



Przewodnik po rynkach

Pandemia przyczyną Małej Wielkiej Depresji



Wojciech Biątek | *Analitik finansowy*

Od 1995 roku analizuje rynki kapitałowe, przez lata był głównym analitykiem CDM Pekao, autor licznych komentarzy oraz artykułów prasowych na temat rynków finansowych, od 2008 roku prowadzi własny blog.

W raporcie:



Niskie rentowności
na rynku długu wspierają
rynki akcji



Normalizuje się sytuacja
na rynkach towarowych



Czy pandemia powróci
jesienią na północną
półkulę?

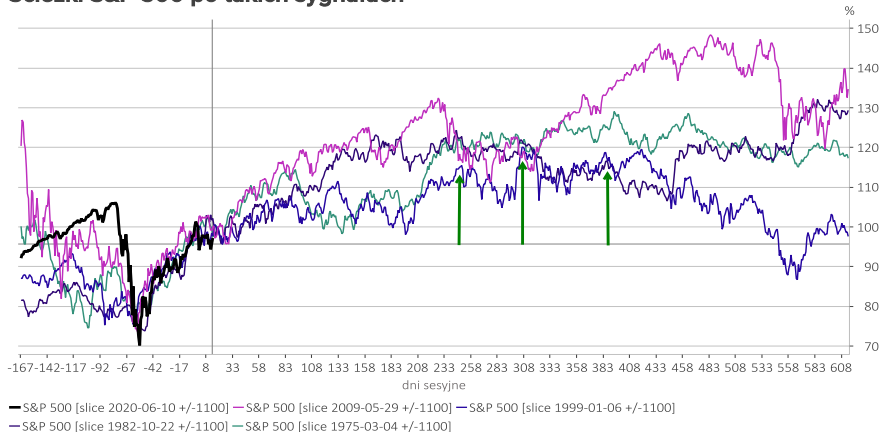
Już po koronawirusowej bessie? S&P 500 jak po Wielkiej Depresji

By w pełni uświadomić sobie niezwykłość ostatnich ruchów cen różnych instrumentów finansowych, wystarczy spojrzeć na skalę wzrostu wartości głównego indeksu cen akcji w Stanach Zjednoczonych od czasu marcowego dołka czyli S&P 500. W ciągu 53 dni sesyjnych, a więc w ciągu niecałych 3 miesięcy, które upłynęły od czasu ustanowienia apogeum koronawirusowej paniki S&P 500 wzrósł o 44,5 proc. To najsilniejszy 53-sesyjny wzrost wartości tego indeksu od lat 1932–1933, kiedy to dwie jeszcze silniejsze zwyżki tego typu wynosiły indeks z dołka Wielkiej Depresji.

Jeśli trochę osłabimy wymagania, poszukując w okresie minionych 80 lat podobnie silnych 53-sesyjnych ruchów

wzrostowych S&P 500, to znajdziemy 4 przypadki wzrostów o przynajmniej 28 proc. Takie sygnały pojawiły się w czerwcu 2009 (po Wielkiej Recesji), w styczniu 1999 (po kryzysach azjatyckim i rosyjskim), w listopadzie 1982 (po bankructwie Meksyku i Polski) oraz w marcu 1975 (po kryzysie naftowym, ustąpieniu ze stanowiska prezydenta USA i tuż przed upadkiem Sajgonu). Po każdym z tych sygnałów za ok. 11 miesięcy, ok. 14 miesięcy i ok. 19 miesięcy S&P 500 był przynajmniej kilkanaście procent wyżej niż w momencie generowania takiego jak czerwcowy sygnał.

Ścieżki S&P 500 po takich sygnałach



Projekcja wartości S&P 500 uzyskana przez uśrednienie tych 4 ścieżek indeksu wokół sygnałów z przeszłości rośnie później przez 22 miesiące. Czy obecnie będzie

podobnie, tego oczywiście nie wiadomo, ale przedstawione historyczne precedensy na pewno powinny dawać do myślenia.

S&P 500 i projekcja jego wartości (pkt.)



NC hossa

Niezwykłe zjawiska dzieją się również na polskim rynku. Przykładem może być segment polskiego rynku akcji, który gdy powstawał ponad 12 lat temu, miał stać się polskim odpowiednikiem Nasdaq, czyli rynek New Connect. Jak to zwykle bywa w takich przypadkach, to dziecko wielkiej hossy z lat 2001–2007 urodziło się niemalże równoległe z początkiem globalnej Wielkiej Recesji z lat 2007–2009, co zdeterminowało początkowy trend na tym rynku. A i później koniunktura

na New Connect zdecydowanie odbiegała od tej obserwowanej na amerykańskim Nasdaq. Coś się zaczęło zmieniać od końca 2018 roku, ale koronawirusowy kryzys ponownie zepchnął wartość NCIndex na nowe historyczne minima w marcu. Od tamtej pory ten rynek przeszedł jednak całkowitą metamorfozę: w ciągu nieco ponad 3 miesięcy NCIndex nie tylko odrobił całość koronawirusowych strat, ale wzrósł do najwyższego poziomu od 2011 roku.

