



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Maj 2012



Podsumowanie

- Polski rynek akcji postanowił przetestować cierpliwość inwestorów wykonując próbę wybicia się dołem z dotychczasowego trendu bocznego. Na szczęście WIG20 dość szybko zdołał powrócić do formacji, z której przed chwilą się wybił. Niestety zagrożenie opuszczenia dotychczasowej konsolidacji nie zostało jeszcze definitywnie zażegnane. Co gorsze, wiemy jak mógłby się taki scenariusz zakończyć. W ostatnich tygodniach dokładnie taką samą drogę przeszedł hiszpański rynek akcji, który w dość drastyczny sposób przypomniał inwestorom, że kraj znajduje się w prawdziwej recesji, a kursy spółek w regularnej bessie.
- Złą informacją dla całej Europy, a w szczególności Niemiec, jest to, że kraje znajdujące się w recesji w pierwszej kolejności rezygnują z produktów dostarczanych im przez naszego zachodniego sąsiada. To, czy dojdzie do większego tąpnięcia w niemieckim eksporcie zależy od popytu na towary generowanego przez czterech największych partnerów handlowych Niemiec, czyli Francji, Holandii, USA oraz Wielkiej Brytanii. Jak na razie nic nie wskazuje na to, że następuje zmiana w dotychczasowym trendzie niemieckiego eksportu do tych państw.
- Najbliższe miesiące na rynkach finansowych całego świata pozostaną pod wpływem widocznej od ponad roku tendencji zmniejszania dynamiki wzrostu gospodarczego. Im dalej od Europy, tym spowolnienie powinno być płytsze i krótsze. Niektóre rynki wschodzące być może mają już za sobą zastój gospodarczy i powoli zaczną przyspieszać dzięki dość szybkiej reakcji banków centralnych obniżających stopy procentowe wraz ze spadającą od kilku miesięcy inflacją.
- Niestety nasza gospodarka, podobnie jak w czasie kryzysu rosyjskiego, jest zbyt blisko głównego frontu w obecnym kryzysie i zbyt mało zależy od siły amerykańskiej gospodarki, żeby nie odczuć efektów europejskiej mini recesji. Ostatnie, zaskakująco słabe dane o naszej produkcji przemysłowej uświadomiły inwestorom, że nie uciekniemy przed spowolnieniem. Zmniejszenie dynamiki polskiej produkcji przemysłowej jest ściśle związane z koniunkturą panującą u naszego zachodniego sąsiada. Patrząc na trendy panujące wokół wydaje mi się, że można oczekiwać również spadku rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w najbliższych miesiącach, co powinno mieć jeden pozytywny skutek – zmniejszy skłonność Rady Polityki Pieniężnej do podwyższania stóp procentowych.
- Moim zdaniem obecne spowolnienie nie będzie miało takich konsekwencji dla konsumentów i przedsiębiorstw, jak recesje z lat 2001-2002, czy ostatnia z przełomu 2008 i 2009 roku. Powinno być raczej traktowane, jako chwilowy przerywnik, tak jak w roku 2005, czy w pierwszej połowie 1999 roku po bankructwie Rosji. Przy takim założeniu słabe zachowanie rynku akcji w Polsce w okresie od drugiego półrocza 2011 r. było dyskontowaniem tegorocznego spowolnienia i to dyskontowaniem wystarczająco dotkliwym.
- Spowolnienie w gospodarce światowej wychodzi z cienia i rynki akcji muszą to odczuć. Inwestorzy w Stanach, czy w Niemczech nie powinni jednak obawiać się powtórki sytuacji z sierpnia ubiegłego roku, a raczej mocnej huśtawki nastrojów. Z tej perspektywy dla polskich inwestorów nic się nie zmieni - nadal będziemy obijać się od bandy do bandy, raz wiedzeni nadziejami, drugi raz strachem.

Komentarz miesięczny: Maj 2012

Zgodnie z historyczną sezonowością, kwiecień miał być kolejnym, ale zarazem ostatnim już, przed dłuższą przerwą, miesiącem wzrostów indeksów giełd amerykańskich. Kontynuacja dobrej passy na giełdzie za oceanem miała dać naszym krajowym wskaźnikom, w szczególności indeksowi dużych spółek, ostatnią szansę na rehabilitację po kiepskich notowaniach z poprzednich dwóch miesięcy. Wyjście WIG20 ponad poziom 2400 punktów miało zapobiec scenariuszowi, o którym rynek trzykrotnie przypomniał inwestorom w marcu, niebezpiecznie zbliżając indeks do poziomu 2200 punktów, czyli dolnego ograniczenia formacji, w której duże spółki tkwiły od ponad pół roku. Oczywiście polski rynek akcji postanowił przetestować moją cierpliwość wykonując dokładnie przeciwny ruch do zakładanego (wykres 1).

Wykres 1: Bazowy scenariusz dla indeksu WIG20 na drugi kwartał bieżącego roku



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Muszę przyznać, że tak szybkiego zejścia poniżej 2200 punktów nie spodziewałem się nawet w pesymistycznym scenariuszu zgodnie, z którym indeks WIG20 przez kolejne miesiące męczyłby się w dotychczasowym trendzie bocznym. Na szczęście indeks *blue chips* dość szybko zdołał powrócić do formacji, z której przed chwilą się wybił, negując negatywną wymowę wcześniejszego ruchu (wykres 2).

Wykres 2 : Negatywny scenariusz dla indeksu WIG20 na drugi kwartał bieżącego roku

WIG20 (2,245.40, 2,245.51, 2,230.19, 2,240.57, -3,72998)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

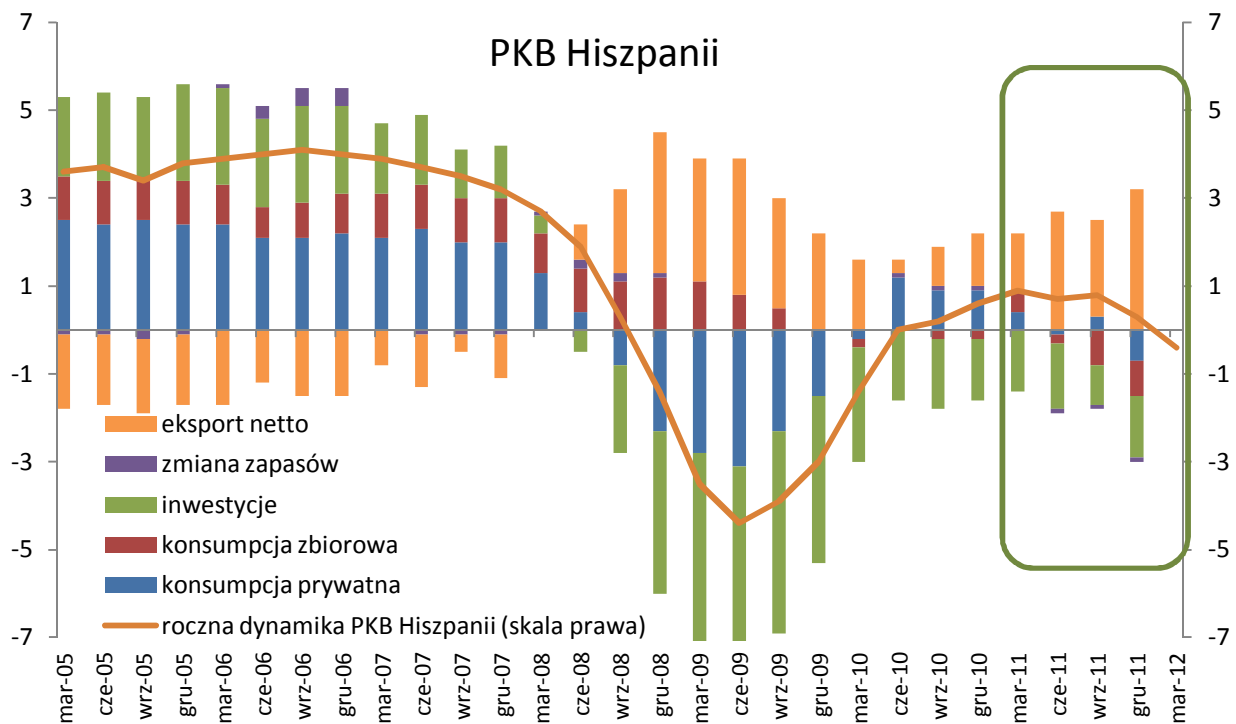
Niestety zagrożenie opuszczenia dotychczasowej konsolidacji dołem nie zostało jeszcze definitywnie zażegnane. Co gorsze, wiemy jak mógłby się taki scenariusz zakończyć. W ostatnich tygodniach dokładnie taką samą drogę przeszedł hiszpański rynek akcji, który w dość drastyczny sposób przypomniał inwestorom, że kraj znajduje się w prawdziwej recesji, a kursy spółek w regularnej bessie (wykres 3 i 4).

Wykres 3: Notowania indeksów IBEX i WIG20 w ostatnim roku



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

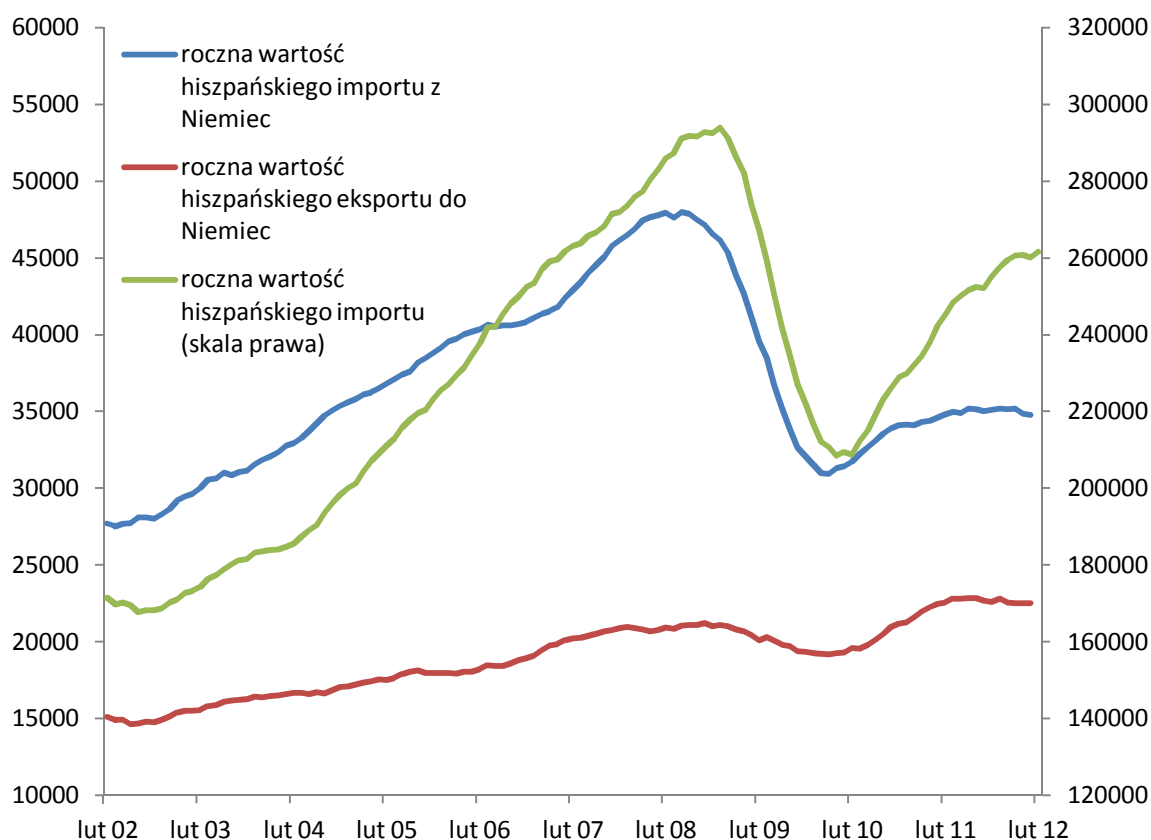
Wykres 4: Wpływ poszczególnych czynników na roczną zmianę PKB w Hiszpanii



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Spadek PKB w Hiszpanii widoczny jest już w prawie wszystkich wszystkich elementach mających wpływ na zmiany zachodzące w gospodarce. Ujemną roczną dynamikę zanotowano zarówno w przypadku wydatków publicznych oraz konsumpcji prywatnej, jak i w zmianie zapasów oraz inwestycjach przedsiębiorstw. Jedyny składnik, który pozytywnie wpływa na zmianę PKB w Hiszpanii to eksport netto. Nie jest to niestety powód do zadowolenia, gdyż z braku krajowej waluty wszystkie kraje południa Europy zwiększają swój eksport netto nie poprzez dynamiczny skok w sprzedaży towarów zagranicą, lecz w wyniku drastycznego skurczenia się popytu wewnętrznego na towary importowane. Warto przy tym zauważyć, że kraje znajdujące się w recesji w pierwszej kolejności rezygnują z produktów dostarczanych im przez Niemcy. Inaczej niż przyjęto się uważać, to nie Chiny, a Niemcy w największym stopniu mogą odczuć skutki kryzysu gospodarczego na południu Europy. Widać to również w przypadku Hiszpanii, której import z Niemiec na tle przyrostu całkowitego importu wypada bardzo blado (wykres 5).

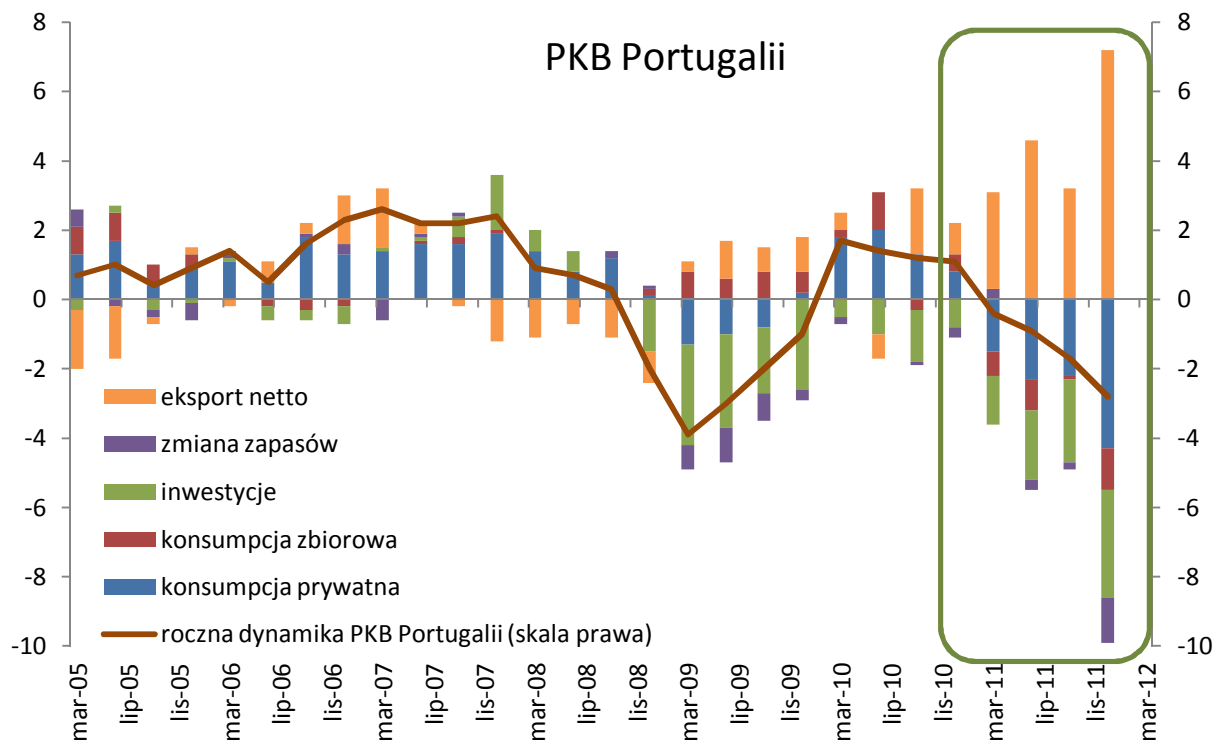
Wykres 5: Roczna wartość hiszpańskiej wymiany handlowej w mln euro



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

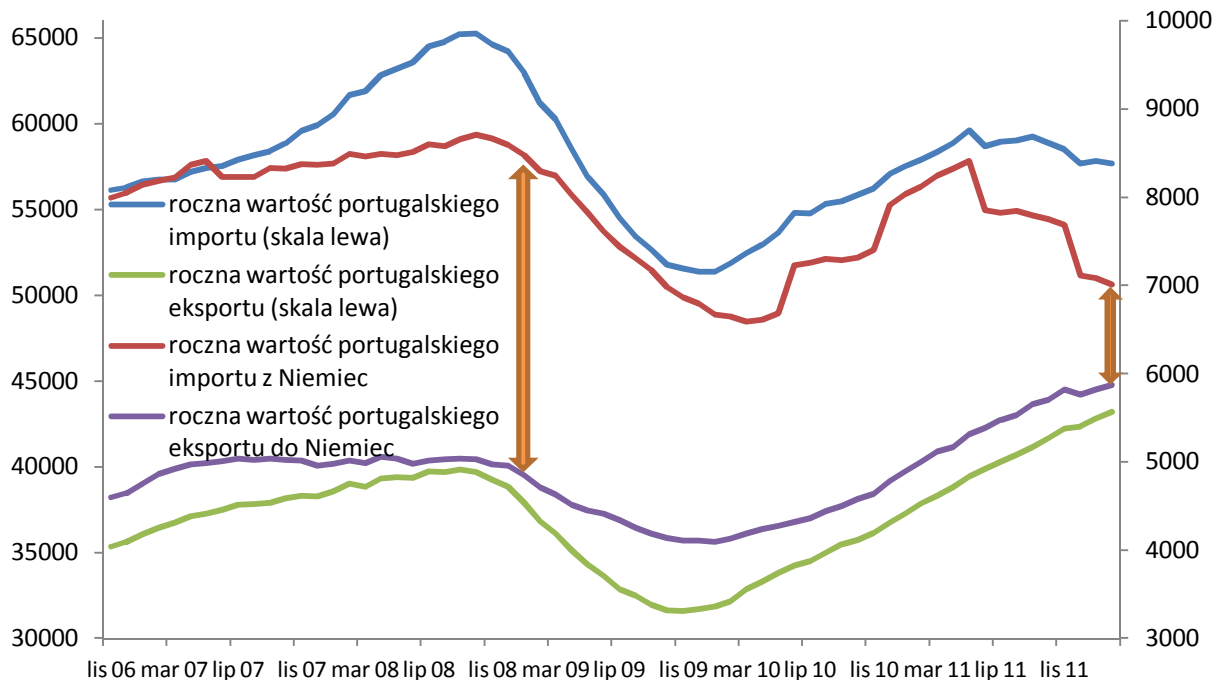
Oczywiście nie można tu jeszcze mówić o kompletnym załamaniu rynku zbytu dla niemieckich przedsiębiorstw. Ponieważ jednak Hiszpania zdaje się powielać wcześniejsze zachowanie gospodarki Portugalii (a tam ograniczenie importu niemal w połowie wywołane było niższymi dostawami z Niemiec), perspektywa najbliższych kwartałów wcale nie wygląda zachęcająco. Waga Portugalii w europejskiej wymianie handlowej jest niewielka, jednak powtórzenie portugalskiego scenariusza w przypadku Hiszpanii może być bardziej bolesne (wykres 6 i 7).

