych zwiększa prawdopodobieństwo, że i obecna rotacja także się powiedzie.

Wykres 1. S&P500 (prawa oś) oraz siła relatywna S&P500 Growth do S&P500 Value (lewa oś).

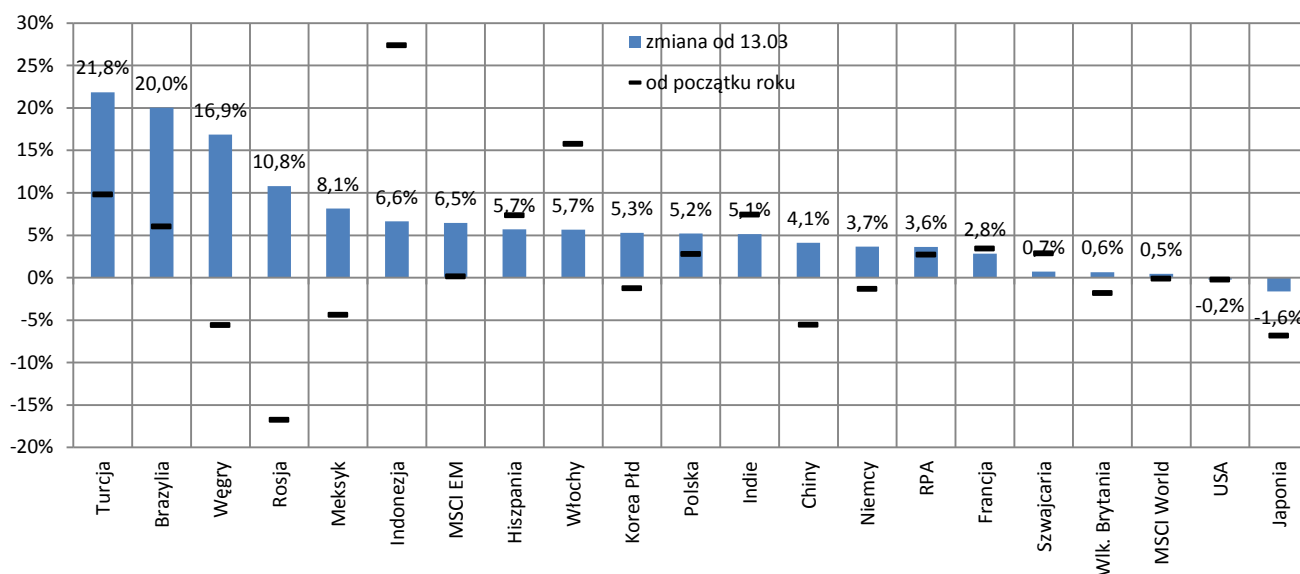


Uważam, że perspektywy dla rynku amerykańskiego, który wyznacza trendy na światowych rynkach, pozostają pozytywne. Gospodarka jest w dobrej kondycji, nie wysyła sygnałów zbliżającej się recesji w perspektywie 6-12 miesięcy, a pokoleniowy zwrot w zakresie zasobów energetycznych (rewolucja łupkowa), jaki ma tam miejsce, powoduje powstawanie nowych branż oraz reaktywację tych, które wydawały się już schyłkowymi w USA. To ogólnie napędza gospodarkę do czego także przykładą się istotny postęp technologiczny. Choć ten rok może być słabszy na giełdzie w USA, po spektakularnym 2013 r., o czym pisałem poprzednio przy omawianiu zachowania się giełdy i cykli w polityce pieniężnej Fed, to jednak obowiązującym długoterminowym trendem powinien pozostać trend wzrostowy. Tym samym zakładam, że trend wzrostowy powinien także utrzymać się na europejskich giełdach krajów rozwiniętych oraz w Polsce. Korekta na wielu spółkach wzrostowych USA, których wyceny były już bardzo drogie, jest „zdrową” korektą. Nie uważam, żeby wiele z tych spółek było dalej liderami hossy w USA, jednak dla rynku ważne jest teraz to, by wyprzedził w takiej formie, jaką obserwujemy w ostatnim miesiącu zakończyła się, a nie by spółki te silnie odbiły. Liderami powinny być teraz inne walory, które nieśmiało wylaniają się, ale by mianować ich nowymi liderami hossy jest jeszcze za wcześnie. Rynek potrzebuje czasu, by nabrać przekonania, że ci nowi liderzy będą w stanie pociągnąć rynek na południe.