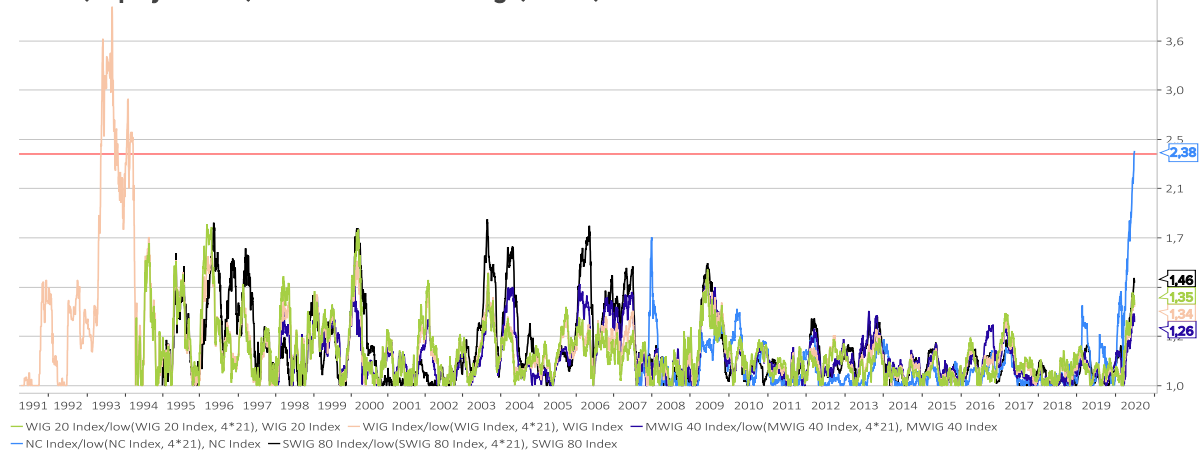
Najsilniejszy w historii wzrost wartości NCIndex



Uwzględniając historię 4 najważniejszych indeksów GPW: WIG-20, WIG, mWIG-40 i sWIG-80, znajdziemy tylko jeden przypadek tak silnego wzrostu – o 140 proc.!

– wartości indeksu w przeciągu mniej niż 4 miesięcy: okres pierwszej hossy na polskim rynku akcji z lat 1993–1994.

Poland, Equity Indices, Warsaw Stock Exchange, Close, PLN



Prowokuje to do zabawy polegającej na synchronizacji ostatniego zachowania NCIndex z tym obserwowanym

na WIG-u, gdy po raz pierwszy zaczął rosnąć w takim tempie, czyli podczas pierwszych miesięcy 1993 roku.

NCIndex jak WIG w pierwszej połowie 1993 roku?



Powyższa zabawa sugeruje dalszy 10-miesięczny wzrost wartości NCIndex w pobliże poziomów, z których startował w 2007 roku, ale to oczywiście przesada. Bardziej realistyczny wydaje się wniosek wyprowadzony po sprawdzeniu, co działo się z polskimi indeksami,

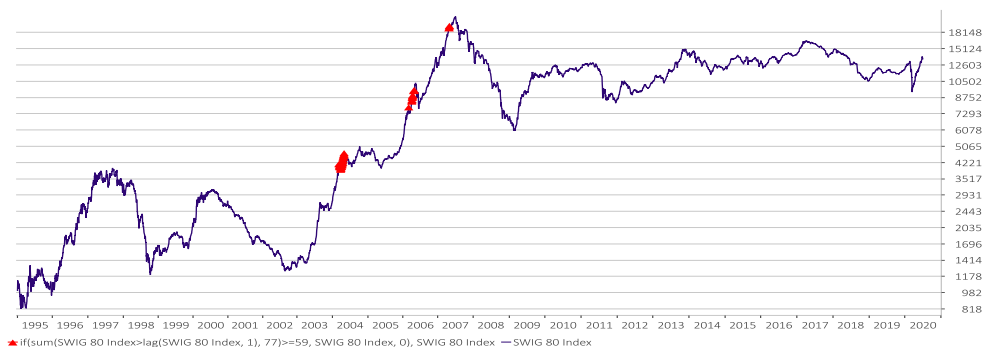
które w przeszłości wykazywały równie "uporczywy" wzrost co ostatnio NCIndex, to znaczy rosły w trakcie przynajmniej 59 sesji z 77 kolejnych. Zdarzyło się to mWIG-owi w okresie listopad 2003 – marzec 2004:

Indeks rośnie podczas przynajmniej 59 sesji na 77 kolejnych



.. oraz 3-krotnie sWIG-owi, które takie sygnały jak ten z czerwca na NCIndex generował po raz pierwszy w danej sekwencji w marcu 2004, lutym, 2006 oraz kwietniu 2007.