Wykres 6: Wpływ poszczególnych czynników na roczną zmianę PKB w Portugalii



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

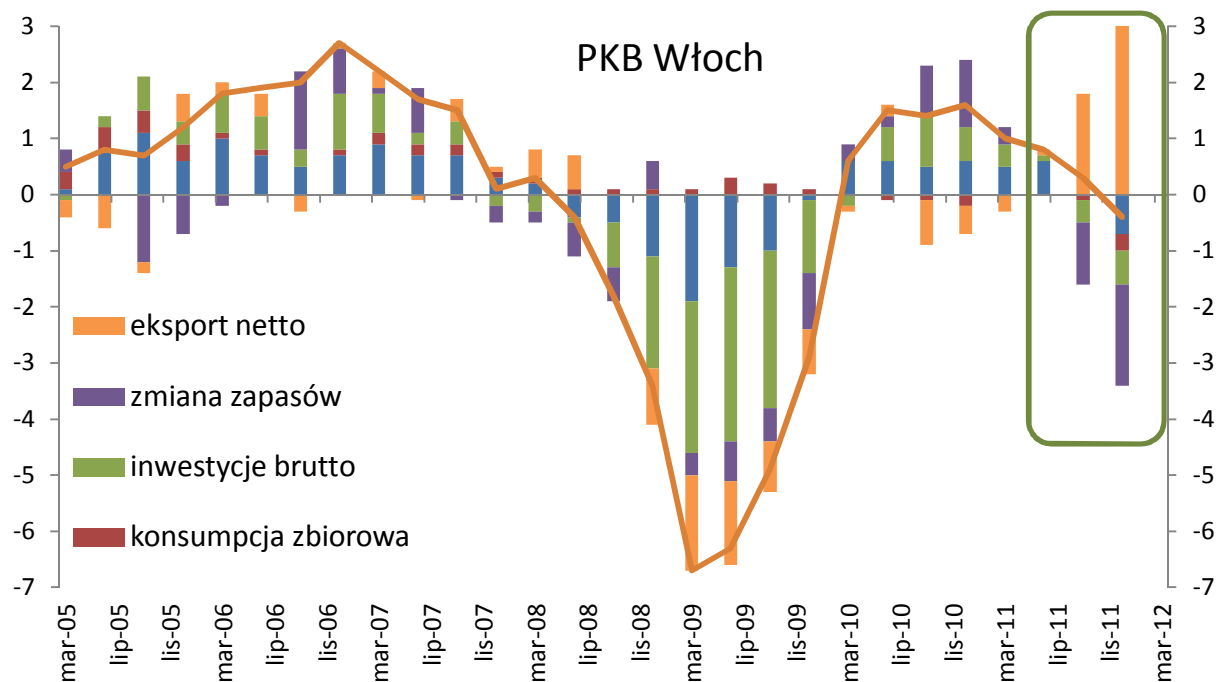
Wykres 7: Roczna wartość portugalskiej wymiany handlowej w mln euro



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dodając to tego obraz stanu trzeciej gospodarki strefy euro, czyli Włoch, które z pewnym opóźnieniem dobijają do niechlubnych standardów pozostałych krajów południa Europy, można mieć istotne wątpliwości, czy Niemcy zdołają utrzymać dotychczasową siłę swojej gospodarki, opartej w dużym stopniu na eksporcie (wykres 8).

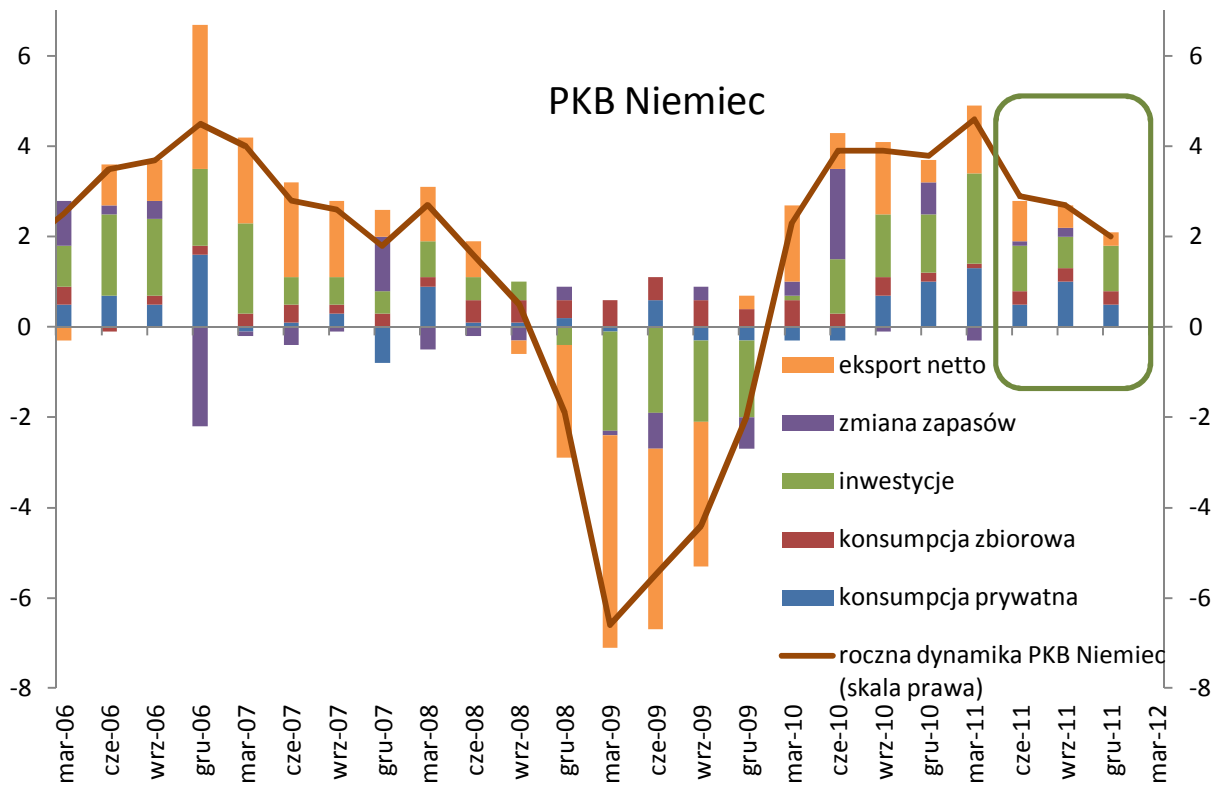
Wykres 8: Wpływ poszczególnych czynników na roczną zmianę PKB Włoch



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Na szczęście dla naszego sąsiada, zarówno konsumpcja, jak i inwestycje w dalszym ciągu wspierają wzrost gospodarczy, podobnie jak wydatki rządowe, co dość mocno stoi w kontrze do trendów wymuszających ograniczenie wydatków publicznych w Europie, jakie wspiera i propaguje rząd Kanclerz Angeli Merkel (wykres 9).

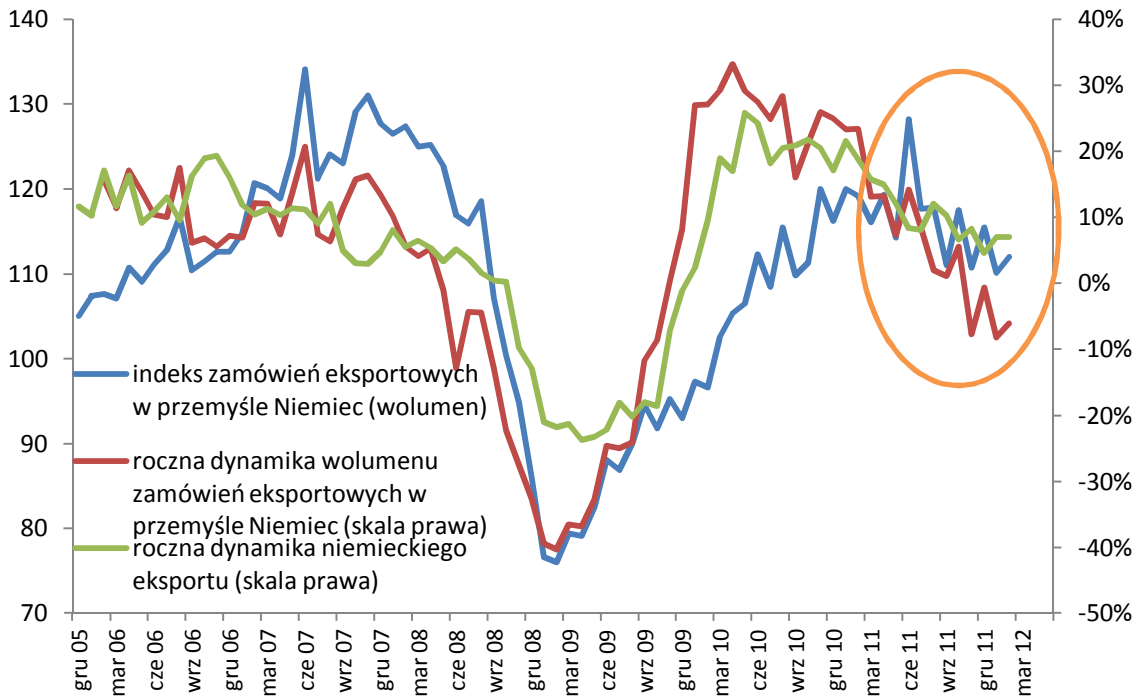
Wykres 9: Wpływ poszczególnych czynników na roczną zmianę PKB w Niemczech



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Na razie możemy zdefiniować sytuację niemieckiego eksportu, jako stagnację lub lekkie spowolnienie (wykres 10).

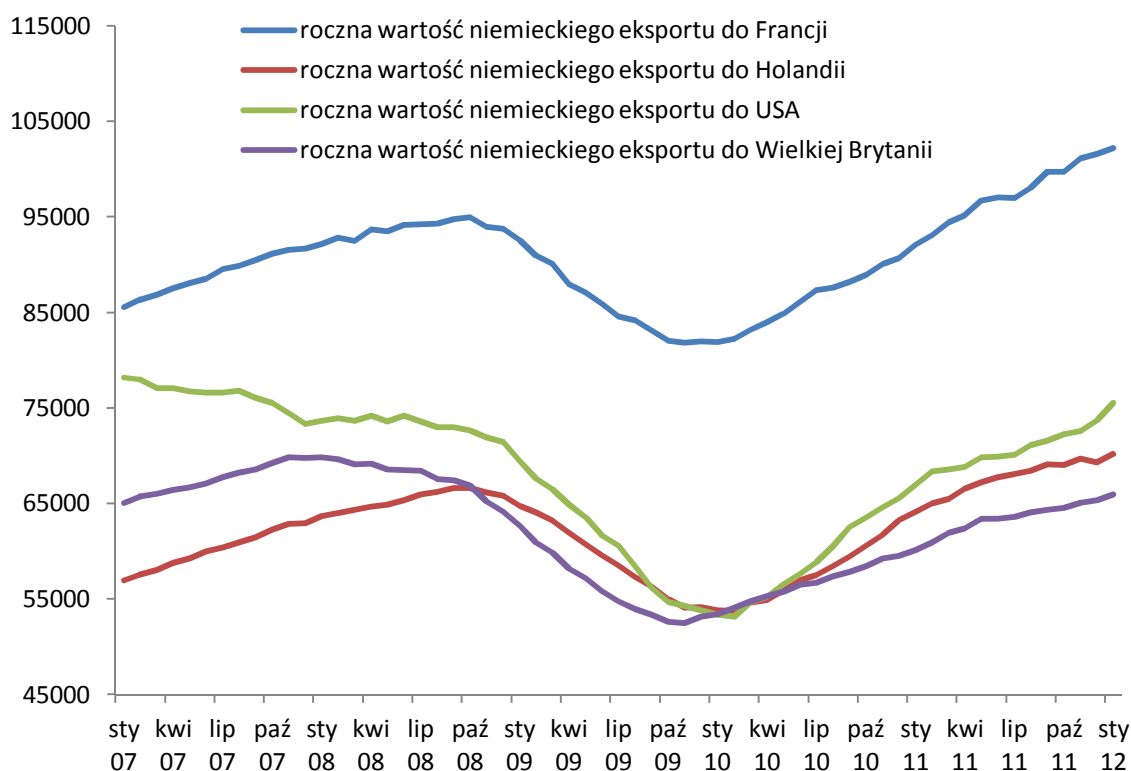
Wykres 10: Zamówienia eksportowe w Niemczech na tle dynamiki niemieckiego eksportu



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

To, czy dojdzie do większego tąpnięcia będzie zależało od popytu na towary generowanego przez czterech największych partnerów handlowych Niemiec, czyli Francję, Holandię, USA oraz Wielką Brytanię. Jak na razie nic nie wskazuje na to, że następuje zmiana w dotychczasowym trendzie niemieckiego eksportu do tych odbiorców (wykres 11). Wręcz przeciwnie - dostawy do Stanów Zjednoczonych nawet wyraźnie przyspieszyły w ostatnich miesiącach. Obecna sytuacja zupełnie nie przypomina coraz szybszego kurczenia się wymiany handlowej z USA w latach 2008-2009. Jest to jeden z powodów, dla których jestem zdania, że tegoroczna mini recesja w głównych gospodarkach Europy nie przerodzi się w załamanie analogiczne do tego sprzed trzech lat. Podobnie jak w czasie kryzysu rosyjskiego siła amerykańskiej gospodarki zapobiegnie globalnemu rozprzestrzenieniu się recesji z południa Europy.

Wykres 11: Roczna wartość niemieckiej wymiany handlowej z poszczególnymi krajami w mln euro



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

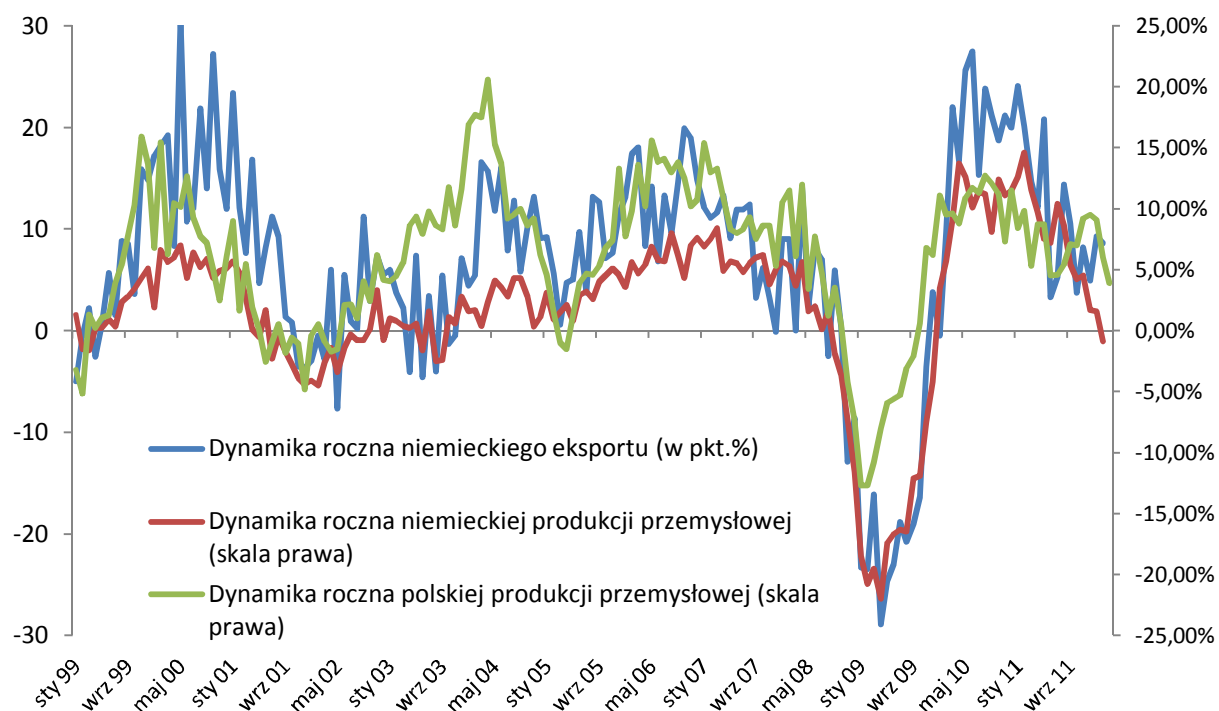
Najbliższe miesiące na rynkach finansowych całego świata pozostaną jednak pod wpływem widocznej od ponad roku tendencji zmniejszania dynamiki wzrostu gospodarczego. Im dalej od Europy tym spowolnienie powinno być płytsze i krótsze. Niektóre rynki wschodzące być może mają już za sobą zastój gospodarczy i powoli zaczną przyspieszać dzięki dość szybkiej reakcji banków centralnych obniżających stopy procentowe wraz ze spadającą od kilku miesięcy inflacją.

Niestety nasza gospodarka, podobnie jak w czasie kryzysu rosyjskiego, jest zbyt blisko głównego frontu w obecnym kryzysie i zbyt mało zależy od siły amerykańskiej gospodarki, żeby nie odczuć efektów europejskiej mini recesji. Ostatnie, zaskakująco słabe dane o naszej produkcji przemysłowej uświadomiły inwestorom, że nie uciekniemy przed spowolnieniem.

Na szczęście, medialne zapowiedzi istotnego spadku tempa wzrostu PKB w 2012 roku towarzyszą nam już od ponad pół roku, więc obecny wysyp danych nie powinien być dużym zaskoczeniem dla uczestników rynku. Z tej perspektywy znacznie większym zaskoczeniem mogą być ostatnie zapowiedzi członków RPP o konieczności podwyżki stóp procentowych w naszym kraju.