- **Zdecydowana poprawa sentymentu wobec rynków wschodzących przy braku poprawy fundamentów.**

Elementem rotacji aktywów, która ma miejsce na giełdach w USA i Europie, może być też powrót lepszego sentymentu na rynki wschodzące. Być może kilkuletni okres, kiedy rynki rozwinięte wypadały powtarzalnie lepiej od giełd rozwijających się, właśnie dobiegł końca. Od 13 marca, kiedy MSCI EM (rynków wschodzących) zanotował ostatni lokalny dołek, indeks zyskał w dolarach 6.5% (do 7.04), podczas gdy MSCI World (indeks rynków rozwiniętych) zarobił o sześć punktów procentowych mniej. Odbicie na MSCI EM napędzane jest od miesiąca głównie przez Turcję, Brazylię (powyżej 20% wzrostu w dolarach) i Rosję (11%). Dwa pierwsze rynki z nawiązką odrobiły wcześniejsze tegoroczne straty i z jednych z najsłabszych rynków na początku roku obecnie są jednymi z najsilniej rosnących. Węgry (+17%), mało ważą w indeksie MSCI EM, ale też zanotowały solidne odbicie. W tyle za MSCI EM, ale też notując wzrosty, pozostały Chiny (+4%), RPA i Indie. Warto zauważyć, że indeks Sensex w Indiach jest na historycznych szczytach. Z kolei indeks indonezyjski to zdecydowany lider na światowych rynkach w tym roku (+27%). Od 13 marca wyraźnie w tyle za rynkami wschodzącymi pozostają Stany Zjednoczone (-0.2%) oraz Japonia (-1.6). Rynki w strefie euro, zwłaszcza Włochy (jeden z tegorocznych liderów) oraz Hiszpania, nie ustępują już aż tak wyraźnie rynkom wschodzącym.

Wykres 2. Zmiana indeksów MSCI (wycena w USD) od 13 marca oraz od początku roku do 7 kwietnia 2014.