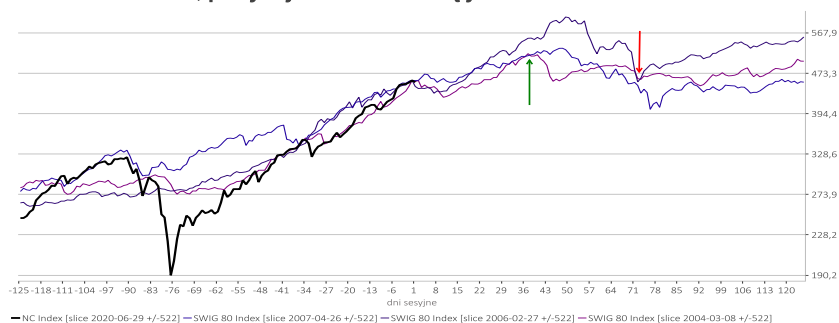
Indeks rośnie podczas przynajmniej 59 sesji na 77 kolejnych



Ponieważ analogiczny do tego zaobserwowanego na NCIndex w czerwcu pojawił się na mWIG-u i SWIG-u w tym samym czasie, to do oszacowania obecnych perspektyw NCIndex można wykorzystać wspomniane 3

sygnały z SWIG-u. Jak widać poniżej, synchronizacja tych 4 epizodów sugeruje – po łagodnej korekcie w pierwszej połowie lipca, jeszcze jedno wznowienie wzrostu.

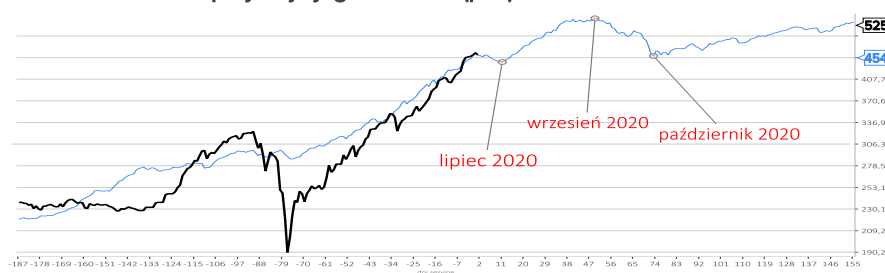
Co robił SWIG-80, po tym jak zachował się jak NCIndex ostatnio?



Projekcja uzyskana przez uśrednienie tych trzech historycznych ścieżek SWIG-u 80 w momentach, gdy zachowywał się równie mocno jak NCIndex w ostatnich

miesiącach, sugeruje, że do września ciągle jeszcze powinien tu powstać potencjał wzrostowy rzędu ok. 20 proc.

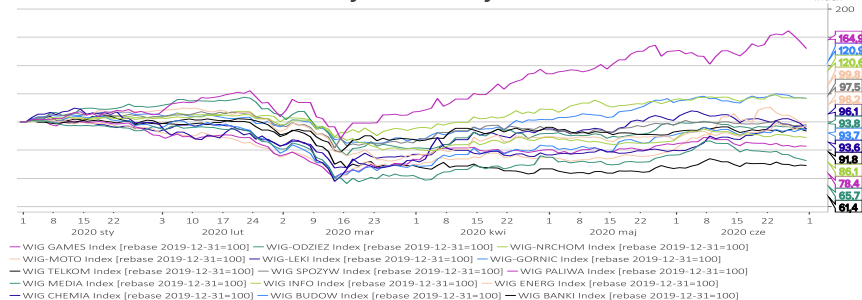
NCIndex ostatnio i projekcja jego wartości (pkt.)



Jeśli popatrzymy na 10 spółek o największym udziale w tym indeksie, to znajdziemy tam sześć producentów gier wideo (Creepy Jar, Bloober, Forever Entertainment, The Farm 51 Group, SimFabric i Movie Games), dwie firmy działające w dziedzinie zielonej energii (Photon Energy NV, Columbus Energy) oraz jeden inkubator start-upów technologicznych koncentrujący się na diagnostyce i ochronie zdrowia (Scope Fluidics) i jedną spółkę działającą na rynku nieruchomości (JR Holding). Czyli, głównie gry i zielona energia. Tylko Scope Fluidics

można tu jakoś bezpośrednio wiązać z pandemią. Jeśli popatrzymy na zachowanie indeksów sektorowych głównego polskiego rynku akcji, to zrozumiemy siłą New Connect – najsilniejszym w tym roku indeksem jest WIG-GAMES, który rósł w pół roku +64,9 proc. w stosunku do końca ubiegłego roku. Na podium znalazły się również WIG-BUDOW (+20,9 proc. w tym roku) i WIG-INFO (+20,6 proc.). Na szarym końcu tego zestawienia widać WIG-BANKI (-38,6 proc.).