Ostatnie zmniejszenie dynamiki polskiej produkcji przemysłowej jest ściśle związane z koniunkturą panującą u naszego zachodniego sąsiada. Spadające tempo niemieckiej produkcji w ślad za zmniejszeniem dynamiki eksportu, jest zbieżne z ograniczeniem przyrostu produkcji także w naszym kraju (wykres 12).

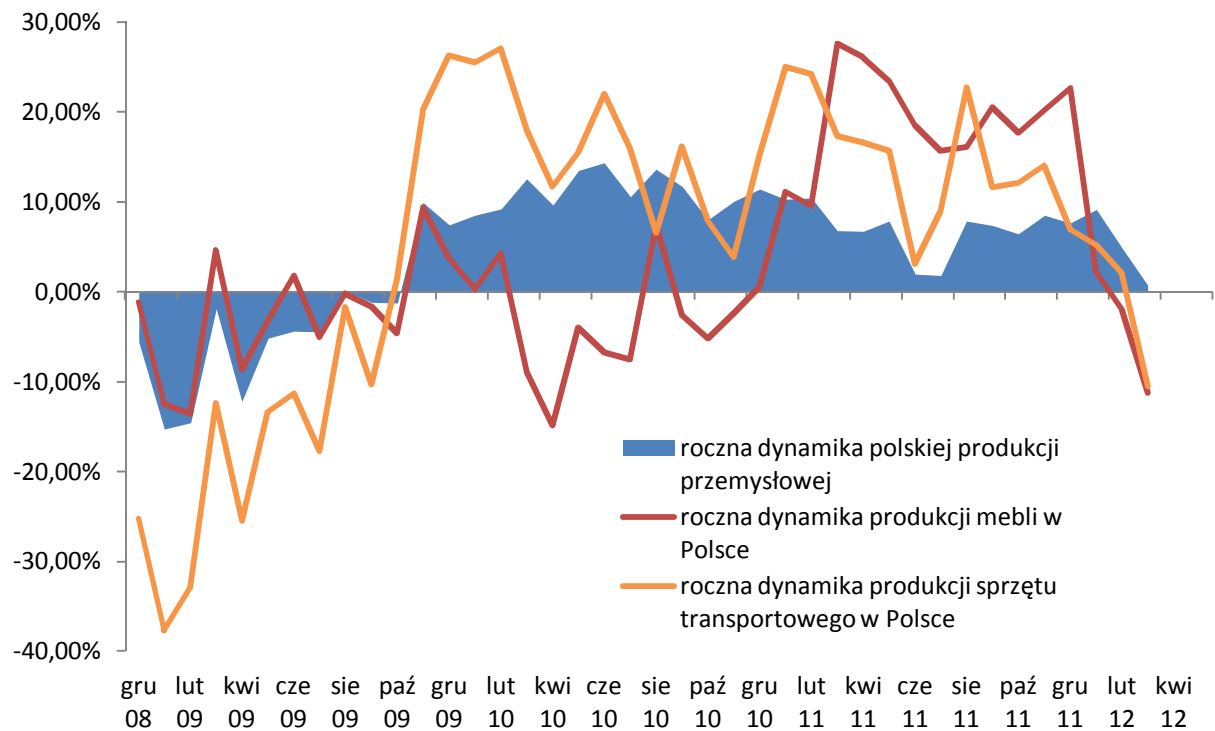
Wykres 12: Dynamika niemieckiego eksportu na tle polskiej dynamiki przemysłowej



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W dużym stopniu to spadek produkcji w branżach charakteryzujących się dużym udziałem eksportu w sprzedaży (np. środki transportu, meble) stoi za silnym spadkiem dynamiki wskaźnika produkcji przemysłowej (wykres 13).

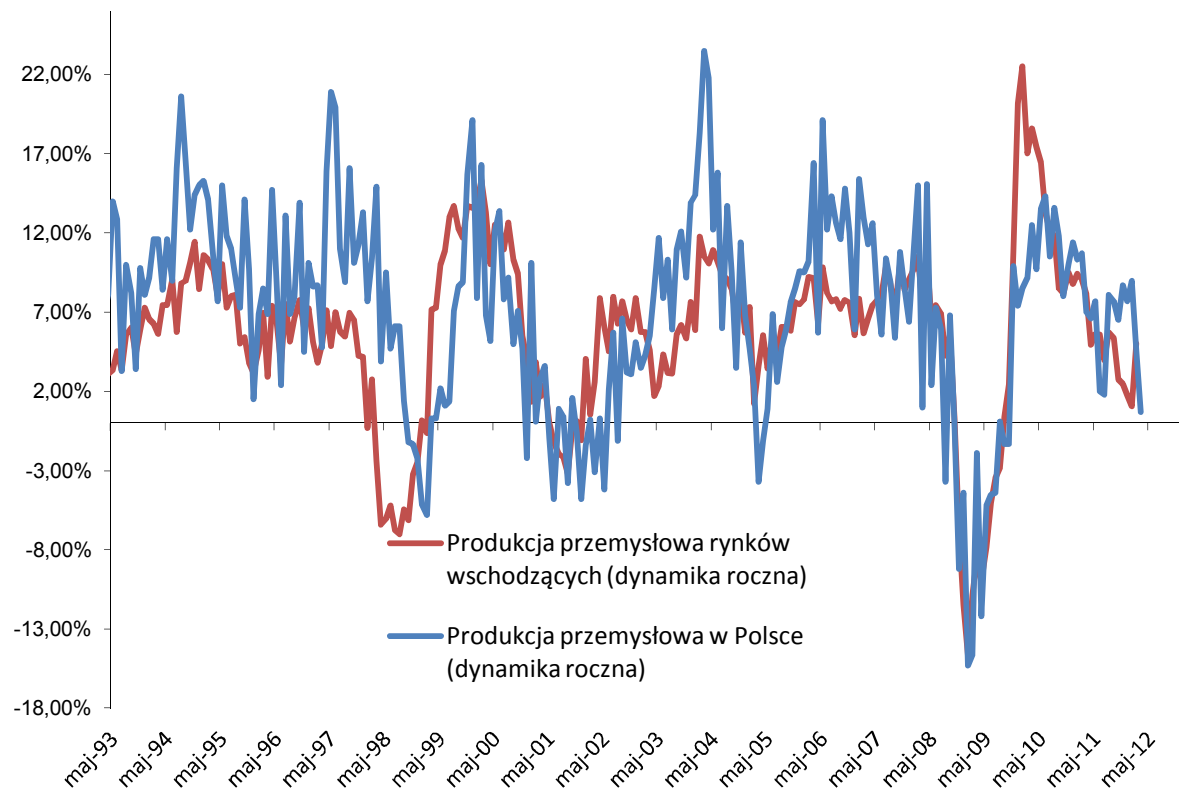
Wykres 13: Roczna dynamika polskiej produkcji przemysłowej i jej składowych



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc pod uwagę zachowanie wskaźnika produkcji przemysłowej w innych gospodarkach wschodzących, bardziej mogła dziwić siła naszej gospodarki w końcówce ubiegłego roku niż obecne oznaki jej słabości. Powróciliśmy po prostu do trendu, który panował od dłuższego czasu zarówno na rynkach rozwijających się, jak i w Europie Zachodniej (wykres 14).

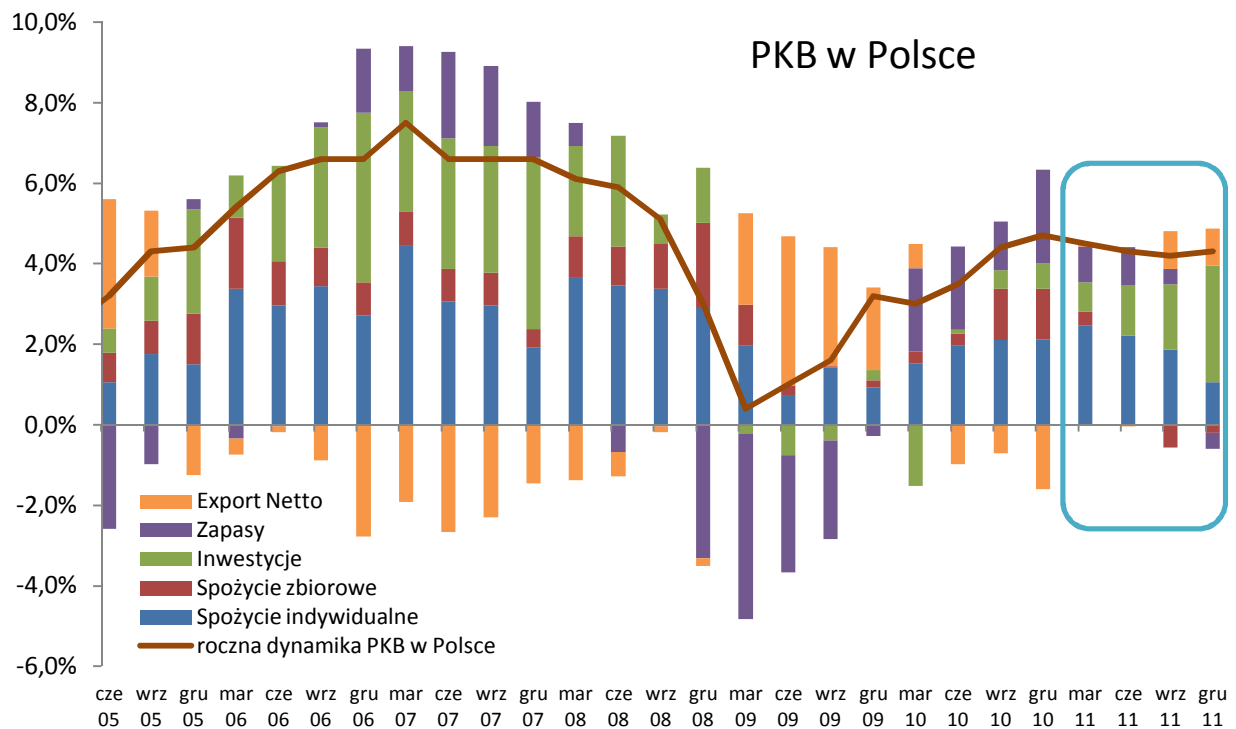
Wykres 14: Dynamika roczna produkcji przemysłowej w Polsce i na rynkach wschodzących



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Zresztą dane o polskim PKB, chociaż pokazują wysoki poziom wzrostu do końca ubiegłego roku, to jednak w swojej strukturze świadczą o słabnącym tempie konsumpcji, które będzie jednym z elementów tegorocznego spowolnienia w naszym kraju (wykres 15).

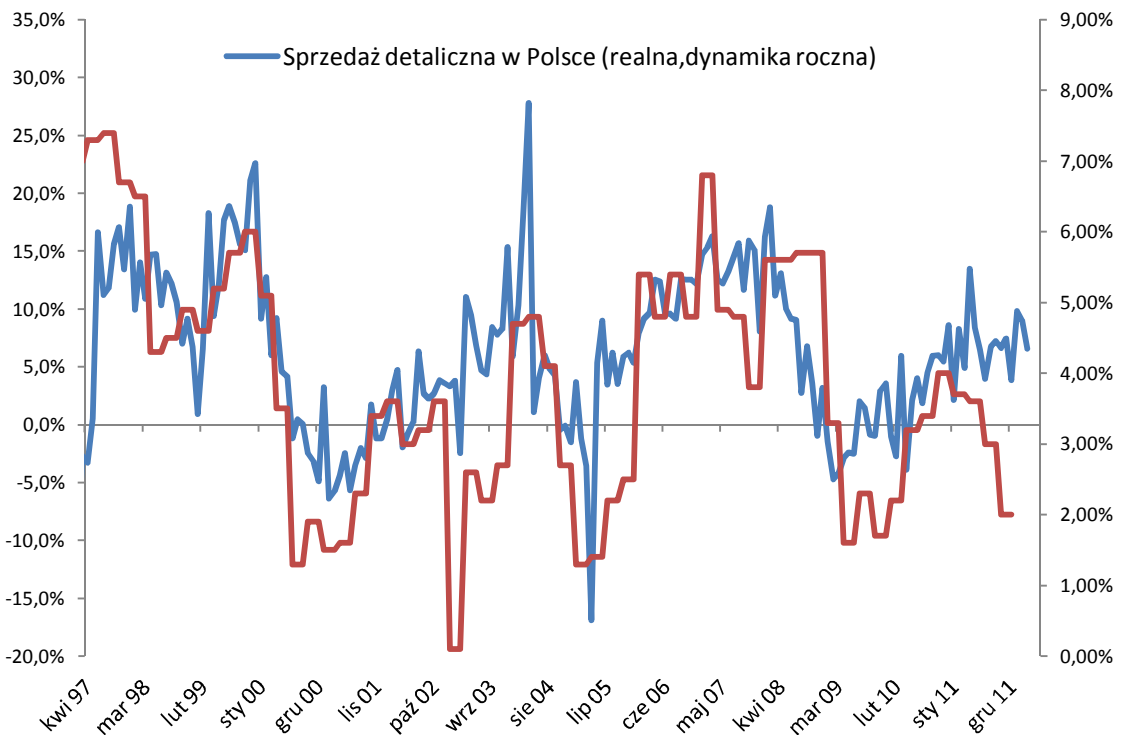
Wykres 15: Wpływ poszczególnych czynników na roczną zmianę PKB w Polsce



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Faktem jest, że dane o sprzedaży detalicznej publikowane przez GUS nie świadczą jeszcze o zmniejszeniu tempa konsumpcji w Polsce (wykres 16).

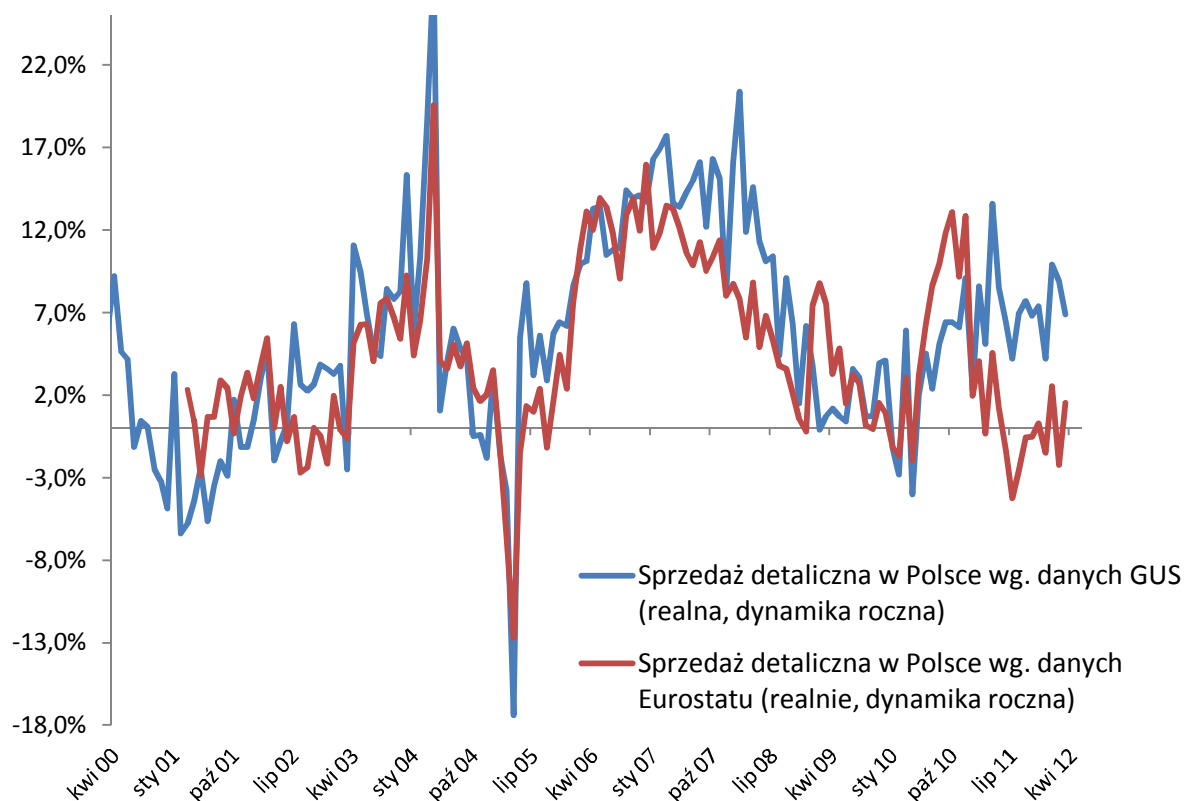
Wykres 16: Roczna dynamika sprzedaży detalicznej na tle dynamiki konsumpcji prywatnej w Polsce



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jednak analogiczny wskaźnik publikowany przez Eurostat daje już zdecydowanie mniej powodów do optymizmu. Patrząc na trendy panujące wokół wydaje mi się, że można oczekiwać spadku rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w najbliższych miesiącach, co powinno mieć jeden pozytywny skutek - zmniejszyć skłonność Rady Polityki Pieniężnej do podwyższania stóp procentowych (wykres 17).

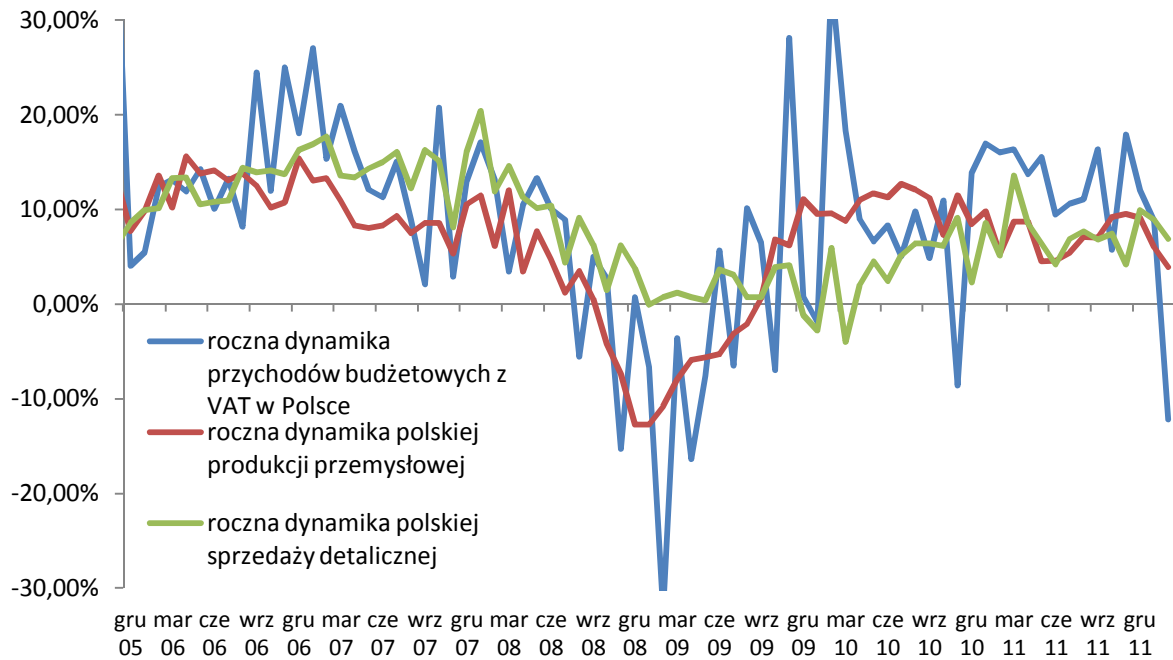
Wykres 17: Roczna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wg. danych GUS i Eurostatu



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Kolejnym czynnikiem mogącym świadczyć o pogarszających się warunkach gospodarczych w Polsce jest znaczące zmniejszenie tempa wpływów budżetowych z podatku od towarów i usług, czyli VAT-u. Choć jeden miesiąc nie stanowi jeszcze jednoznacznego sygnału do zmiany trendu, to, biorąc pod uwagę pozostałe dane, można dojść do wniosku, że spowolnienie wzrostu jest coraz wyraźniejsze (wykres 18).