Źródło: MSCI

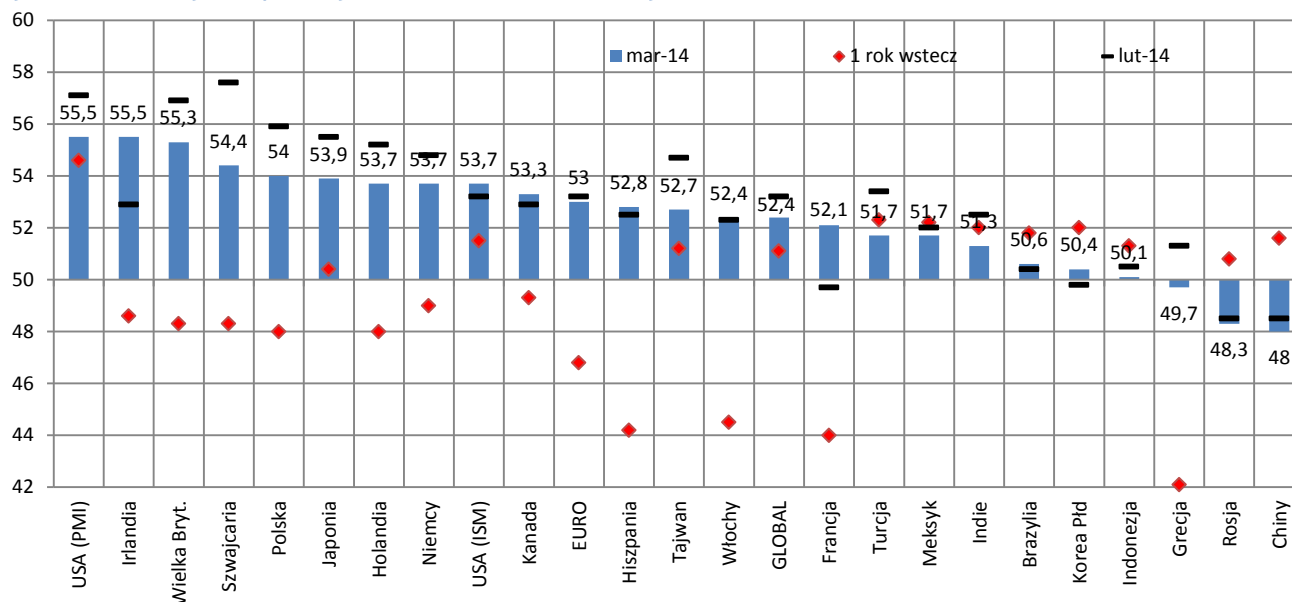
Pozytywne jest to, że kraje, których kondycja budziła ogromne obawy na początku roku - i nadal zresztą je budzi: Turcja, Brazylia, Indie, Indonezja i RPA, wydają się zdobywać większe zaufanie wśród inwestorów. Mierzone przez nas zagregowane indeksy giełdowe i walutowe (ważone odpowiednio kapitalizacją giełd i PKB) tych krajów znajdują się obecnie najwyżej od kilku miesięcy. Pytanie o trwałość tego trendu na rynkach wschodzących pozostaje otwarte, gdyż na razie jest to zbyt krótki ruch. W ostatnich latach widzieliśmy już kilkakrotnie takie fale wzrostowe na rynkach wschodzących, które z czasem okazywały się krótkotrwałe. Jednak rosnąca obecnie siła relatywna wobec rynków rozwiniętych jest sygnałem, że ten trend może być tym razem czymś trwalszym i tych pierwszych pozytywnych ruchów nie należy bagatelizować. Wpisywałoby to się także w rotację aktywów, jaką obserwujemy na poszczególnych sektorach w USA i Europie Zachodniej, gdzie branże, które mogą być grą pod rynki wschodzące, zaczynają sobie radzić relatywnie lepiej.

Fundamentalnie nie widać jednak ciągle sygnałów, które mogłyby być wartościowym wsparciem wobec rynków wschodzących. Ostatnia seria odczytów indeksów PMI za marzec, jak pokazuje poniższy wykres, ciągle plasuje większość tych rynków na końcu stawki, a do tego wiele rynków zanotowało spadek indeksu PMI w stosunku do lutego, pozostając też poniżej poziomów sprzed roku.

Jak widać na poniższym wykresie, w zdecydowanej większości przypadków, nie tylko na rynkach wschodzących, indeksy PMI spadały w marcu wobec lutego. Uważam, że schemat obserwowany w poprzednich latach może się i teraz powtórzyć. Od kilku lat indeksy PMI szeroko rosną w ostatnich miesiącach roku i na początku kolejnego, by w lutym, marcu zacząć notować niższe odczyty przez kilka kolejnych miesięcy. W zeszłym roku to pogorszenie było wyjątkowo krótkotrwałe, gdyż w maju indeksy zaczęły bardzo szerokie wzrosty, które trwały aż do początku tego roku. Nie wiemy jak będzie wyglądało ich zachowanie w tym roku, ale uważam, że perspektywy dla gospodarki światowej na ten rok i kolejny pozostają pozytywne. By giełdy gospodarek wschodzących utrzymały opisywany powyżej pozytywny trend wobec rynków rozwiniętych, to te główne kraje regionu, czyli BRIC, powinny w końcu zacząć przesuwac się z ostatnich pozycji zajmowanych na poniżej

szym wykresie. Jeśli za poprawą na tych giełdach, zakładając oczywiście, że ten trend utrzyma się, nie przyjdzie poprawa fundamentów, to rynki wschodzące staną się bardzo wrażliwe na każde pogorszenie nastrojów na światowych rynkach.

Wykres 3. Indeksy PMI przemysłu: dane za marzec i luty 2014 oraz marzec 2013.



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.