Zachowanie indeksów sektorowych GPW w tym roku

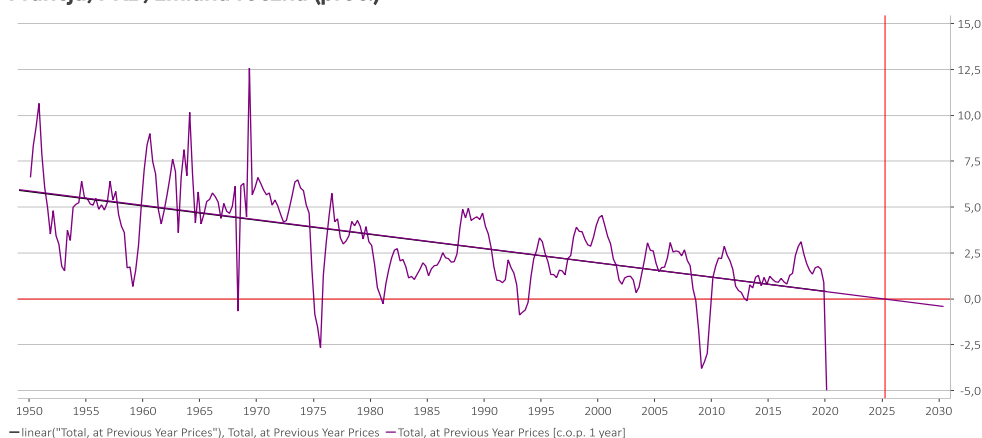


Jak głęboka recesja?

W kontekście znanych już danym makroekonomicznych ze świata, wzrosty cen akcji z ostatnich miesięcy mogą szokować i wydawać się nietrwałe (ale pamiętajmy, że rynek akcji zwykle wyprzedza wydarzenia w realnej gospodarce o kilka miesięcy, więc jego ostatnie wzrosty sugerują, że załamanie gospodarcze nie powinno być trwałe). Nie ma sensu mnożyć przykładów, wystarczy zerknąć np. na roczną zmianę PKB we Francji, która już w I kw. wyniosła -5 proc. i była największa od

przynajmniej 1950 roku, od którego dostępne są te dane. Warto przy tym zwrócić uwagę na trend minionych 70 lat, który jest jednoznacznie spadkowy i gdyby nic się w najbliższym czasie nie zmieniło, to linia regresji przecnie poziom zero mniej więcej za 5 lat. Jest to sugestia, że już w drugiej połowie obecnej dekady gospodarka Francji będzie spędzać w recesji połowę czasu. Nie jest to oczywiście jakiś optymistyczny sygnał w dłuższej perspektywie czasowej.

Francja, PKB, zmiana roczna (proc.)



Jeszcze bardziej szokujące były dane z USA na temat wysokości stopy bezrobocia, która w kwietniu osiągnęła

najwyższy poziom od końca 1940 roku (14,7 proc.), by w maju nieco spaść do poziomu 13,3 proc.

Stopa bezrobocia w USA (proc.)

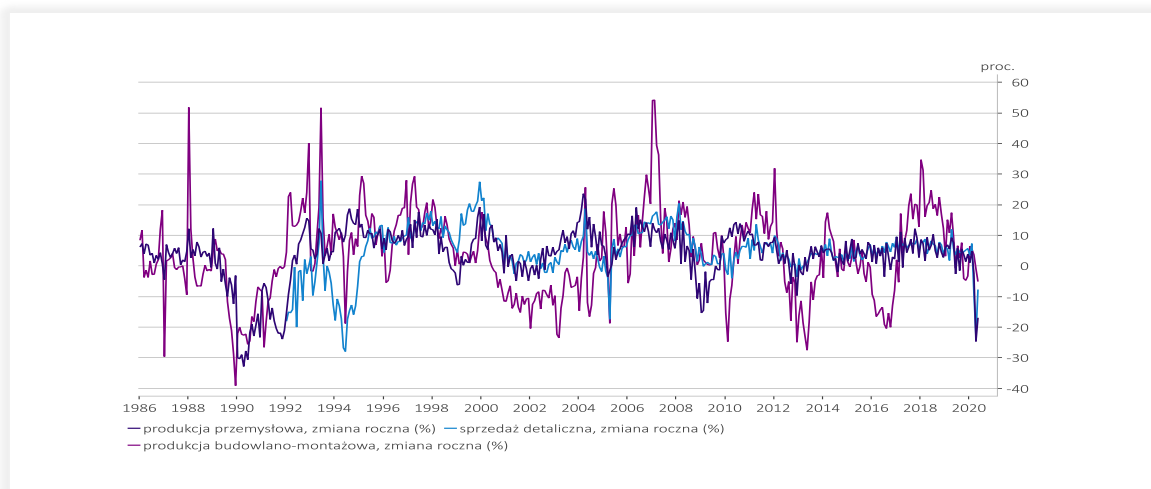


W Chinach, w których pandemia się zaczęła, ale które jako pierwsze jak się wydaje bardzo skutecznie ją zdławiły roczna dynamika produkcji przemysłowej już w

kwietniu wróciła do dodatnich wartości, chociaż sprzedaż detaliczna jeszcze w maju pozostawała poniżej swego poziomu sprzed roku.