Wykres 18: Roczna dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce na tle dynamiki przychodów z podatków pośrednich



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Moim zdaniem jednak nie będzie ono miało takich konsekwencji dla konsumentów i przedsiębiorstw jak recesje z lat 2001-2002, czy ostatnia z przełomu 2008 i 2009 roku. Powinno być raczej traktowane jako chwilowy przerywnik, tak jak w roku 2005, czy w pierwszej połowie 1999 roku po bankructwie Rosji (wykres 19).

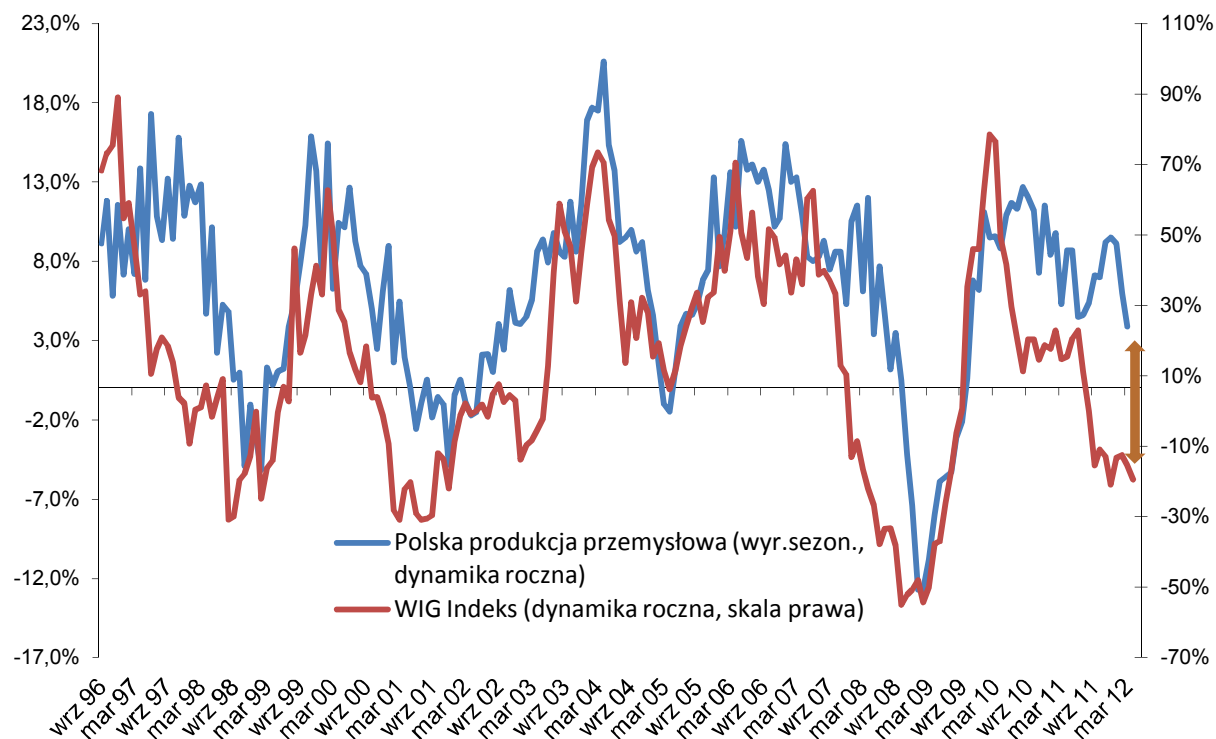
Wykres 19: Przebieg indeksu produkcji przemysłowej w Polsce wraz z prognozą



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Przy takim założeniu słabe zachowanie rynku akcji w Polsce w okresie od drugiego półrocza 2011 r. było dyskontowaniem tegorocznego spowolnienia i to dyskontowaniem wystarczająco dotkliwym (wykres 20).

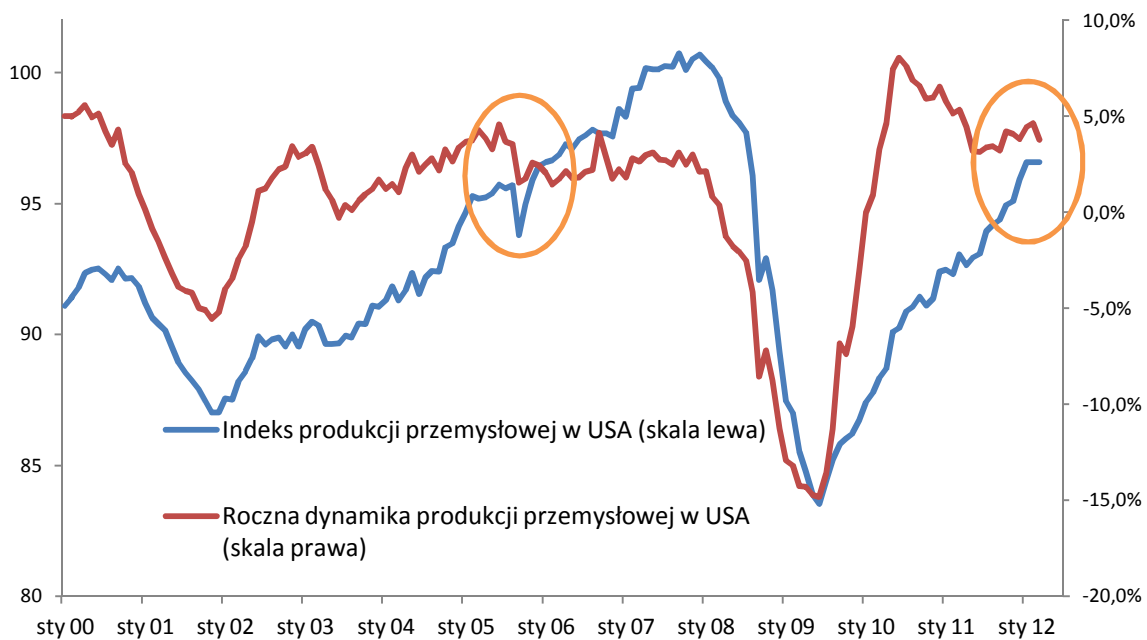
Wykres 20: Dynamika produkcji przemysłowej na tle dynamiki rynku akcji w Polsce



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Zresztą i tak wszystko jest w rękach amerykańców, którzy również będą przechodzić przez okres zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego. To w gruncie rzeczy na podstawie zachowania ich indeksów akcji oraz wskaźników ekonomicznych można było dojść do wniosku, że światu nie grozi powtórka z niedawnej recesji i bessy (wykres 21).

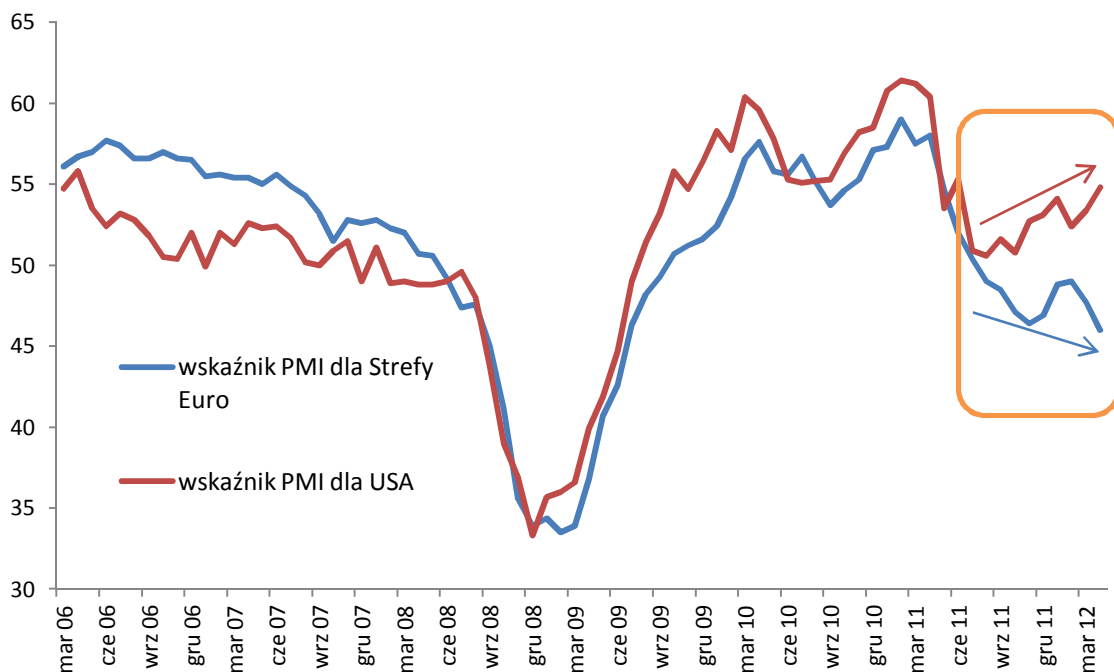
Wykres 21: Indeks produkcji przemysłowej w USA i jego dynamika



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jednak rozdziewiek pomiędzy danymi płynącymi z gospodarek Europy i Stanów, np. na podstawie wskaźników PMI, jest moim zdaniem nie do utrzymania, na dłuższą metę. Przy mini recesji w Strefie euro, amerykańanie będą musieli przyzwyczać się do nieco wolniejszego tempa odbudowy gospodarki po załamaniu z lat 2008-2009 (wykres 22).

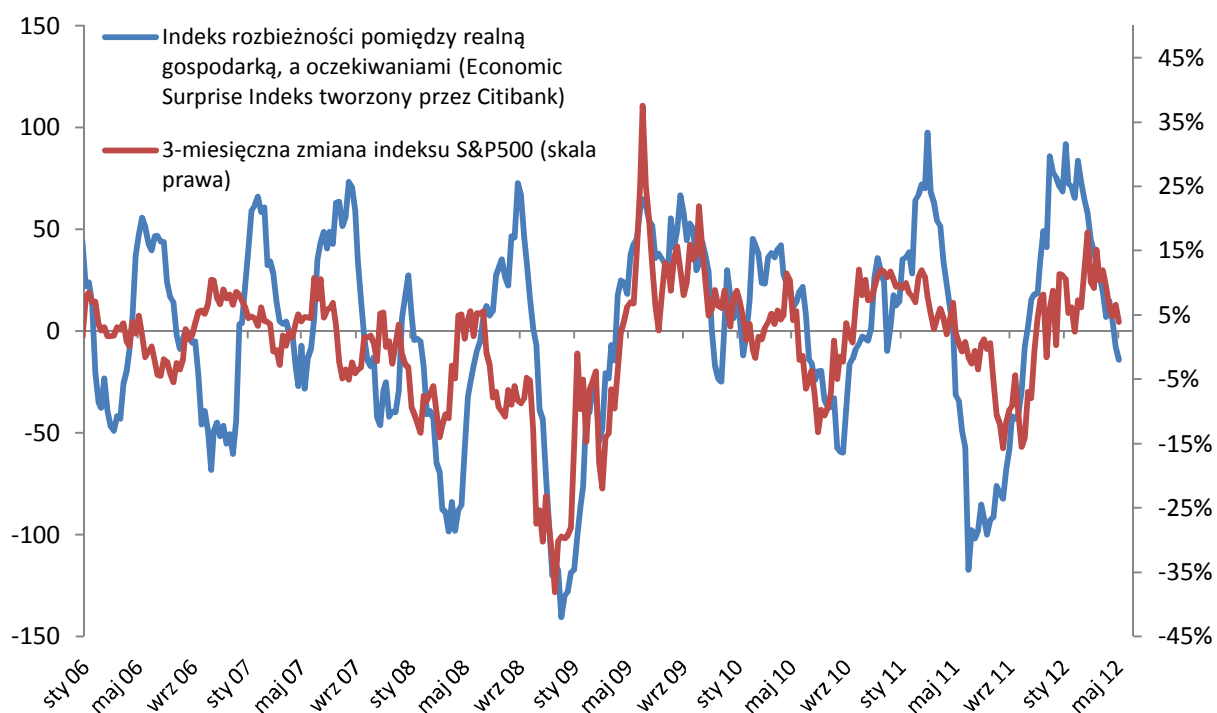
Wykres 22: Wskaźniki PMI dla USA i Strefy euro



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W ostatnich dwóch miesiącach pojawiało się coraz więcej sygnałów świadczących o ustawieniu zbyt wysokiej poprzeczki dla gospodarki USA przez inwestorów i ekonomistów. Odczyty wielu danych okazywały się gorsze od prognoz, co jednak nie znaczy, że wskazywały na istotne pogorszenie się sytuacji, ale raczej na zbyt wygórowane oczekiwania. Ta sytuacja zmieniać się w najbliższych miesiącach. Szacunki gospodarcze będą korygowane w dół, na co wpływ wywierać będą recesyjne nastroje w Europie. W efekcie amerykański rynek akcji również będzie musiał oddać nieco ze swoich tegorocznych zdobyczy, wchodząc w kilkumiesięczny trend boczny (wykres 23).

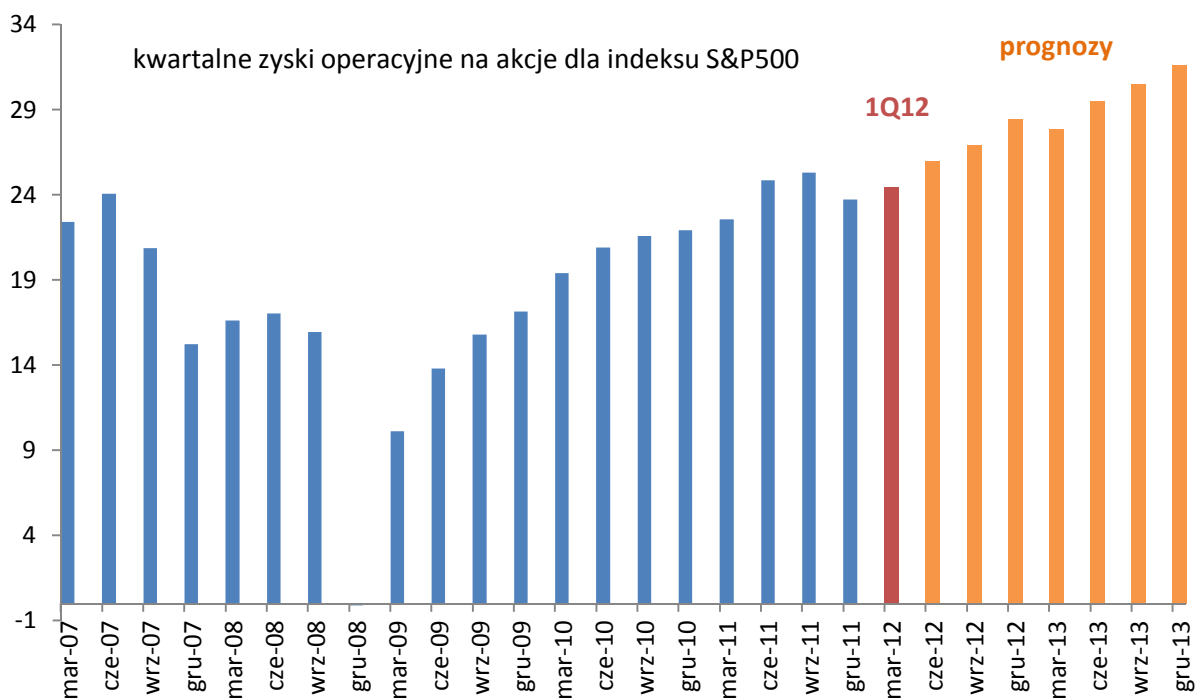
Wykres 23: Wskaźnik rozbieżności pomiędzy danymi ekonomicznymi, a oczekiwaniami w USA, na tle zmian indeksu akcji



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podobny schemat powinien dotyczyć również prognoz analityków dotyczących wzrostu przychodów i zysków spółek w USA w kolejnych kwartałach. Wyniki finansowe amerykańskich firm, szczególnie te za pierwszy kwartał 2012 r. zaprezentowane dotychczas przez firmy z S&P500, są imponujące (wykres 4). Wydaje mi się, że nadszedł właściwy moment na schłodzenie zbyt wygórowanych oczekiwań, co do fundamentów amerykańskich spółek. Euforycznie przyjęty raport spółki Apple z końca kwietnia może być końcem okresu pozytywnych zaskoczeń wynikami finansowymi (wykres 24).

Wykres 24: Kwartalny poziom zysków operacyjnych na akcje wypracowanych przez spółki z indeksu S&P500 (w USD)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jestem jednak daleki od stwierdzenia, że zmniejszenie tempa przyrostu zysków i ograniczenie rekordowej rentowności amerykańskich przedsiębiorstw pociągnie za sobą jakieś bardzo bolesne konsekwencje dla inwestorów w Stanach Zjednoczonych. Historycznie wysoki poziom marż generowanych przez firmy w USA stał się ostatnio jednym bardziej ważkich tematów rozważanych w kontekście zachowania rynku akcji. Argumentacja części specjalistów jest dość prosta. Po pierwsze, tak wysoka rentowność musi w końcu zacząć spadać i to raczej prędzej niż później. I z tym się zgadzam.

Po drugie, ograniczenie marż wpłynie na wysokość zysków i prognoz, a co za tym idzie obniżenie wskaźnika wyceny (np. ceny do zysku), co łącznie będzie skutkowało solidną przeceną na indeksach akcji. I tutaj mam pewne wątpliwości. Patrząc na zachowanie indeksów akcji na tle zmian w rentowności amerykańskich spółek, można dojść do wniosku, że dopiero, po co najmniej kilku kwartałach znaczącego obniżenia zyskowności firm w USA indeksy akcji tychże firm rozpoczynały długotrwały i bolesny dla inwestorów okres spadków (wykres 25). Dla przykładu, gdybyśmy sprzedali amerykańskie akcje w obserwowanym w połowie 1997 roku szczycie rentowności spółek, musielibyśmy jedynie, jako obserwator patrzeć na kolejne trzy lata hossy na giełdach, łącznie z hossą internetową. Dlatego, chociaż dostrzegam problem zbyt wyśrubowanych marż uzyskiwanych przez firmy w Stanach, to nie przeraża mnie wizja ich spadku. Tym bardziej, że jest to zdarzenie nieuchronne. Traktuję to raczej, jako argument za ostudzeniem oczekiwań analityków odnośnie kolejnych rekordowych zysków, niż za twierdzeniem, że nastąpi gwałtowna zmiana trendu na amerykańskich giełdach akcji.

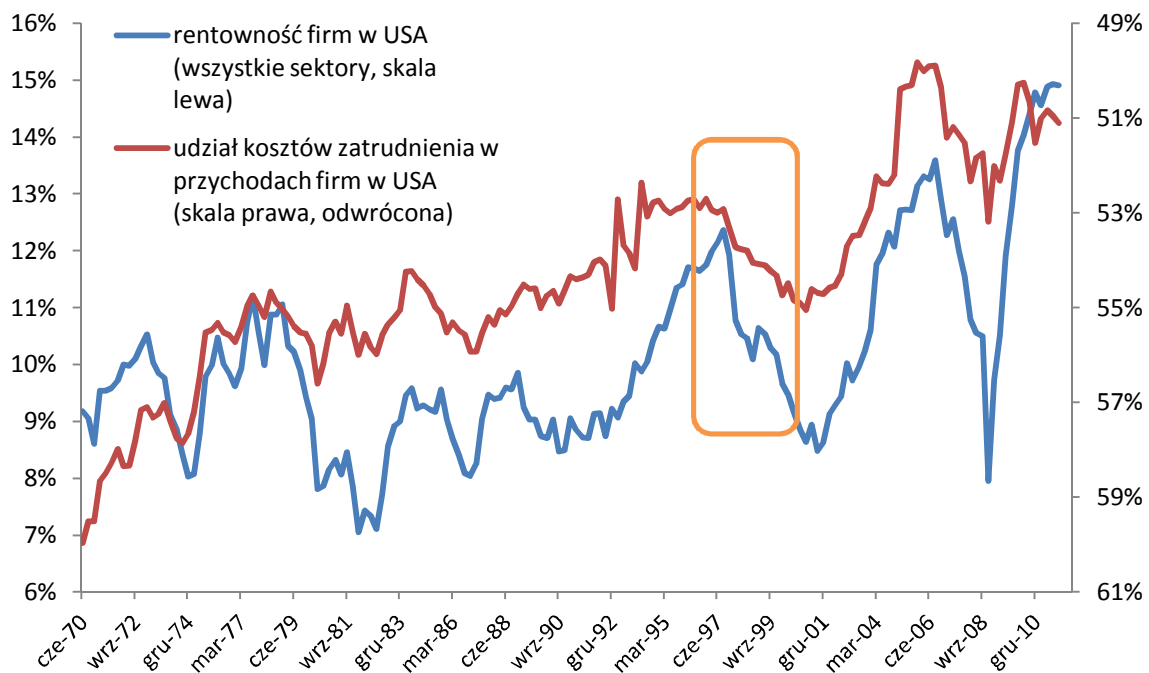
Wykres 25: Zyski i rentowność netto osiągnięta przez sektor pozafinansowy w USA



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jak uczy historia, sam spadek rentowności firm może mieć różne przyczyny, w tym takie, które nie oznaczają od razu wejścia w recesję. Wręcz przeciwnie. Najczęściej za ograniczeniem marż stało zwiększenie kosztów pracy, zarówno poprzez wzrost zatrudnienia, jak i wynagrodzeń. Z perspektywy całej gospodarki trudno taki stan rzeczy uznać za niepokojący (wykres 26).

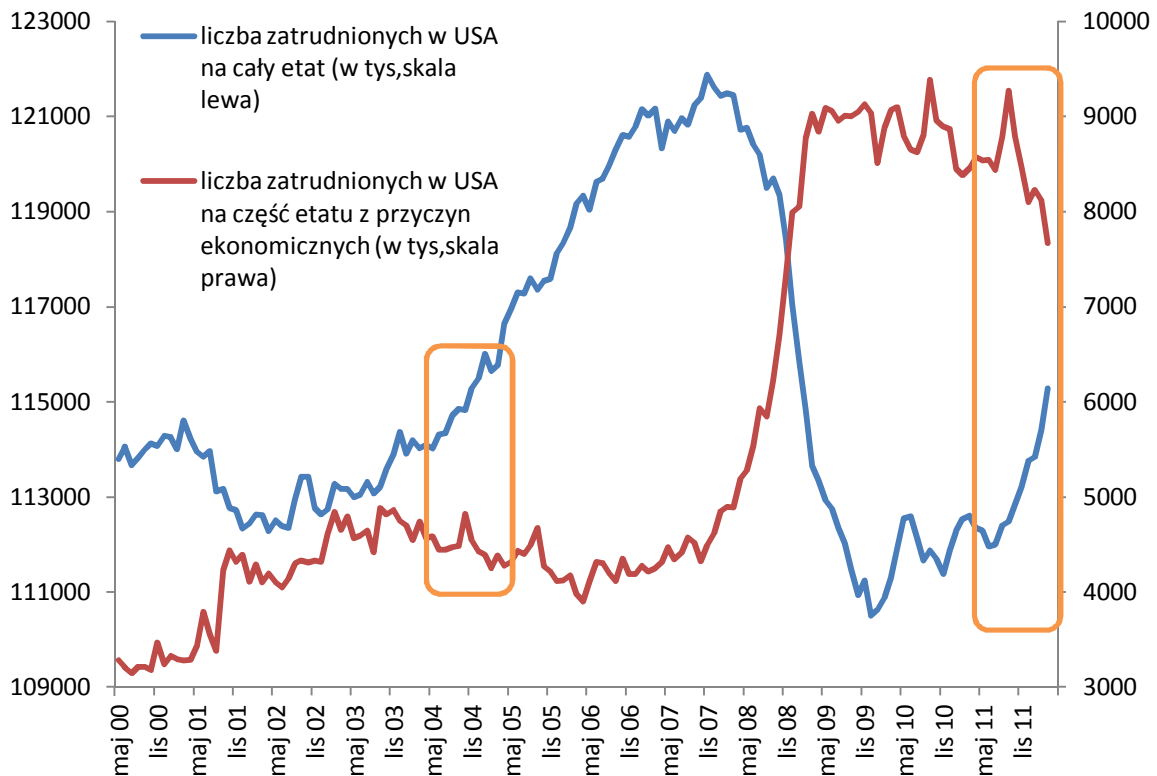
Wykres 26: Koszty zatrudnienia na tle rentowności firm w USA



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Być może w kolejnych kwartałach marże będą spadały w efekcie wzrostu udziału kosztów pracy w przychodach generowanych przez firmy. Ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy, chociaż były nominalnie gorsze od prognoz, to moim zdaniem w dalszym ciągu świadczą o znaczącej poprawie w relacjach pracodawcy z pracownikiem. Od końca ubiegłego roku widać wyraźny trend zmniejszenia liczby osób zatrudnionych na część etatu na korzyść osób pracujących w pełnym wymiarze godzin (wykres 27).

Wykres 27: Sytuacja na rynku pracy w USA

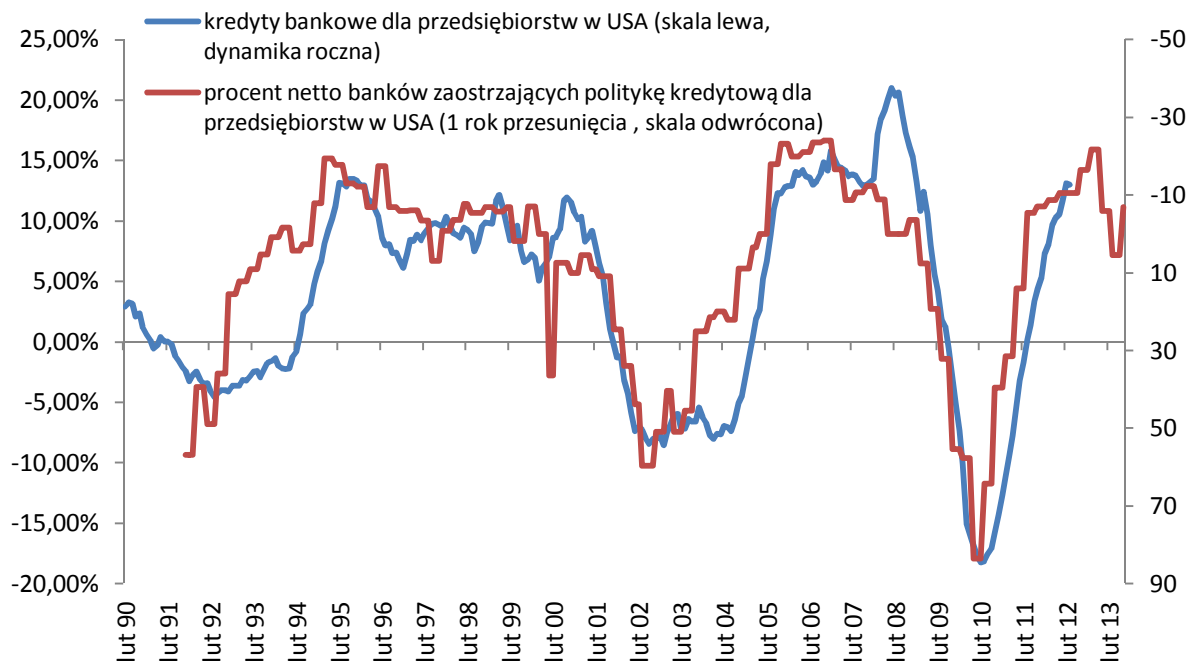


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Taka istotna zmiana na rynku pracy również świadczy o tym, że spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych miesiącach nie będzie oznaczało zmiany w długoterminowym trendzie, a jedynie chwilowy przystanek.

Również sytuacja na rynku kredytowym w Stanach poprawiła się na tyle, że można raczej oczekiwać kontynuacji procesu zasilania gospodarki pieniędzem pochodzącym z sektora bankowego niż zakładać jego załamanie. Co prawda niepokój na rynkach finansowych, który dał o sobie znać w drugiej połowie ubiegłego roku, ograniczył nieco zapędy banków w kwestii rozdawania pieniędzy amerykańskim przedsiębiorstwom, jednak ostatnie kilka miesięcy uspokojenia w sektorze finansowym zmniejszyło obawy bankowców (wykres 28).

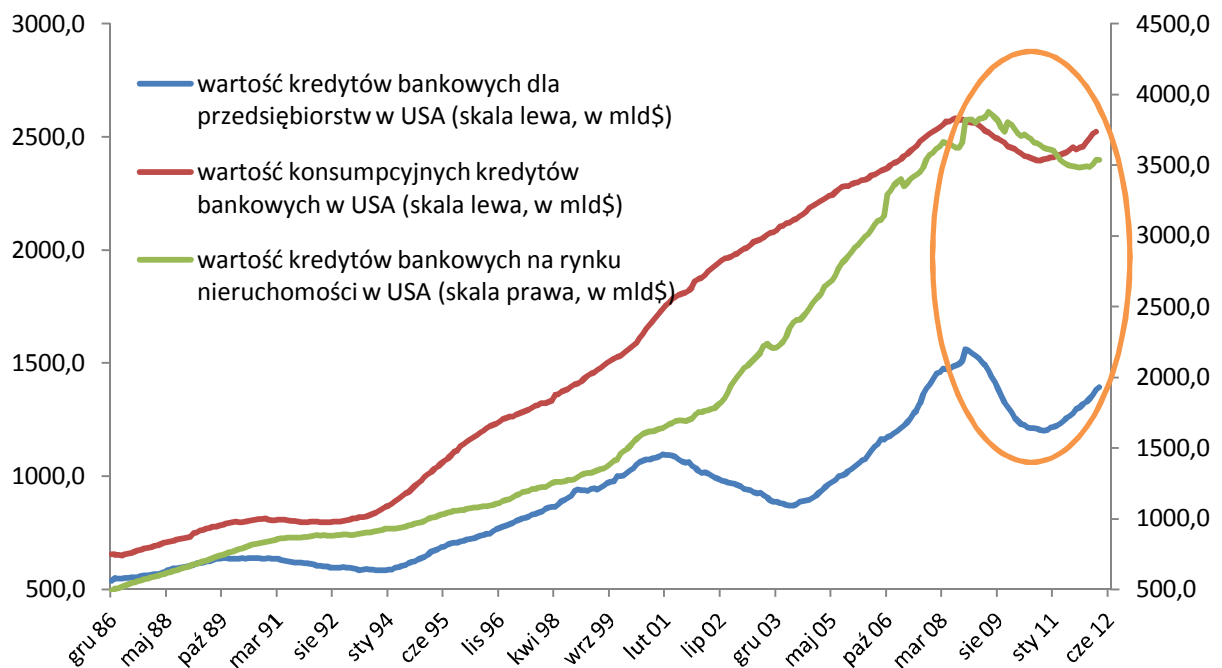
Wykres 28: Dynamika kredytów dla firm w USA na tle polityki kredytowej banków



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Ważna jest nie tylko wysoka dynamika przyrostu kredytów dla firm, ale także wyraźny trend wzrostowy w nominalnej wartości udzielonego finansowania. Dodatkowo, coraz szybciej rośnie wartość kredytów konsumpcyjnych, nie wspominając o tym, że coś drgnęło nawet na rynku hipotek (wykres 29).

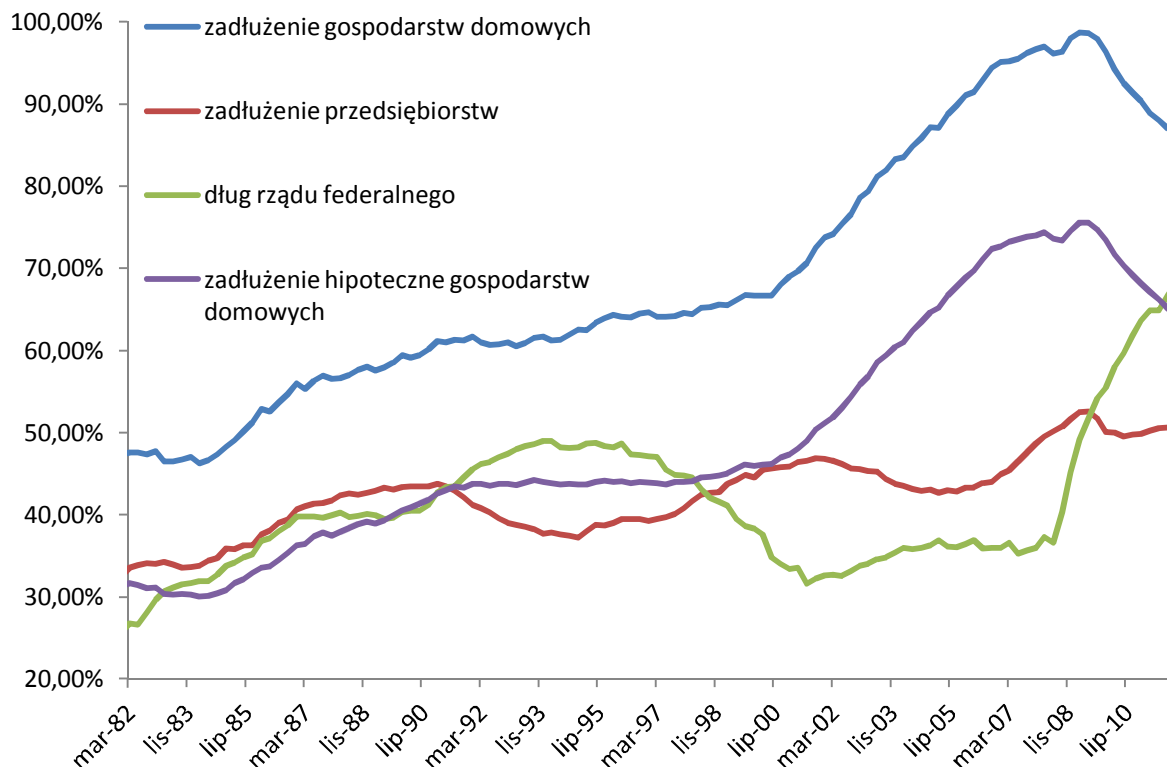
Wykres 29: Wartość kredytów udzielonych firmom i gospodarstwu domowemu w USA (w mld USD)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dla jasności - osobom przywiązanych do idei tzw. delewarowania gospodarki, śpieszę wyjaśnić, że proces ten postępuje pomimo nominalnego wzrostu zadłużenia firm i gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach. Oczywiście wyjątkiem jest tu budżet USA. W stosunku do wartości nominalnej amerykańskiego PKB zadłużenie konsumentów spada, a firm pozostaje na dotychczasowym poziomie (wykres 30).