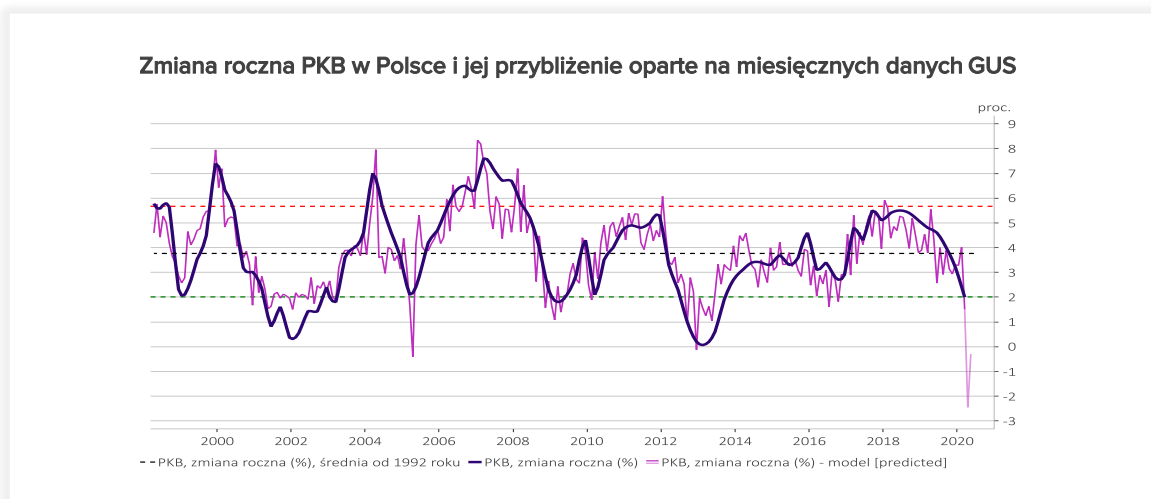
Jeśli chodzi o naszą gospodarkę, to w kwietniu roczna dynamika produkcji przemysłowej załamała się najsilniej od 1990 roku (-24,6 proc.), a spadek rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej był największy od 1994 roku (-22,9 proc.). W maju obie serie danych odbijały w górę

(do odpowiednio -16,9 proc. i -7,7 proc.), natomiast pogłębiła spadek dynamika produkcji budowlano-montażowej (-5,1 proc.), która w kwietniu jeszcze traciła w stosunku do poziomu sprzed roku jedynie -0,9 proc.).



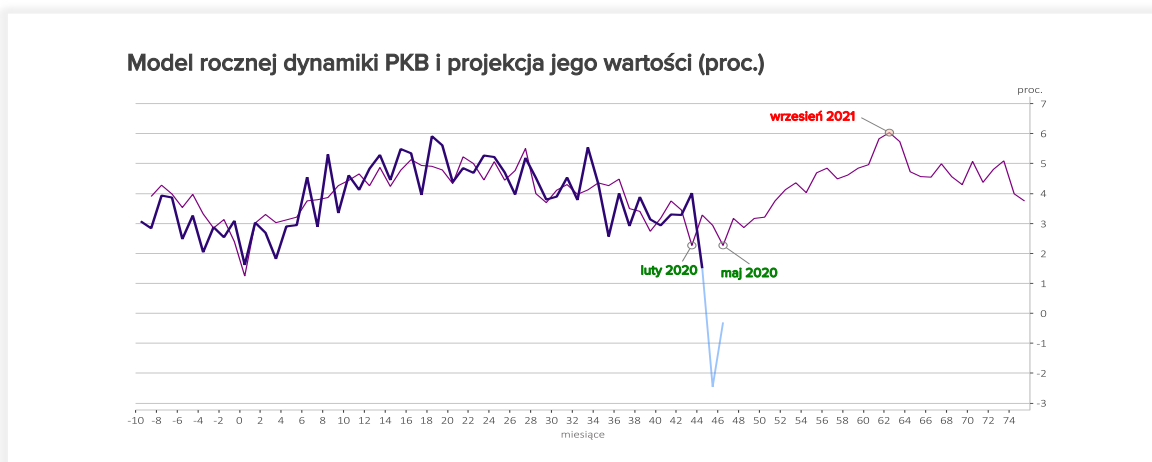
Wrzucając te dane do prostego modelu regresyjnego rocznej dynamiki PKB w naszym kraju, która w I kw. wyniosła jeszcze +2 proc., dostajemy szacunkową

wartość rocznej dynamiki realnego PKB w kwietniu na poziomie -2,5 proc., a w maju na poziomie -0,3 proc.