Wykres 30: Zadłużenie poszczególnych sektorów w stosunku do wartości PKB w USA

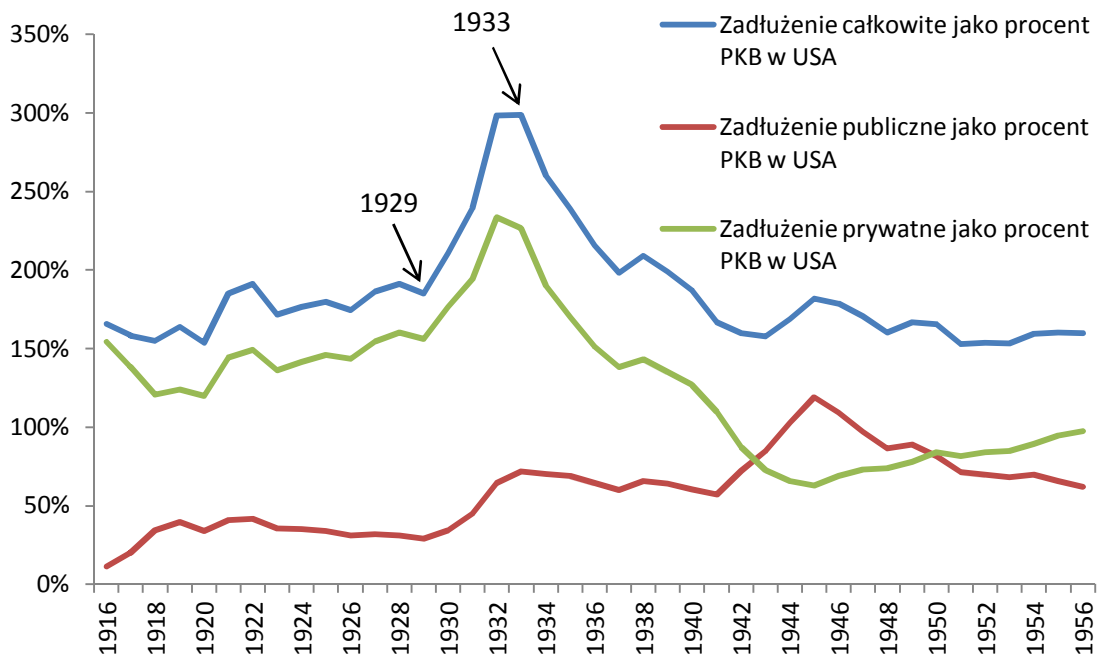


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Mamy do czynienia z podobnym zjawiskiem podobnym do tego, które obserwowane było w osławionych latach 30-tych XX wieku. W przeciwieństwie do rozpowszechnionego mitu jakoby dopiero w czasie Wielkiej Depresji w latach 1930-1933 nastąpiło oczyszczenie gospodarki amerykańskiej z narosłego długu względem wypracowanego dochodu, proces „delewarowania” miał miejsce dopiero po 1933 roku, na fali gospodarczej odbudowy.

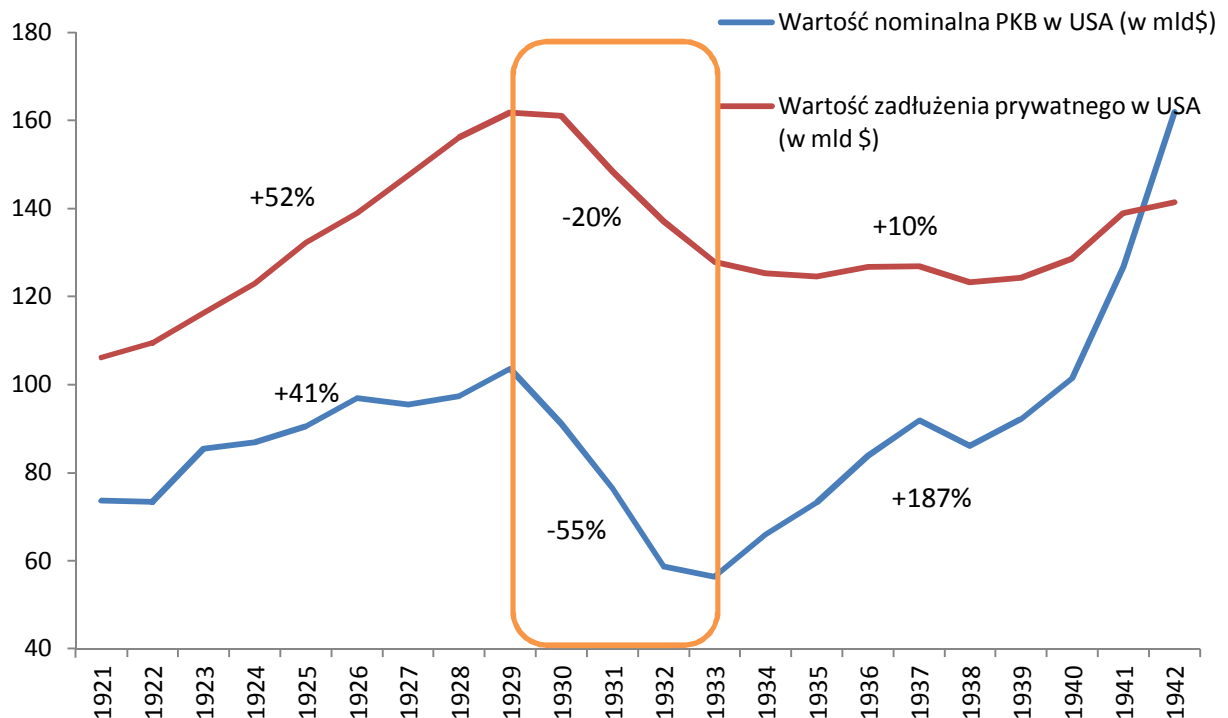
Szybka i prosta analiza wskazuje, że często pokazywany skok zadłużenia względem PKB w Stanach miał miejsce nie przed recesją, ale w jej trakcie. Wynikało to z większego spadku dochodu (o 50%) niż długu (o 20%). Kryzys zlikwidował niespłacalne zadłużenie (w dużej mierze związane z rynkiem akcji), ale w relacji do wartości wytworzonych dóbr i usług w gospodarce nie zniwelował dźwigni finansowej tylko ją powiększył. Dokładnie taki sam mechanizm działa ostatnio w przypadku krajów południa Europy, które im bardziej starają się zmniejszyć nominalny deficyt budżetowy i zadłużenie państwa, tym bardziej ograniczają wypracowywany w gospodarce dochód. W rezultacie poziom długu i deficytu w relacji do PKB nie ulega widocznej poprawie. Przykład Stanów Zjednoczonych obecnie oraz w latach 30-tych pokazuje, że realne „delewarowanie” może mieć miejsce przy wzroście gospodarczym postępującym szybciej niż przyrost akcji kredytowej (wykres 31 i 32).

Wykres 31: Wzrost i spadek zadłużenia gospodarki USA w stosunku do PKB w latach 30-tych



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

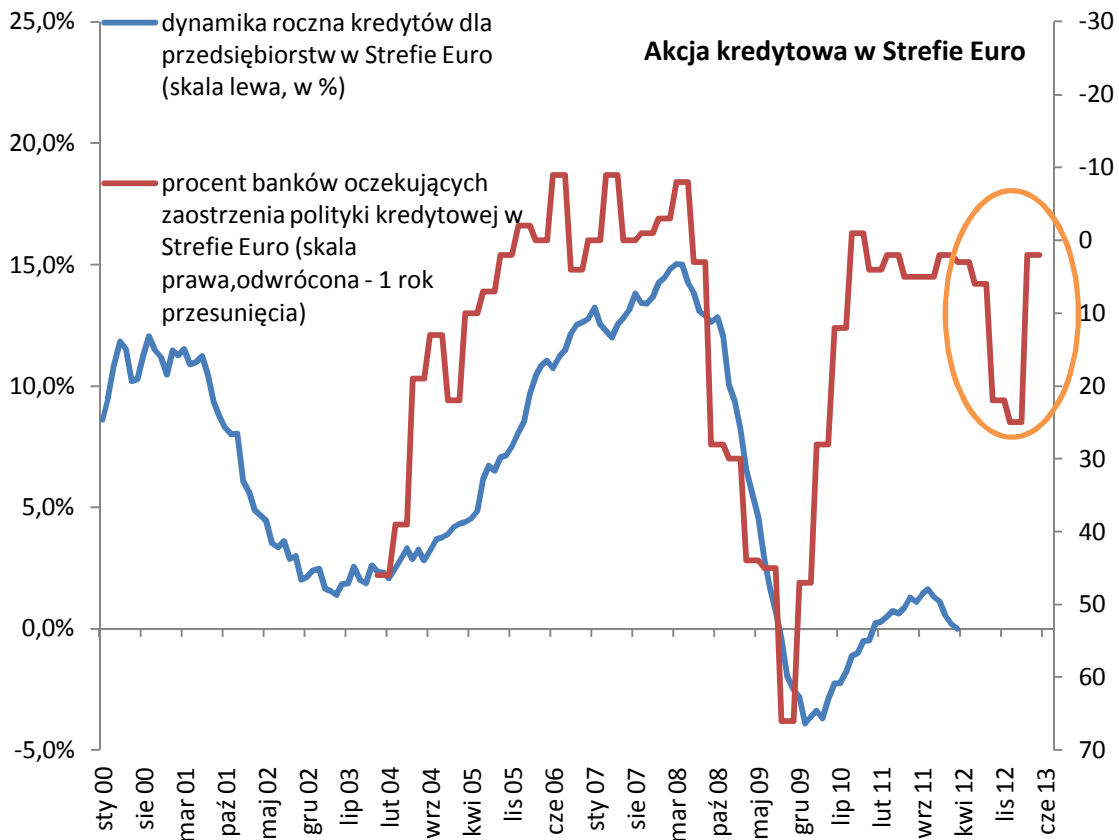
Wykres 32: Zmiany w wielkości zadłużenia prywatnego w USA na tle zmian wartości PKB w latach 30-tych



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Niestety strefa euro, jako całość przez ostatnie dwa lata przebywała w strefie pomiędzy ożywieniem a recesją, a akcja kredytowa skierowana do przedsiębiorstw zamarła. Nastawienie banków zmieniało się jak w kalejdoskopie - początkowo istotnie złagodzone politykę przyznawania kredytów, żeby ją gwałtownie zaostriżyć w ubiegłym roku. Dzięki akcji Europejskiego Banku Centralnego i wpompowaniu 1 biliona euro w system bankowy zgodnie z najnowszym badaniem, europejskie banki ponownie są skłonne spojrzeć na finansowanie firm łaskawszym okiem (wykres 33).

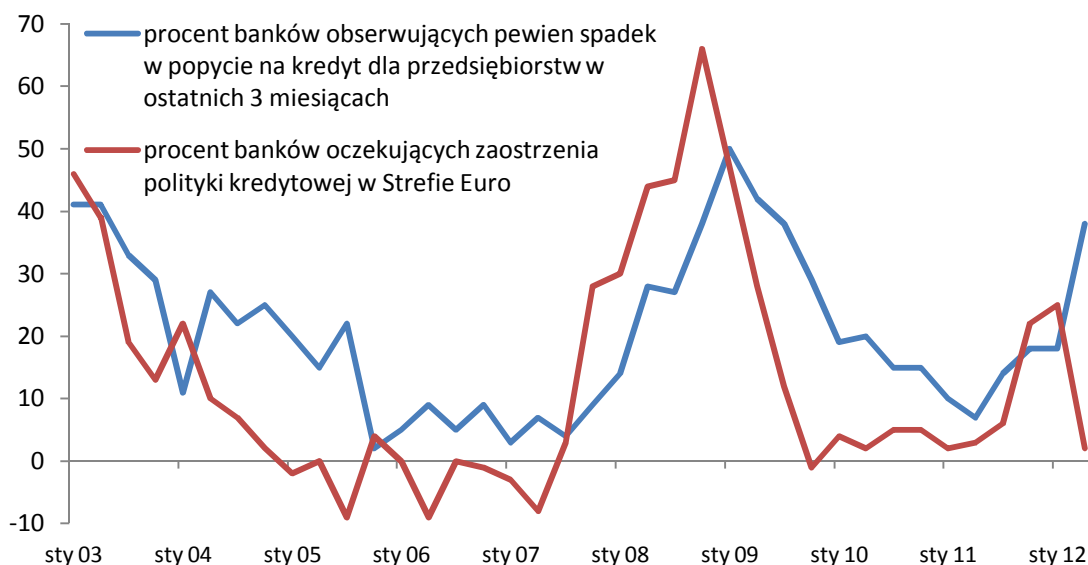
Wykres 33: Akcja kredytowa w Strefie euro na tle polityki kredytowej europejskich banków



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wszystko byłoby świetnie gdyby przedsiębiorstwa same nie stwierdziły, że w tak niestabilnych warunkach, z jakimi mieliśmy do czynienia w ostatnim półroczu, nie mają ochoty na podejmowanie kolejnych zobowiązań. Doprowadzenie do sytuacji, w której banki będą chciały dawać, a firmy brać kredyty może potrwać kilka kwartałów (wykres 34).

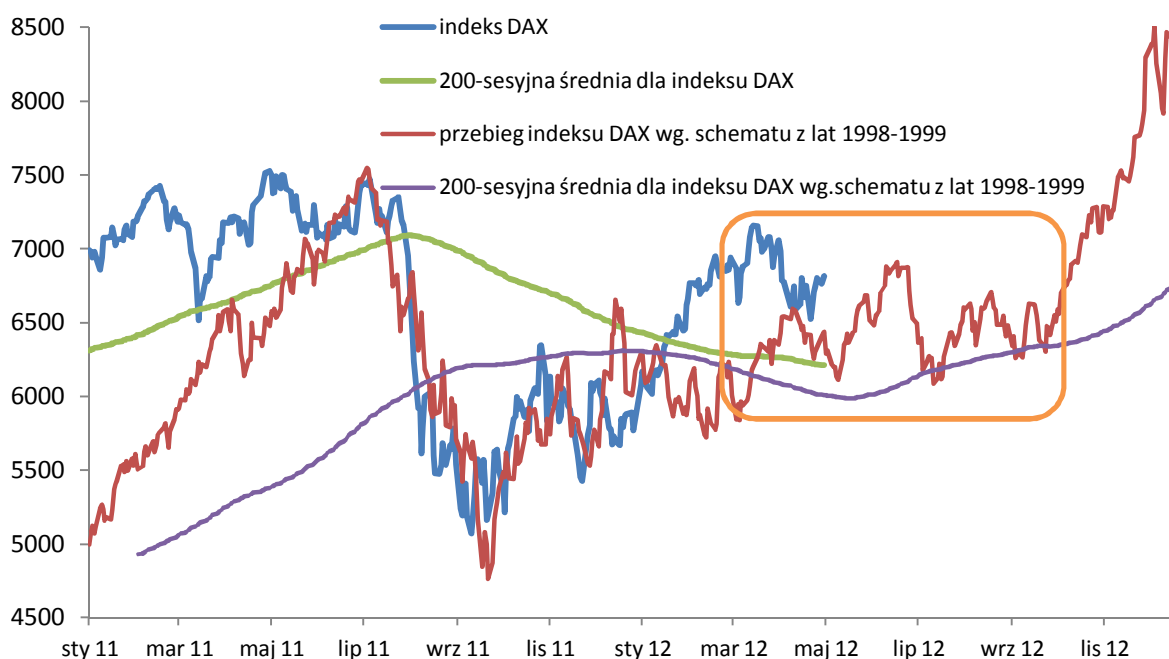
Wykres 34: Polityka kredytowa europejskich banków na tle popytu na kredyt wśród przedsiębiorców w Europie



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

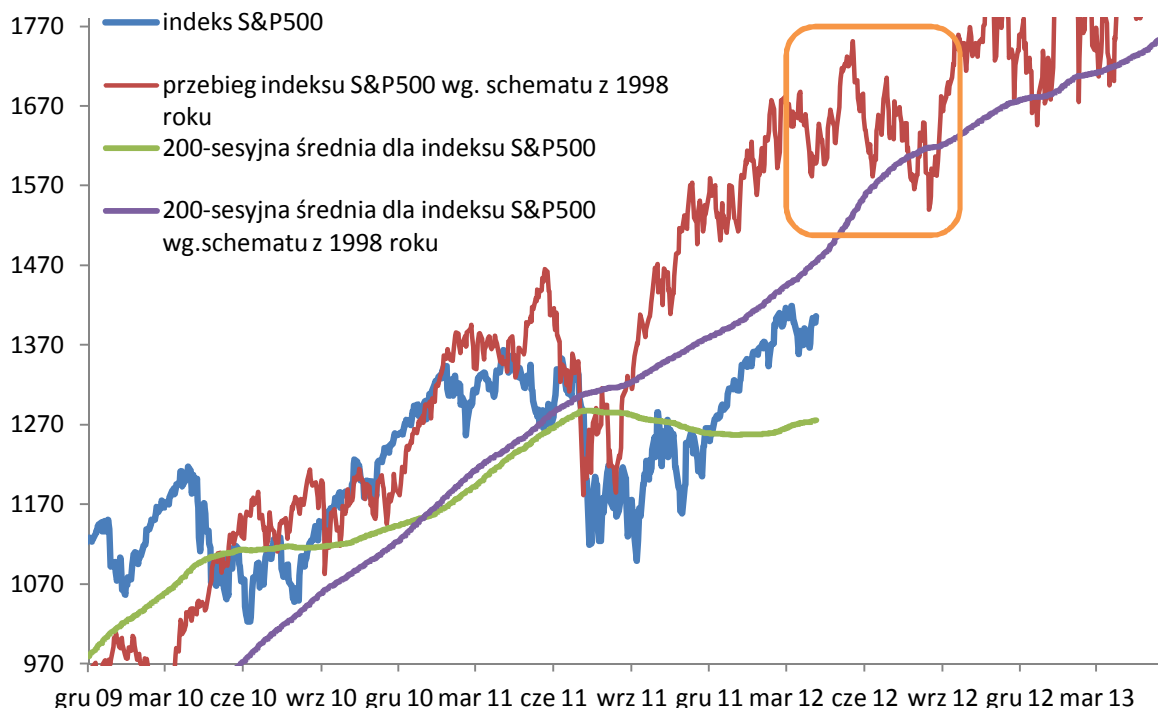
W tym czasie światowe rynki akcji muszą przejść przez okres postępu po ostatnich wzrostach, który powinien być zbliżony z okresem spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego. Dotyczy to oczywiście tych rynków, które odnotowały jakiś wzrost na rynku akcji oraz w gospodarce. Posługując się analogią obecnego kryzysu zadłużeniowego na południu Europy do kryzysu rosyjskiego, można doszukać się wzorca według, którego od maja do września indeksy akcji powinny wejść w dość męczący trend boczny, o dużej zmienności jednak bez bolesnych konsekwencji dla portfeli inwestorów (wykres 35 i 36).

Wykres 35: Notowania indeksu DAX na tle wzorca z okresu kryzysu rosyjskiego w latach 1998-1999



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 36: Porównanie ostatniej fali wzrostów na S&P500 do hossy po kryzysie rosyjskim

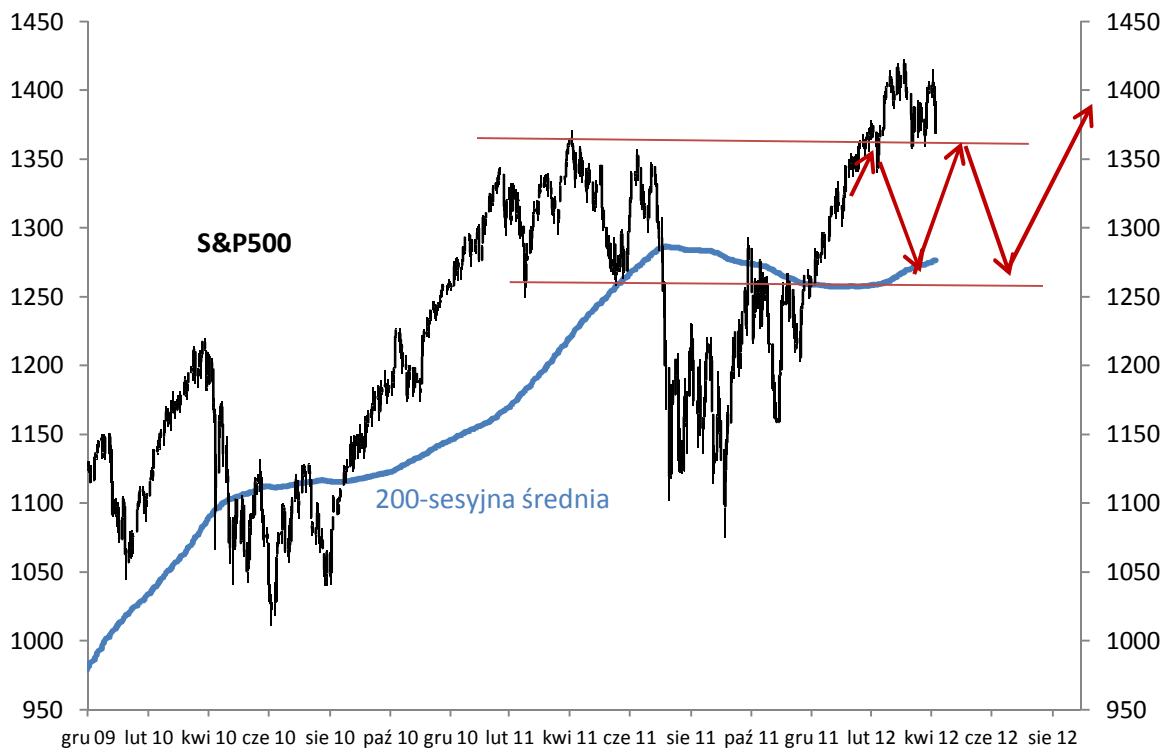


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Nie jest to nowa koncepcja. Założenie o bocznej konsolidacji trwającej do połowy roku usiłowałem wpieść w zachowanie amerykańskiego rynku akcji już w lutym. Rynek dość szybko zweryfikował moje pomysły (wykres 37). W tym momencie wracam do nich w nieco zmienionym wydaniu, ale w dalszym ciągu z tym samym punktem wspólnym. Spowolnienie w gospodarce światowej wychodzi z cienia i rynki akcji muszą to odczuć. Inwestorzy w Stanach, czy w Niemczech, nie powinni obawiać się powtórki z sierpnia ubiegłego roku, a raczej huśtawki nastrojów. Z tej perspektywy dla polskich inwestorów nic się nie zmieni - nadal będziemy objąć się od bandy do bandy, raz wiedzeni nadziejami, drugi raz strachem.

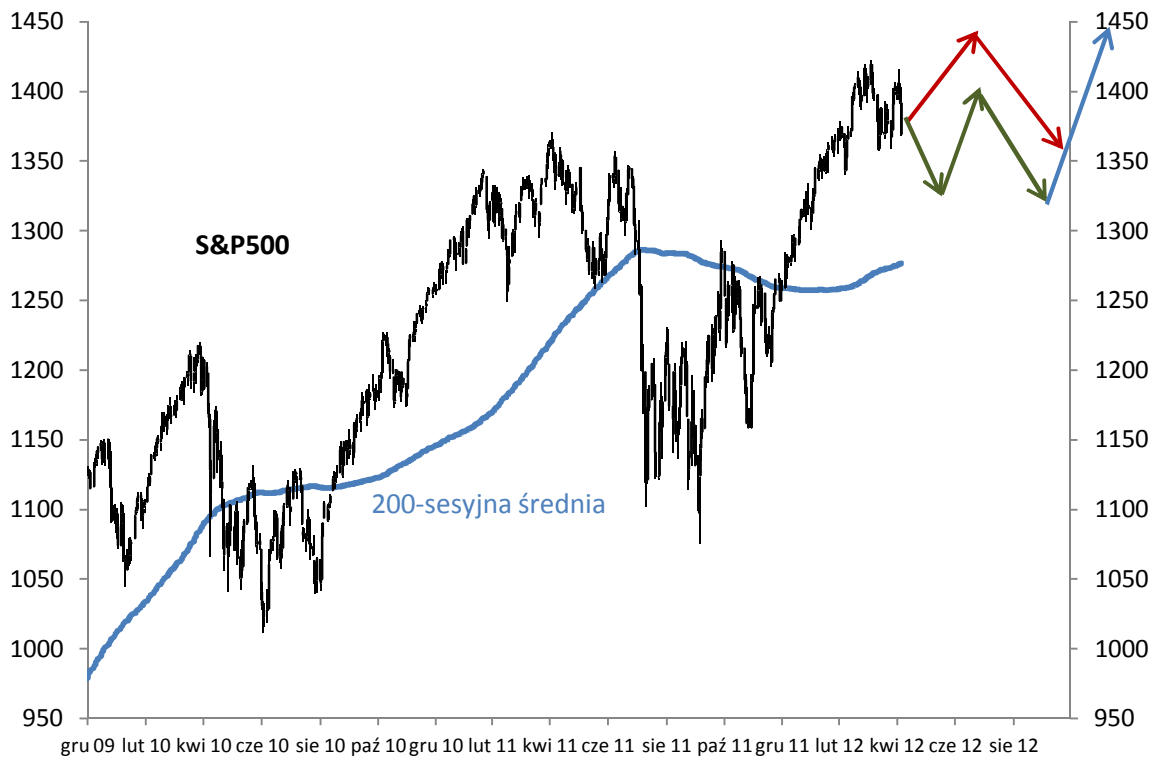
W przypadku indeksu S&P500 oznacza to, że w ciągu następnych kilku miesięcy możemy poruszać się w przedziale 1300-1450 punktów i to w dowolnej konfiguracji, z jeszcze jednym wyjściem na nowe szczyty lub bez takiego ruchu. Bez względu na sposób przejścia przez fazę konsolidacji końcowy efekt powinien być taki sam - opuszczenie trendu boczego „górną” w ostatnich miesiącach roku (wykres 38).

Wykres 37: Notowania indeksu S&P500 wraz z prognozą przedstawioną na początku lutego 2012



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 38: Notowania indeksu S&P500 wraz z uaktualnioną wersją trendu bocznego

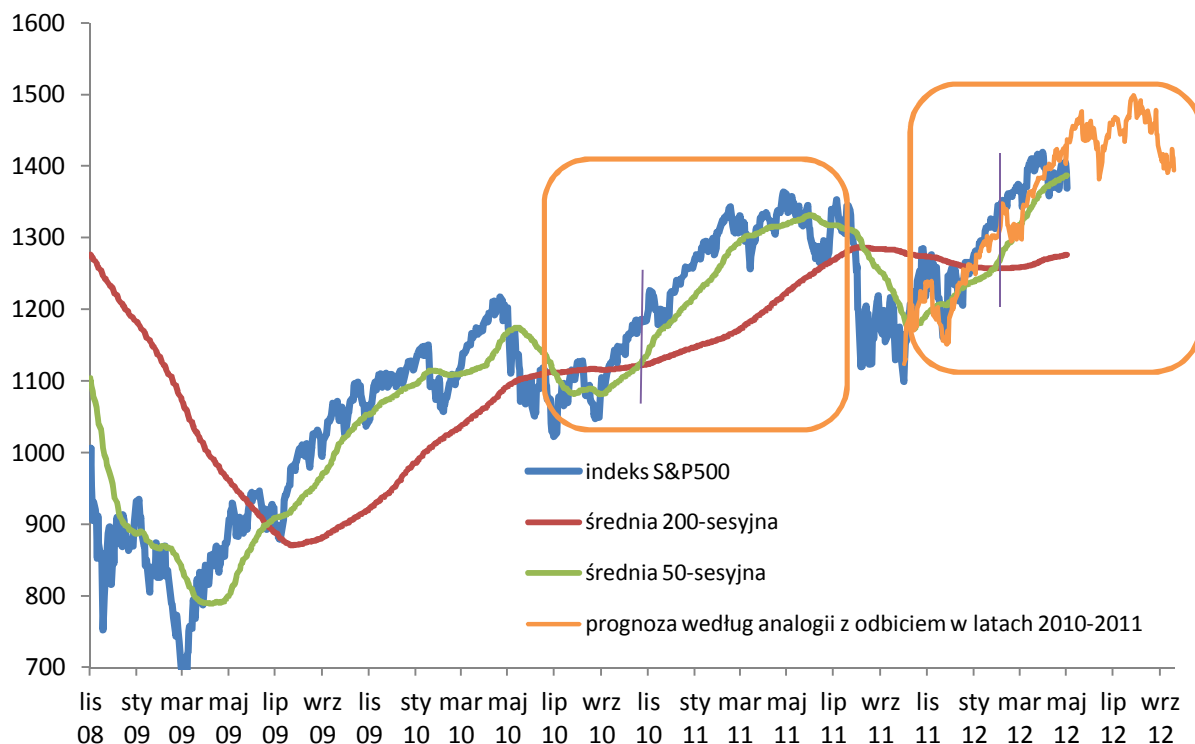


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wyjątkowo dobre zachowanie amerykańskich indeksów akcji pod koniec kwietnia oraz bardzo słaby początek maja powodują, że nie jestem w stanie w jednoznaczny sposób wybrać tylko jednego wariantu zachowania rynku akcji, jaki będzie w najbliższych tygodniach.

Porównanie z przełomem 2010 i 2011 roku sugeruje, że S&P500 może mieć jeszcze przed sobą jedno wyjście ponad poziom 1400 punktów (wykres 39).

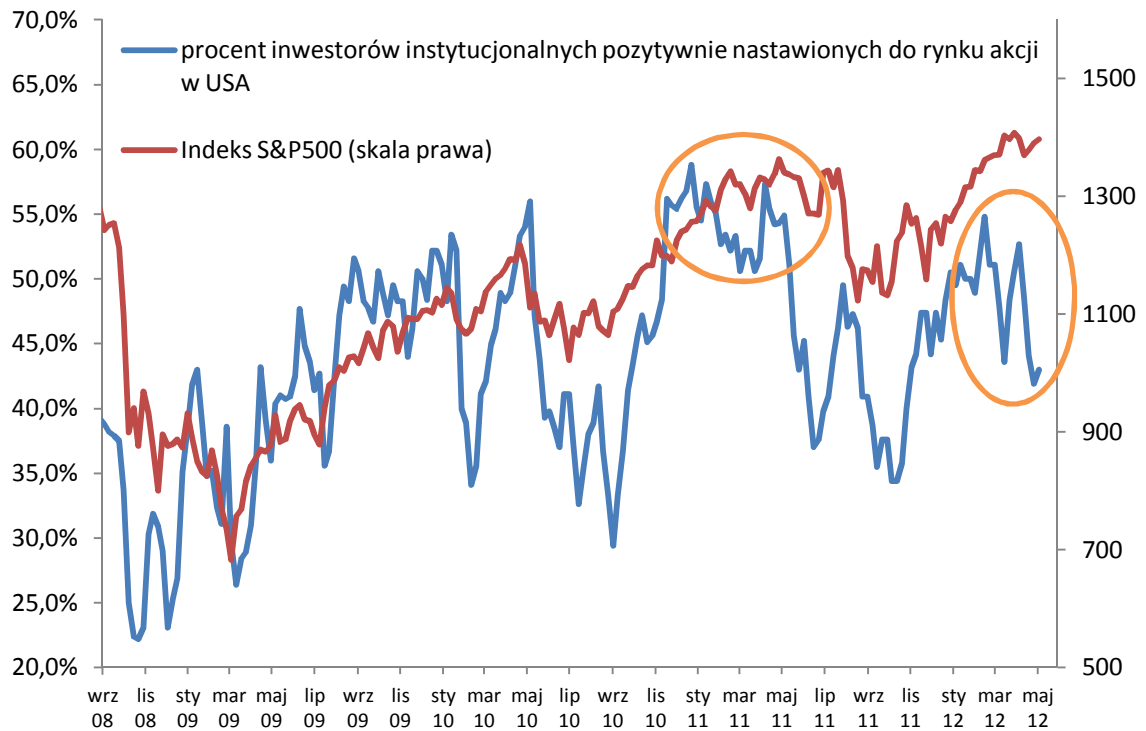
Wykres 39: Prognoza przebiegu indeksu S&P500 zgodnie z analogią z 2010 roku



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Zresztą nie tylko przebieg wykresu podkreśla analogię do sytuacji sprzed ponad roku. Również nastawienie inwestorów jest bardzo podobne. Zarówno indywidualni gracze, jak i zarządzający z instytucji finansowych stracili dość sporo z wcześniejszego entuzjazmu do akcji, chociaż amerykańskie indeksy nie doznały zbyt dużego uszczerbku w ostatnich tygodniach. Ten spadek udziału pozytywnie nastawionych do rynku inwestorów daje szansę na to, że rynek akcji może w maju spróbować zaatakować ostatnie szczyty, tak jak to było w marcu i kwietniu 2011 roku (wykres 40 i 41).

Wykres 40: Udział pozytywnie nastawionych inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji w USA na tle indeksu S&P500



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

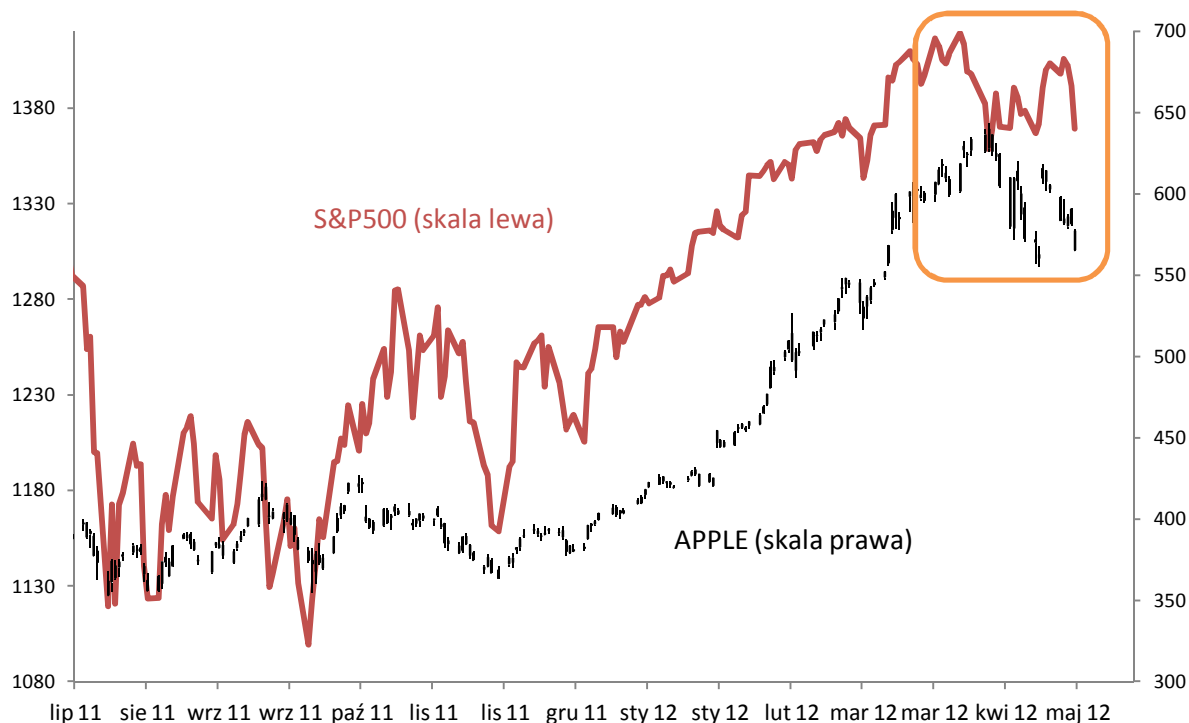
Wykres 41: Udział pozytywnie nastawionych inwestorów indywidualnych na rynku akcji w USA na tle indeksu S&P500



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Z drugiej strony słabe zachowanie akcji spółki Apple po publikacji rewelacyjnych wyników za pierwszy kwartał 2012 może świadczyć o tym, że Stany będą musiały radzić sobie bez niedawnego lidera (wykres 42).

Wykres 42: Zachowanie się spółki Apple na tle indeksu S&P500, w ostatnim roku

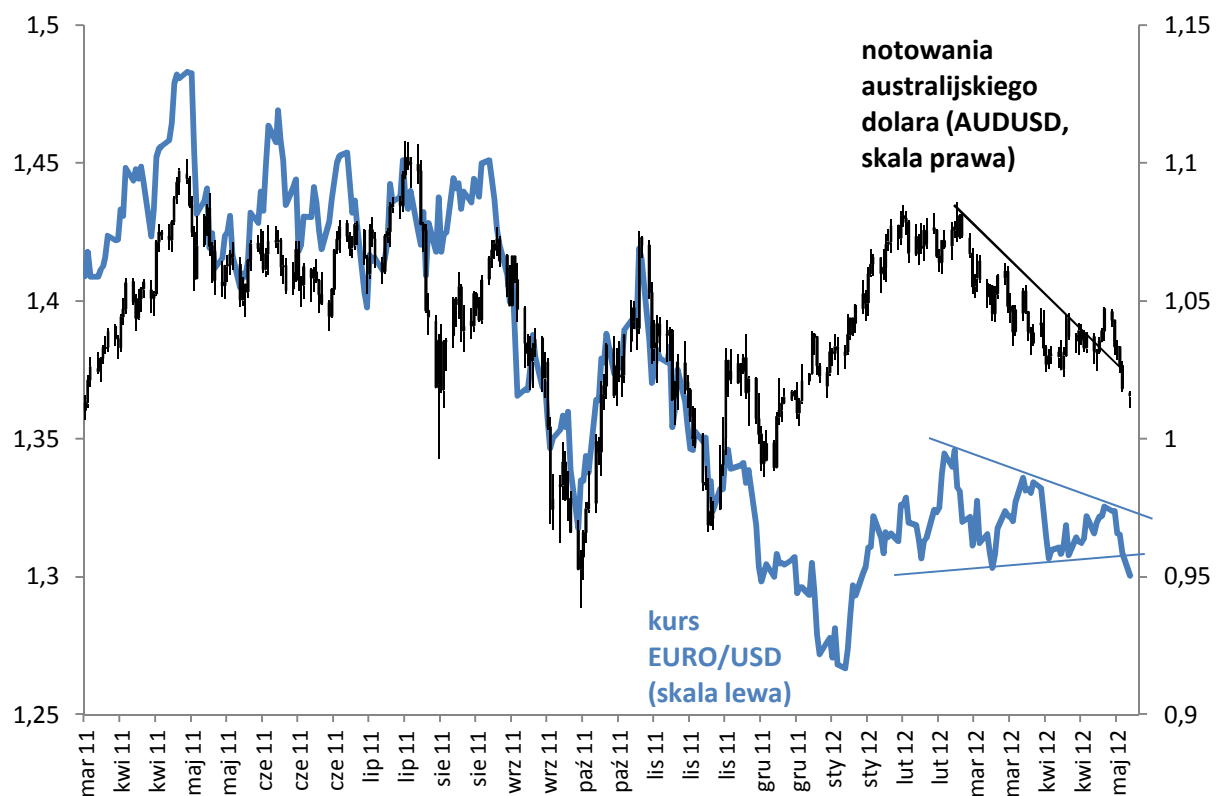


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dodatkowo, pierwsze sesje maja pokazały dalszą słabość australijskiej waluty, której wzrosty pod koniec kwietnia dawały nadzieję na dłuższą korektę i odreagowanie także na rynku surowców. Jednak szybkość ostatniej fali spadków i jej głębokość każe być sceptycznym, co do możliwości zrealizowania się tego pozytywnego scenariusza.