Widać, że wyraźnie odbiega to in minus od wcześniejszej - przedpandemicznej - projekcji rocznej dynamiki PKB w naszym kraju, ale równocześnie są

szanse, że wcześniej oczekiwany w okresie luty-maj dołek spowolnienia, bardzo dobrze się sprawdzi.



Perspektywy głównych klas aktywów

Kluczowe linie oporu na WIG-u są oczywiste, a do ich osiągnięcia zostały jeszcze dziesiątki procent, więc w scenariuszu, w którym pandemia okaże się jednorazowym wydarzeniem, a przynajmniej jej

ewentualny nawrót nie wywoła już tak panicznych reakcji jak kilka miesięcy temu, można sobie wyobrazić ich następujące prędzej czy później przetestowanie.

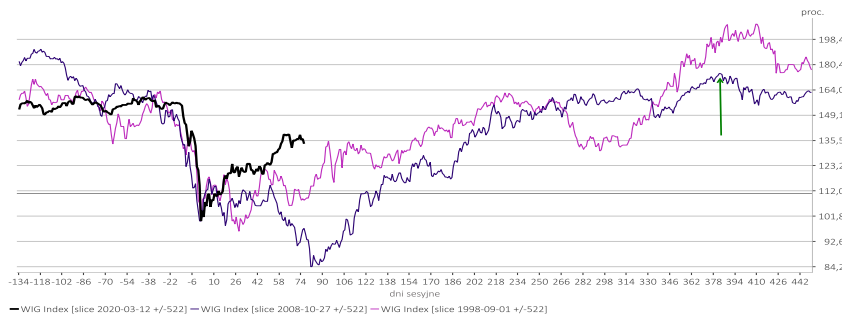
Poland, Equity Indices, Warsaw Stock Exchange, WIG Index, Close, PLN



Pandemiczny spadek wartości WIG-u w lutym i marcu był porównywalny co do skali z tymi, które następowały po dwu poprzednich przelotach "czarnych łabędzi" czyli bankructwie Rosji z lata 1998 roku i bankructwie banku inwestycyjnego Lehman Brothers z lata 2008, więc

opierając się na tej analogii, można ostrożnie liczyć na jeszcze 14 miesięcy wzrostów cen akcji. Oczywiście nawet w takim optymistycznym scenariuszu do dyskusji jest ostateczna ścieżka takiego ewentualnego odbicia.

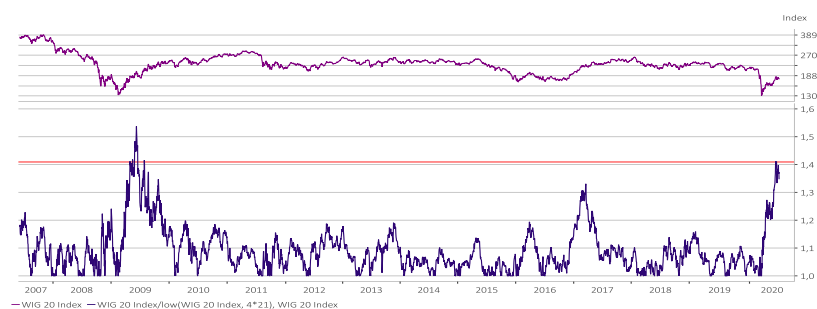
Porównanie ścieżek WIG-u ostatnio oraz wokół krachów z 1998 i 2008



Warto zwrócić uwagę, że dotychczasowa skala wzrostu WIG 20 w okresie minionych 4 miesięcy była największa

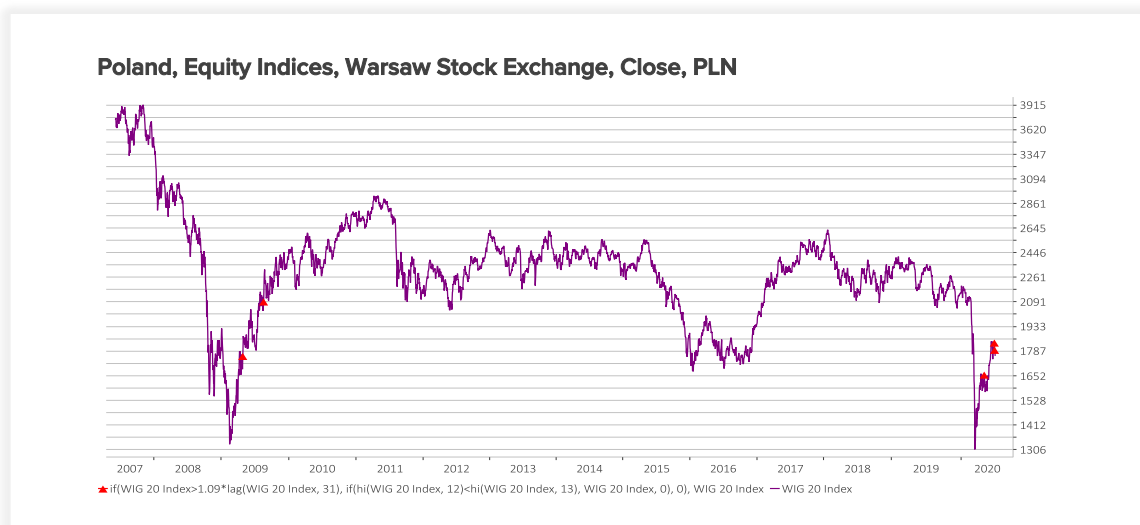
od wiosny 2009, a indeks ten odbija się właśnie z poziomu dna Wielkiej Bessy z lat 2007-2009:

Poland, Equity Indices, Warsaw Stock Exchange, Close, PLN



Zresztą nawet proste sygnały techniczne typu "WIG-20 przez 12 sesji nie robi nowego lokalnego szczytu, ale pozostaje ponad 9 proc. powyżej swego poziomu

sprzed 31 sesji" pojawiły się jedynie ostatnio i właśnie wiosną 2009, potwierdzając podobieństwo obu rynkowych epizodów:



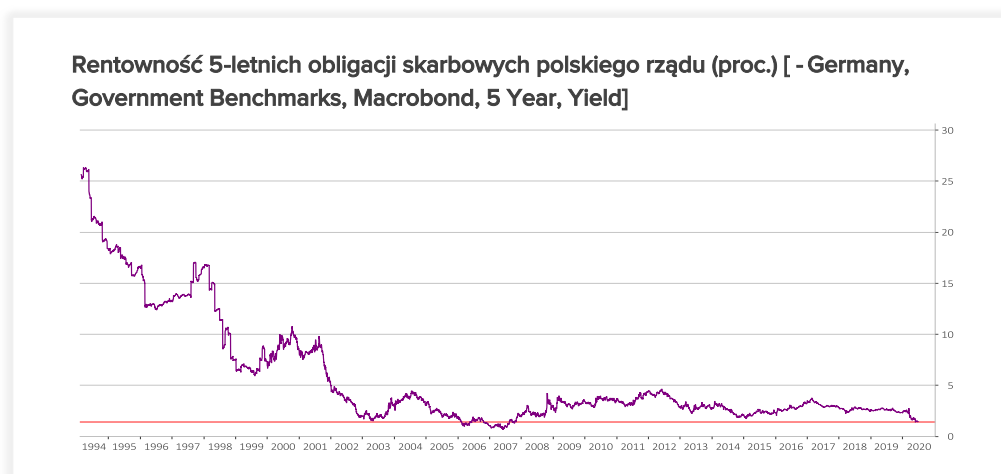
Rentowności obligacji polskiego rządu zeszły do rekordowo niskich poziomów i jakkolwiek oczywiście

można sobie wyobrazić ich dalszy spadek, to jego skala oczywiście nie mogłoby być duża.



Pozytywnym sygnałem było zejście spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami do najniższego od 2007 roku poziomu, co pewnie jednak było po części

konsekwencją zastosowanego przez RPP po raz pierwszy w historii naszego kraju "quantitative easing".



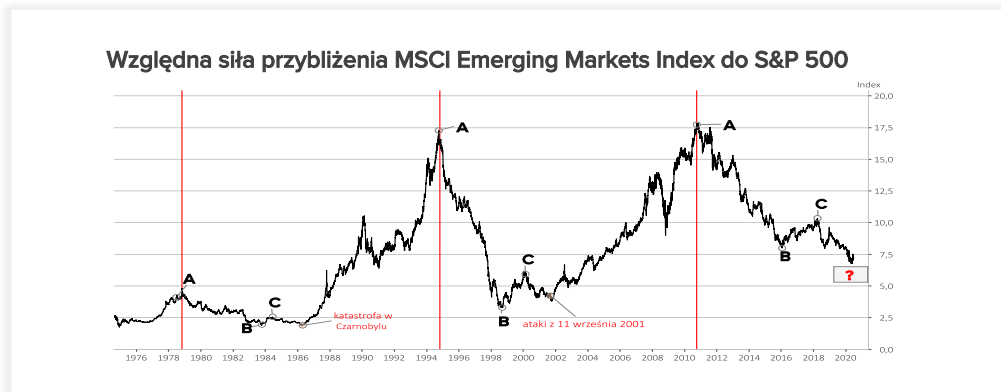
Średni kurs złotego względem euro i dolara zdołał obronić w marcu swoją "Częstochowę" i pewnie można

tu jeszcze liczyć – w przypadku dalszej normalizacji sytuacji – na jakąś kontynuację tej aprecjacji.