Poza tym kurs europejskiej waluty, który ostatnio był zadziwiająco silny, podczas kolejnej odłony kryzysu zadłużeniowego na południu Europy, właśnie przebił się przez poziom 1,30 względem amerykańskiego dolara. Ponieważ było to do tej pory dość silne i bronione kilkukrotnie wsparcie, zejście poniżej tego poziomu może oznaczać dłuższy odwrót od ryzyka na rynkach. Biorąc pod uwagę ostatnią zmienność na różnych indeksach wcale bym się nie zdziwił gdyby w czasie kolejnych sesji obie waluty zanegowały ten pesymistyczny obraz z początku maja (wykres 43).

Wykres 43: Notowania australijskiej waluty na tle zachowania kursu euro względem dolara amerykańskiego

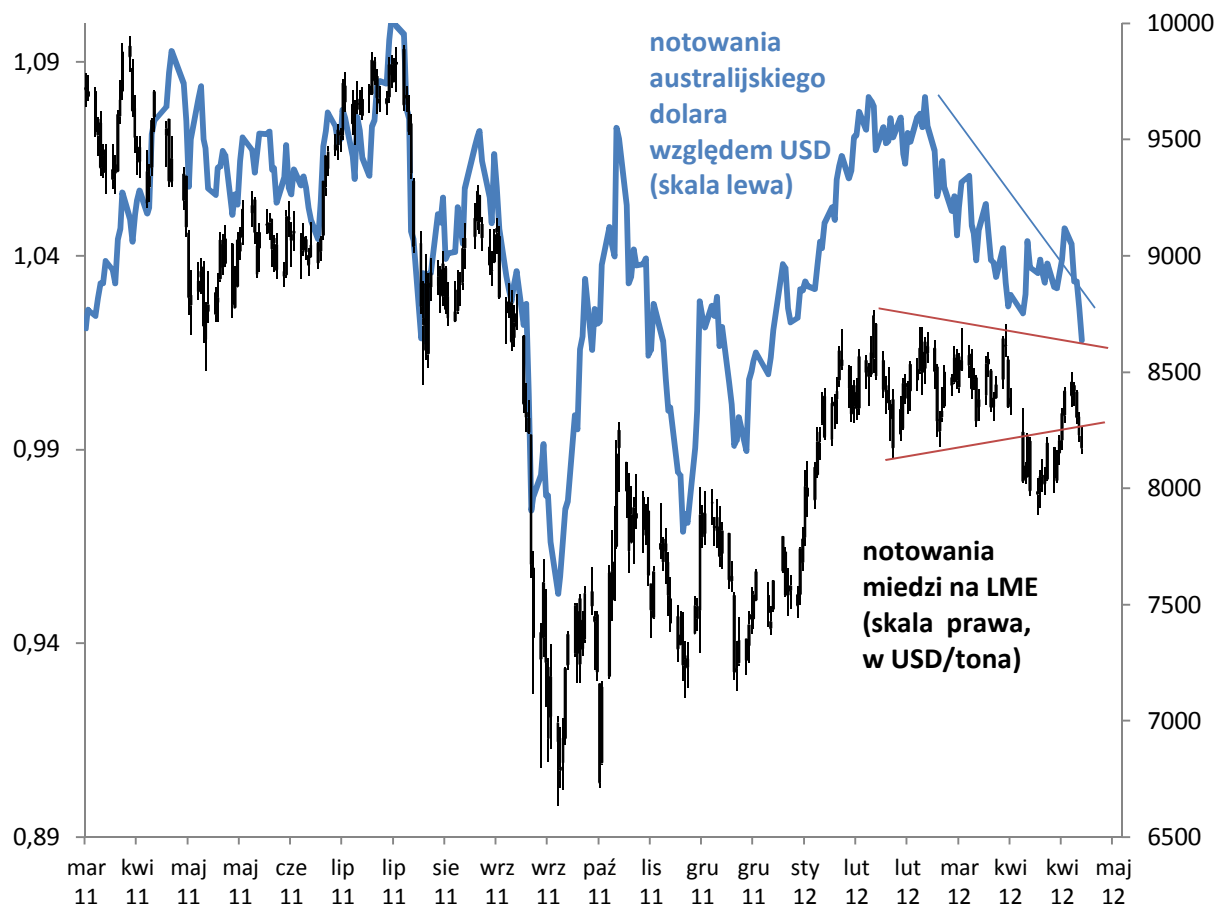


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Przykładem tej zmienności może być zachowanie cen miedzi, która miesiąc temu prawie wybiła się „górną” z dłuższej konsolidacji, po czym na początku kwietnia dokonała kolejnego wybicia, tym razem w drugą stronę. Gdy już wyglądało, że kierunek może być tylko jeden - w dół - w ciągu dwóch tygodni ceny miedzi odrobiły praktycznie cały spadek i powróciły w obszar wcześniejszej konsolidacji.

Początek maja przyniósł kolejną falę wyprzedzący, ale nowych dołków, analogicznych jak w przypadku australijskiego dolara i euro, jeszcze nie odnotowaliśmy. Być może jest to pozytywny sygnał dla rynków, albo jedynie przypadek, który zostanie szybko skorygowany. Przekonamy się o tym w ciągu kilku sesji (wykres 44).

Wykres 44: Notowania miedzi na tle kursu „surowcowej” waluty – australijskiego dolara



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Również silne wzrosty na chińskich indeksach akcji w kwietniu i na początku maja, mogą być traktowane jedynie, jako chwilowe odreagowanie w dłuższej fali spadkowej (wykres 45). Jednak mogą być także sygnałem na to, że inwestorzy zbyt szybko uznali temat chińskiej ekspansji gospodarczej za zakończony.

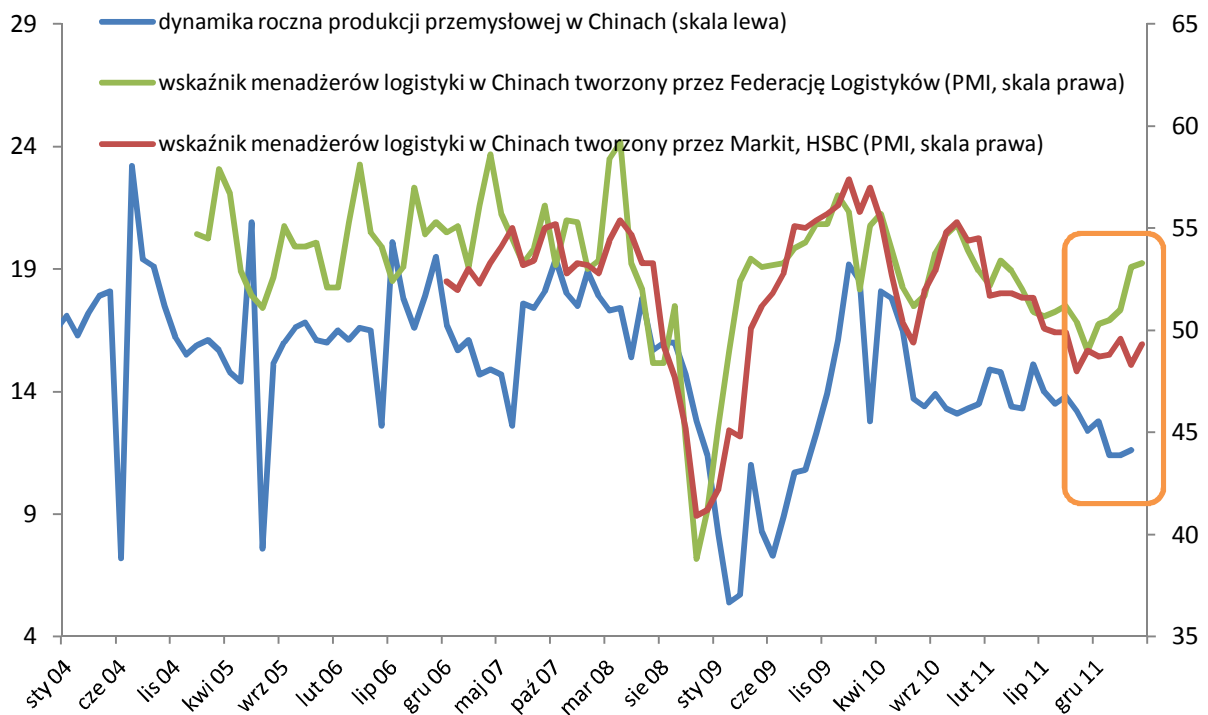
Ostatnie dane, zarówno ze strony indeksów PMI jak i silnego przyrostu akcji kredytowej na początku roku, dają nadzieję, że strach przed konsekwencjami twardego lądowania w Chinach mógł być przedwczesny (wykres 46 i 47) .

Wykres 45: Indeks chińskiej giełdy w Szanghaju



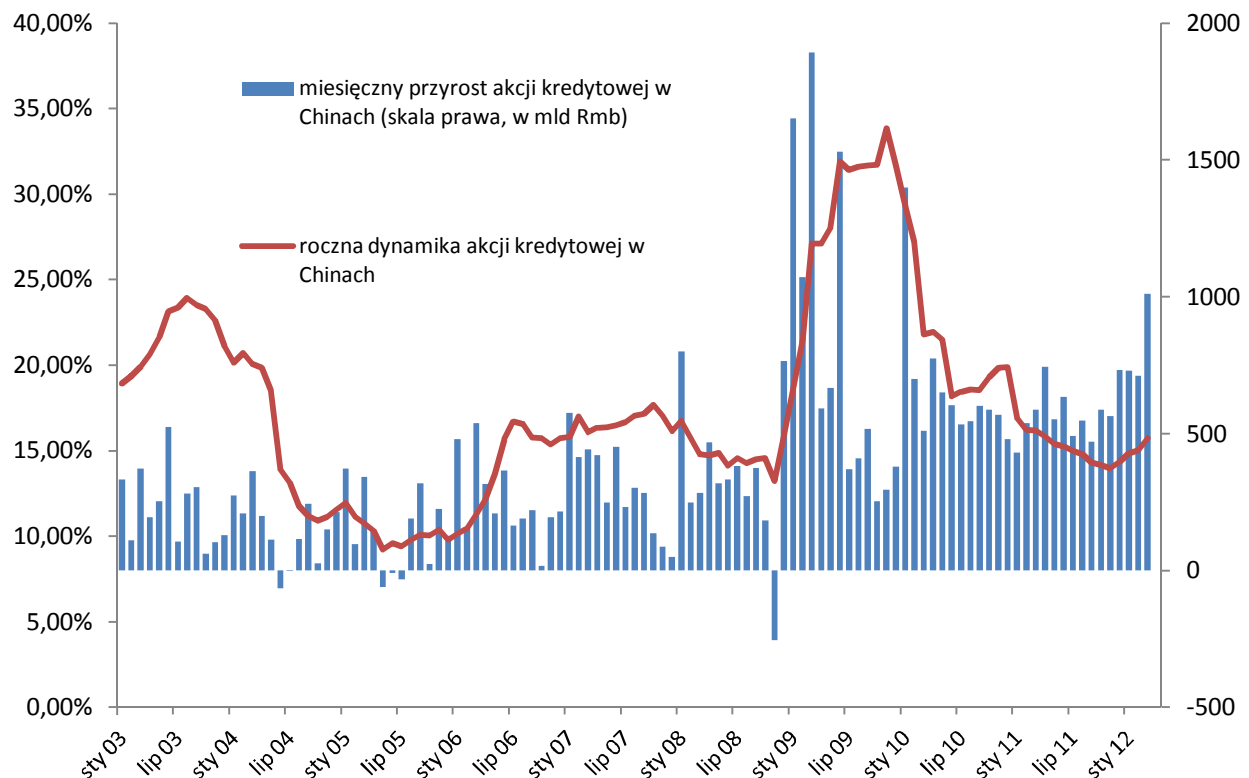
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 46: Przebieg indeksów PMI w Chinach na tle rocznej dynamiki produkcji przemysłowej



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 47: Przyrost akcji kredytowej w Chinach

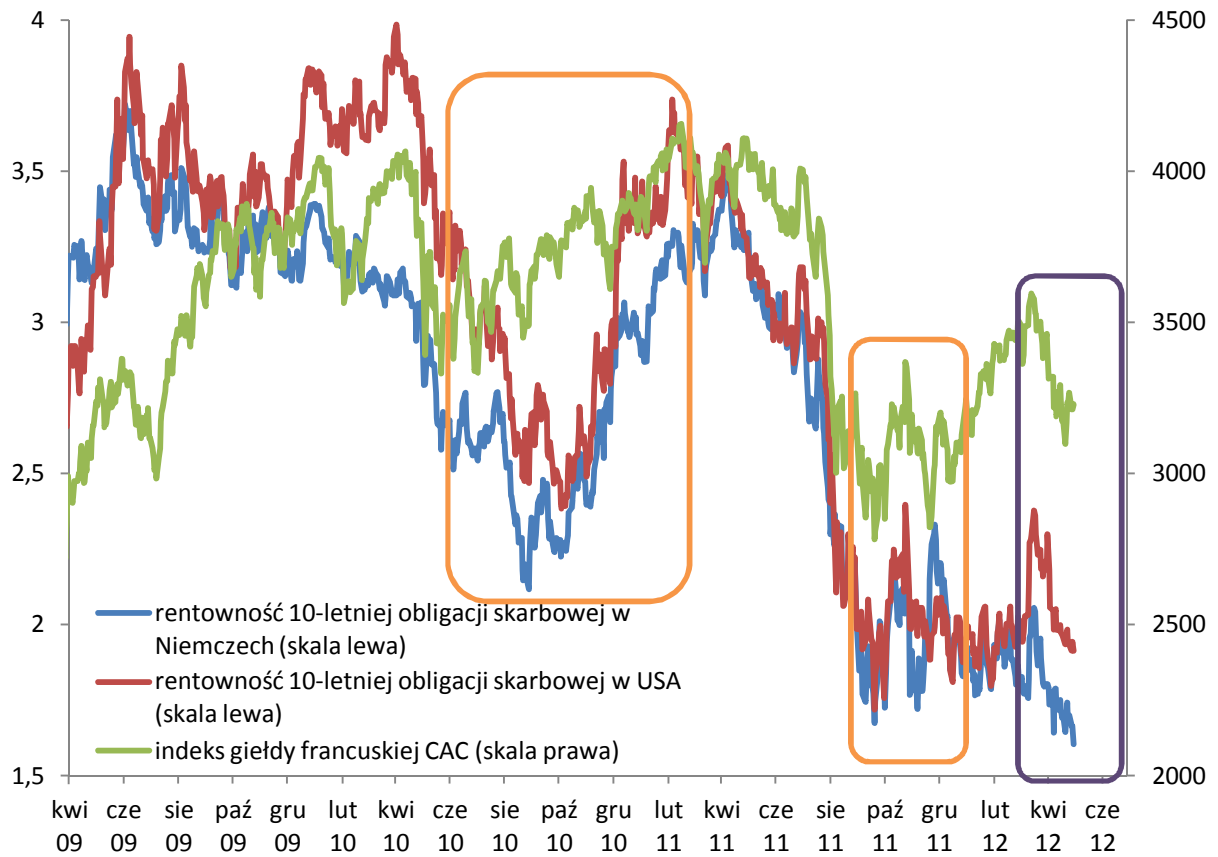


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Przynajmniej jedna zagadka, czyli siła amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych, wyjaśniła się w ostatnich tygodniach. Rentowność tych papierów nie chciała podążać na początku roku za rosnącymi indeksami akcji w obu krajach, co było normą w czasie poprzednich wzrostów.

Okazało się, że rynek obligacji w swojej wewnętrznej mądrości dawał sygnały, że koniec europejskiego kryzysu zadłużeniowego nie jest tak bliski jak mogłoby to wynikać z zachowania rynków akcji w Niemczech, a spowolnienie w gospodarce będzie miało miejsce w tym roku, chociaż ciągłe wzrosty na amerykańskich indeksach mogły świadczyć inaczej (wykres 48).

Wykres 48: Rentowność obligacji skarbowych w USA i w Niemczech na tle francuskiego indeksu akcji



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Przedstawiony komentarz rynkowy oraz prognozy stanowią wyraz poglądów Investors TFI S.A., przy czym Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany opinii ze względu na dynamikę rynku bez konieczności powiadamiania. Investors TFI S.A. nie gwarantuje przedstawionych scenariuszy ani prognoz. Przedstawione komentarze i prognozy oparte zostały na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie mogą stanowić podstawy do decyzji inwestycyjnej. Dotychczasowe wyniki Funduszy nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych Funduszy. Niniejszy materiał w odniesieniu do danych Funduszy ma charakter informacyjny i nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w Fundusze oraz nie stanowi przekazu reklamowego. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospektach Informacyjnych Funduszy. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu lub konwersji jednostek uczestnictwa. Szczegółowy opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa Funduszy, tabela opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte są w Prospektach Informacyjnych Funduszy, dostępnych w punktach dystrybucji Funduszy, w siedzibie Towarzystwa oraz na stronie www.investors.pl. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podst. Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, (Dz. U. 00.14.176 z późn. zmianami).

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

www.investors.pl | office@investors.pl