Deflacja czy inflacja?

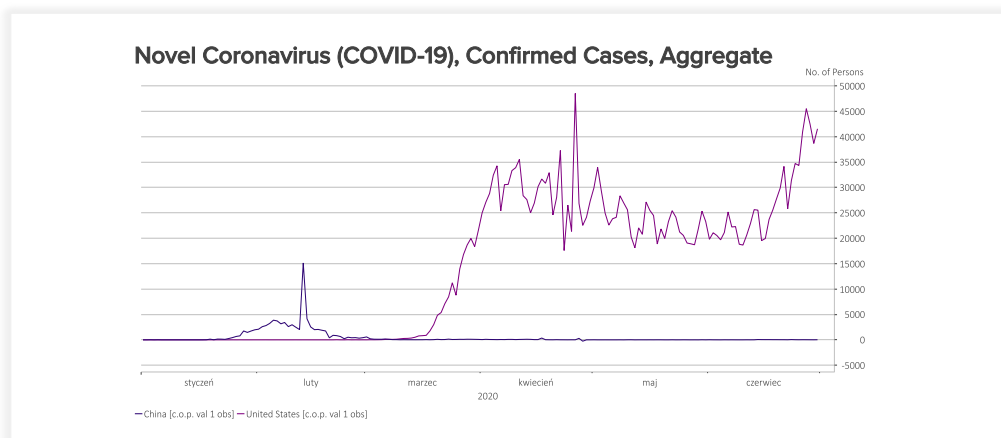
Oczywiście do "prawdziwej" hossy na krajowym rynku akcji potrzebna była całkowita zmiana dominującego od 9 lat trendu przewagi rynków rozwiniętych nad rynkami wschodzącymi, co generalnie wymagałoby pojawienia się na świecie jakiegoś silnego trendu inflacyjnego. W

przeszłości impulsami uruchamiającymi takie wieloletnie procesy były ataki terrorystyczne na USA z 11 września 2001 (wojna jest inflacyjna) oraz – co już znacznie trudniej wytłumaczyć – najwyraźniej katastrofa w Czarnobylu.



Czy trwająca pandemia koronawirusa, którą trochę wygląda jak monstrualne dziecko Czarnobyla z 11/9 (zagrożenie rodzi się w komunistycznym kraju i znowu tysiącami umierają nowojorczy) zadziała w ten sposób, oczywiście nadal nie wiadomo. Ale obserwowane bezprecedensowe tempo "druku" pieniądza w USA sugeruje, że w przypadku scenariusza, w którym nad pandemią udaje się ostatecznie w jakiś sposób zapanować i światowa gospodarka wróci do jakiejś "normy", korzystny dla rynków "wschodzących" inflacyjny scenariusz nie może być wykluczony. Dochodzi tu jeszcze element nieuniknionej jak się

wydać chęci zemsty USA na Chinach, w których pandemia się narodziła, ale które sobie – jak się wydaje – dosyć szybko z nią poradziły, w przeciwieństwie do wielu innych krajach świata, w tym Stanów Zjednoczonych. O ile w Europie dynamika pandemii gwałtownie osłabła wiosną, co jest zgodne z oczekiwanym wzorcem sezonowym tego typu chorób ("sezon grypowy" trwa od października do marca), o tyle w USA w ostatnich tygodniach widzimy nieoczekiwany wtórny wzrost dziennej liczby nowych potwierdzonych przypadków.



Na krótką metę to upokorzenie osłabia oczywiście USA, ale gdy pandemia zostanie już opanowana lub sama wygaśnie jak grypa hiszpanka, która szalała po świecie w latach 1918–1920 można oceniać, że Stany Zjednoczone przystąpią ze zdwojoną energią do działań zmierzających do wycofania swoich inwestycji z ChRL. Beneficjentami takiej hipotetycznej próby wycofania amerykańskich (zachodnich?) inwestycji z obecnej

"fabryki świata" mogą być inne "Emerging Markets", które z pewnością chętnie podejmą próbę przejęcia choć części tej roli. Taki hipotetyczny proces wycofywania amerykańskich (zachodnich?) inwestycji z miejsc, gdzie produkuje się najtaniej, czyli z Chin, powinien generować trwalszy impuls cenowy, który zaczęłyby wreszcie po latach premiować rynki "wschodzące".

Wojciech Białek, K(NO)W FUTURE



Analizy Online SA
ul. Skierniewicka 10a
01-230 Warszawa

www.analizy.pl
www.analizyonline.com



Twitter:
@analizy_pl



LinkedIn:
@analizy-pl



Facebook:
@analizyonline

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych. W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy. Działalność firmy obejmuje również monitoring rynku produktów strukturyzowanych, zmian akcjonariatu polskich spółek publicznych oraz analizę rynku polskich papierów dłużnych.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autora. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online SA za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online SA, które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online SA nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu.