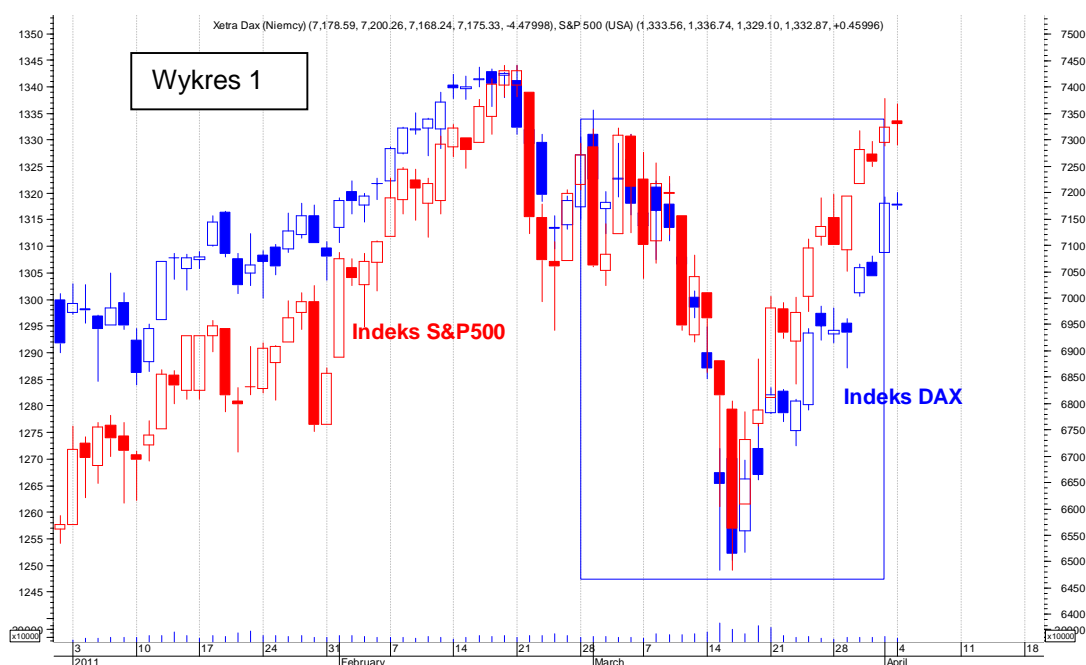


Trudno jest sobie wyobrazić warunki bardziej sprzyjające znaczącym spadkom, niż te, które zaistniały w ubiegłym miesiącu. Nie dość, że w rewolucję, tuż przy granicach Europy, włączyła się koalicja państw zachodnich, przystępując do bezpośredniej interwencji militarnej, to trzecia gospodarka świata, Japonia, która opłata siecią powiązań ekonomicznych przedsiębiorstwa z całego świata, została „zatopiona” falą tsunami, zdruzgotana kilkoma trzęsieniami ziemi i bezprecedensową katastrofą w elektrowni atomowej.

Pomimo tego, początkowa panika, jaka dotknęła przede wszystkim rynki akcji w państwach rozwiniętych, została bardzo szybko zanegowana przez trwające do pierwszego tygodnia kwietnia wzrosty (wykres nr 1).



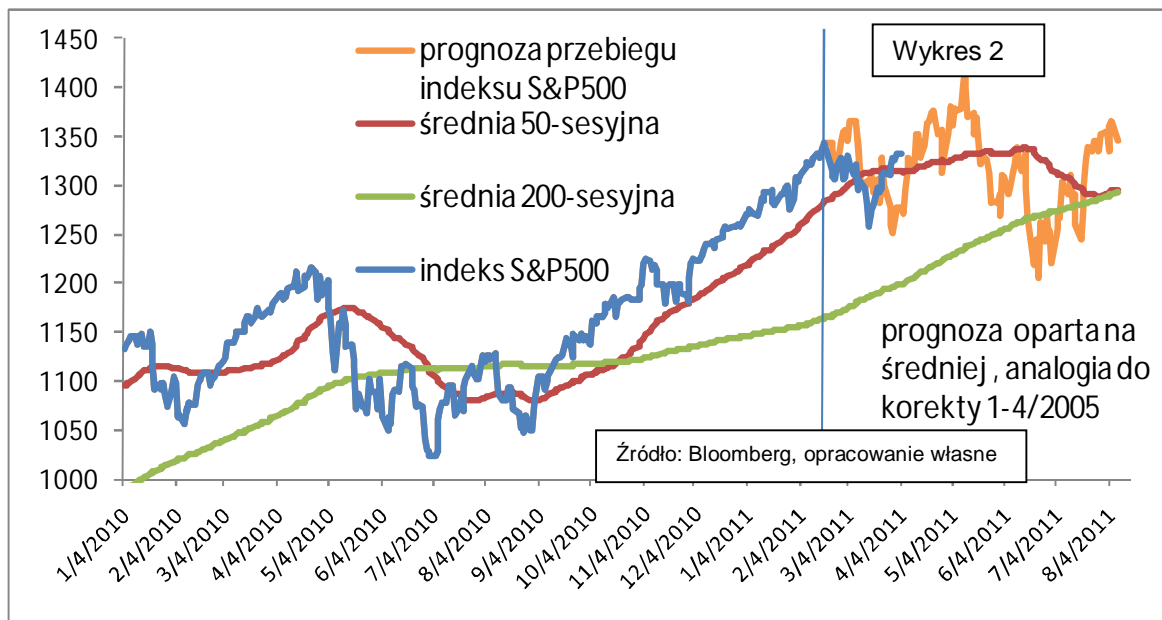
Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Takie zachowanie rynków akcji, jest moim zdaniem wyraźnym potwierdzeniem siły i znaczenia głównego trendu wzrostowego, z jakim mamy do czynienia od ponad dwóch lat. Biorąc to pod uwagę i obserwując dane, zarówno z sektora przedsiębiorstw, jak i zagregowane dane gospodarcze dla poszczególnych państw, nie zakładam, aby ten pozytywny trend miał się szybko zakończyć. Idąc za ciosem, uważam, że każdy spadek na rynku akcji powinien być traktowany jedynie jako korekta w głównym trendzie wzrostowym i wykorzystywany do akumulacji akcji w oczekiwaniu na zmaterializowanie się nowych szczytów w przeciągu kolejnych miesięcy. W końcu taka jest właśnie definicja trendu wzrostowego (coraz wyższe szczyty i dołki).

Z tego punktu widzenia, kilkumiesięczna korekta, w której moim zdaniem znajdują się (od końca lutego), główne światowe indeksy, nie jest czymś, co może zmienić wymowę podstawowego trendu.

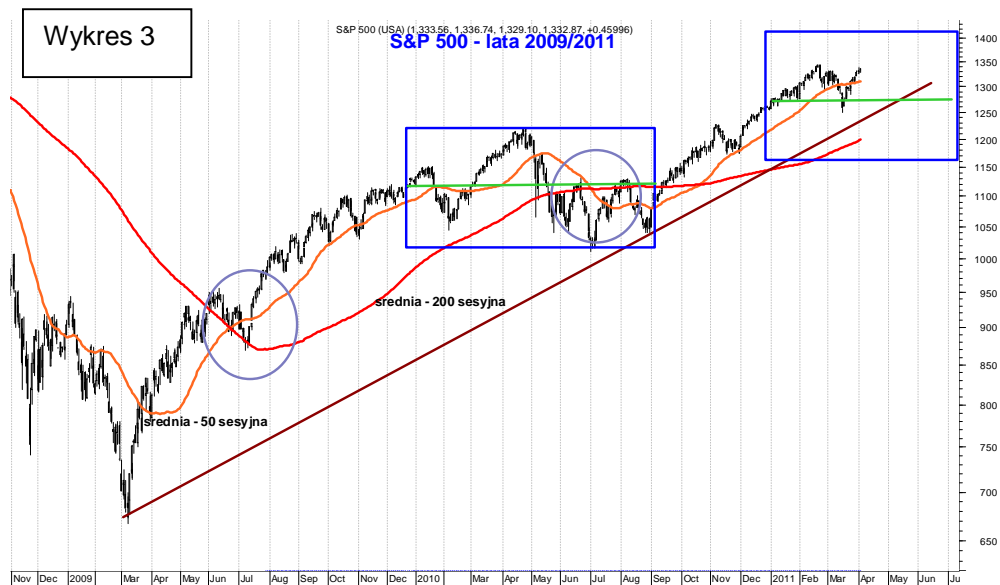
Wręcz przeciwnie, dłuższy niż kilka dni przystanek we wzrostach gwarantuje, że koniunktura giełdowa nie przybierze formy bańki, która pęka zazwyczaj prędzej niż później, wydłużając oczekiwanie na ustanawianie nowych szczytów raczej o kilka lat niż miesięcy. Z tej perspektywy, najbliższe miesiące wydają się dobrym momentem do wejścia głównych indeksów giełdowych w fazę bocznej konsolidacji lub korekty, która zgodnie z pokazaną w poprzednim komentarzu miesięcznym, analogią może przybrać postać trendu bocznego o dość dużej zmienności, ale w gruncie rzeczy niewielkim znaczeniu dla wartości portfela przeciętnego inwestora.

Ponieważ, preferowane przeze mnie porównanie obecnej sytuacji indeksu S&P500 do formacji korekcyjnej, jaka miała miejsce w pierwszych miesiącach 2005 roku, wydaje się dobrze współgrać z zachowaniem amerykańskiego rynku akcji w ostatnich kilku tygodniach, pozostając przy prognozie dla tego indeksu, będącej odzwierciedleniem powyższego scenariusza (wykres nr 2).



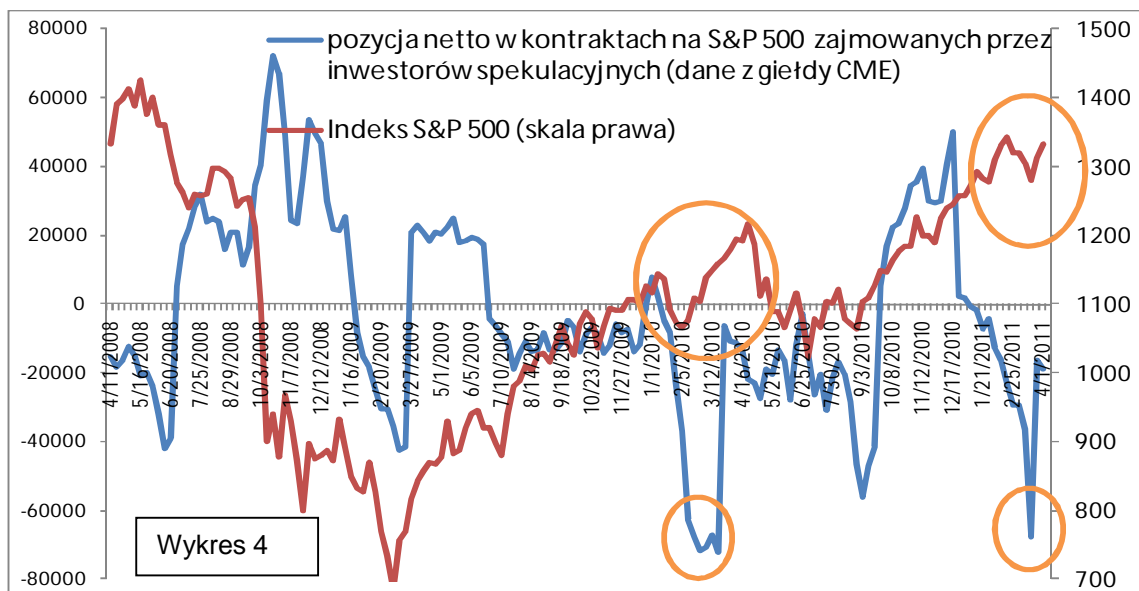
Podchodząc literalnie do możliwego przebiegu najważniejszego światowego indeksu akcji, zakładam, że obecna fala wzrostów może wynieść indeks S&P500 na poziom 1400 punktów w ciągu zaledwie kilku tygodni. Ustanowienie nowego szczytu ostatniej hossy, podobnie jak to miało miejsce w kwietniu ubiegłego roku, nie uchroni inwestorów od przeżycia majowo - czerwcowego rozczarowania, podczas którego indeks może zanotować ponad 10% stratę, spadając w okolice 1200 punktów. Jednak, już w lipcu amerykańscy inwestorzy powinni odrobić znaczną część strat i powrócić w okolice dzisiejszych poziomów indeksu.

Porównanie z kwietniem 2010 roku nie jest zresztą przypadkowe. W moim scenariuszu na rok 2011, który przedstawialiśmy 3 miesiące temu zakładałem, że pierwsza połowa bieżącego roku będzie mniej łaskawa dla inwestorów giełdowych niż druga, chociaż główna faza korekty miała się odbyć już w pierwszym kwartale. W dalszym ciągu obstaję przy założeniu, że druga połowa roku będzie charakteryzowała się wyższą stopą zwrotu niż pierwsza. Taki scenariusz implikuje wystąpienie korekty w drugim kwartale. Tym samym obraz pierwszych 6 miesięcy 2011 roku może być luźną powtórką z pierwszej połowy ubiegłego roku, co zdeterminuje takie podobieństwo dla całego roku (wykres nr 3).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

W pewnym stopniu, sensowność zastosowania analogii do wiosennej „hosso-bessy” z 2010 roku, potwierdza ostatnie zachowanie się inwestorów „spekulujących” na rynku kontraktów terminowych na amerykański indeks S&P500. Ich paniczne skrócenie pozycji w reakcji na nagłą przecenę z pierwszej połowy marca i widoczna ostatnio pogoń w celu zamknięcia tych krótkich pozycji, przypomina podobną historię z nagłą przeceną na przełomie stycznia i lutego 2010 roku oraz z silnym odreagowaniem rynku w pierwszych tygodniach ubiegłorocznej wiosny (wykres nr 4).

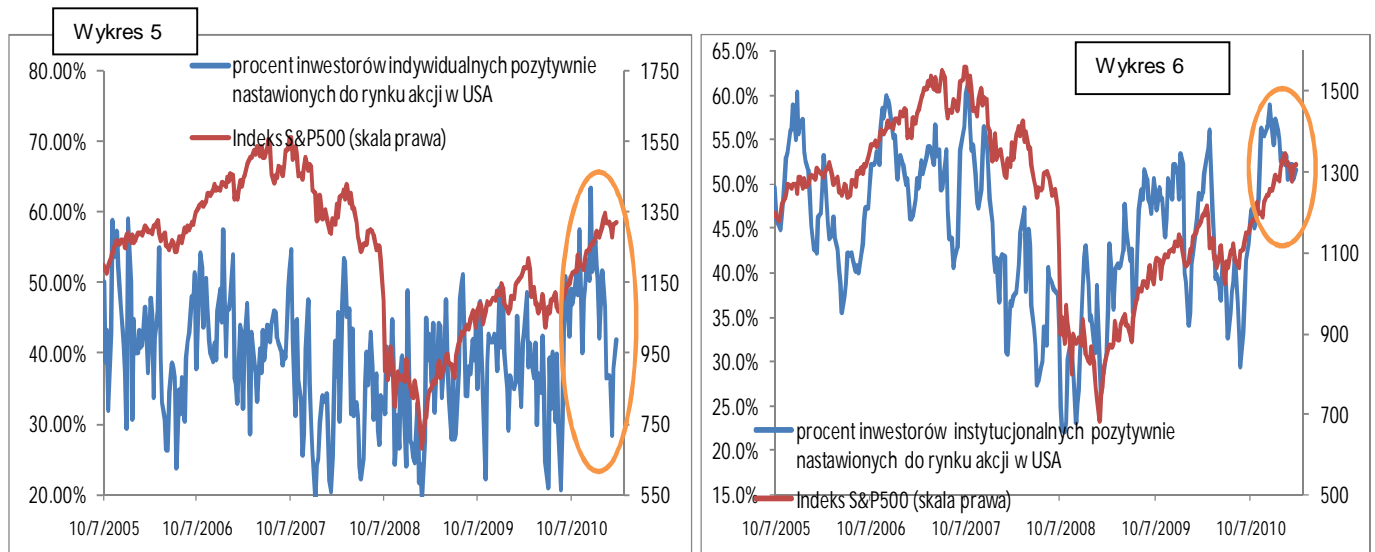


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

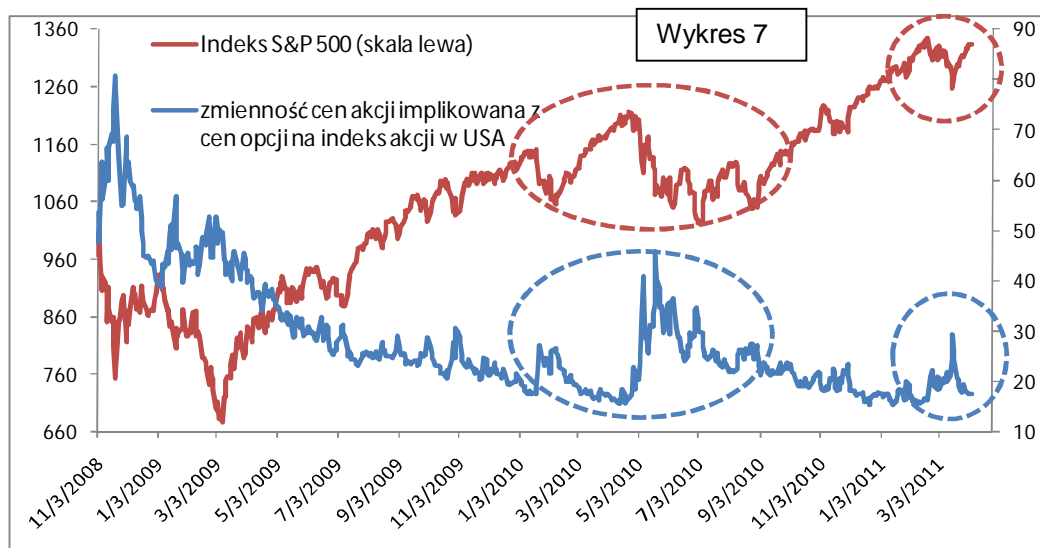
Również niejednoznaczność sygnałów płynących ze wskaźników sentymentu wyliczanych wśród indywidualnych i instytucjonalnych inwestorów w USA, niesie ze sobą potwierdzenie przyjętych przeze mnie założeń, co do dalszego kształtowania się trendów na światowych giełdach.

Zanotowany ostatnio drastyczny spadek liczby „byków” wśród indywidualnych graczy może wspierać przekonanie o tym, że ostatnie wzrosty wyniosą indeks S&P500 do 1400 punktów, jeszcze w kwietniu (wykres nr 5).

Natomiast, wciąż duży odsetek zarządzających w instytucjach finansowych pozytywnie nastawionych do koniunktury na rynku akcji, sugeruje, że dołek marcowej przeceny nie był na tyle znaczący, żeby stać się początkiem dłuższego np. 4-6 miesięcznego trendu wzrostowego (wykres nr 6). Wydaje mi się, że dobry nastrój wśród inwestorów instytucjonalnych jest zbyt wysoki, żeby starczyło miejsca na dłuższą niż 6-8 tygodniową zwyżkę rynku.

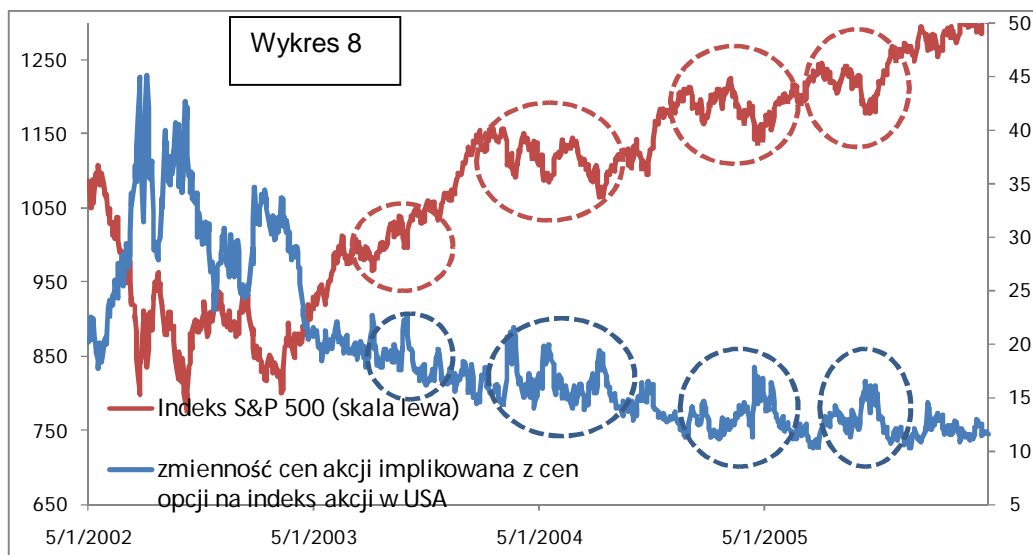


Również ostatni wyskok wskaźników pokazujących zmienność, a tym samym pewną nerwowość na rynkach światowych, może sugerować, że znaleźliśmy się w centrum nieco poważniejszej fazy korekcyjnej niż np. krótki i prawie niezauważalny spadek z listopada ubiegłego roku. Podobnie jak w marcu i kwietniu 2010 roku, może się okazać, że wyciszenie zmienności w czasie ostatnich wzrostów jest jedynie „ciszą przed burzą”, która nadejdzie za kilka tygodni i sprowadzi indeksy lekko poniżej marcowych dołków (wykres nr 7).



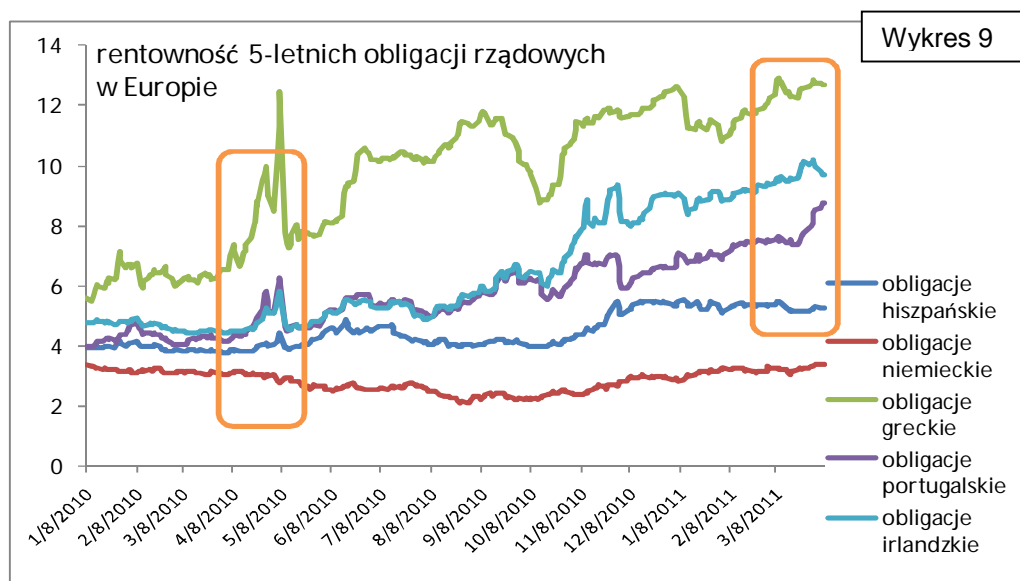
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Zresztą w czasie hossy lat 2004-2006, okresowy wzrost zmienności występujący wraz z korektami rynkowymi był rzeczą zupełnie naturalną i zazwyczaj trwał on zdecydowanie dłużej niż marcowy skok ryzyka inwestycyjnego (wykres nr 8).

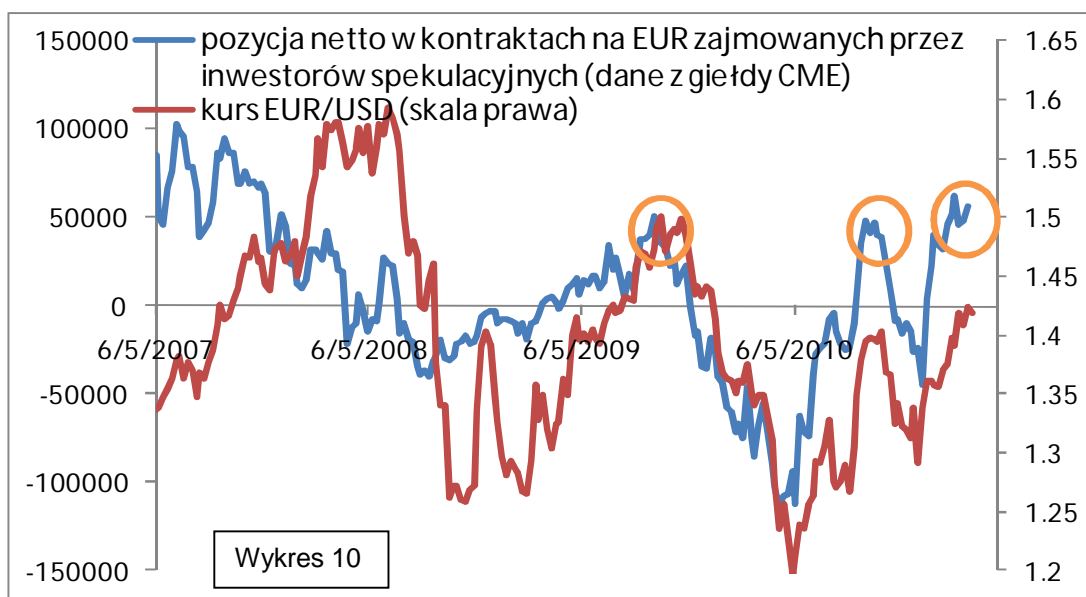


Ponieważ, każdy spadek rynku powinien znaleźć swoje usprawiedliwienie w tzw. fundamentach, również zakładana przeze mnie majowo – czerwcowa korekta zasługuje na poważne potraktowanie i poszukanie dla niej teoretycznego uzasadnienia.

Najprościej jest odgrzać „starą jak świat” historię bankrutujących państw peryferyjnych w Strefie Euro, której najnowszą bohaterką stała się Portugalia. Jej obligacje zanotowały w ostatnich dniach dramatyczny skok rentowności, zbliżając się niebezpiecznie do poziomów, na których znalazły się Grecja i Irlandia (wykres nr 9). Zgodnie z informacjami z czwartku (7 kwietnia) rząd Portugalii poprosi o pomoc Unię Europejską, co może rozbroić częściowo tą bombę, ale w kolejce do kolejnych ataków spekulacyjnych stoją Hiszpania i Włochy.

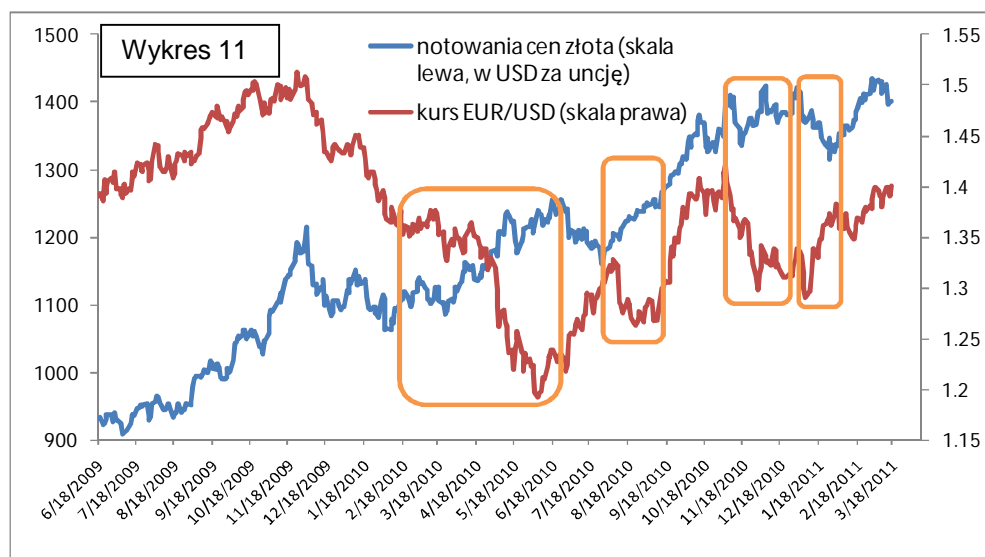


Z tego właśnie lub dowolnie innego powodu zadziwiająco mocna ostatnio wspólnotowa waluta może wreszcie paść ofiarą własnej siły, która wpłynęła na zanotowanie rekordowo wysokiego poziomu długich pozycji zajętych przez inwestorów w tej walucie. Oczywiście bezpośrednią konsekwencją osłabienia Euro będzie umocnienie się kolejnej, najgorszej waluty świata, czyli amerykańskiego dolara. Takie są konsekwencje porównywania dwóch kiepskich środków wymiany, z których w gruncie rzeczy żadna nie zasługuje na to żeby być walutą rezerwową świata (wykres nr 10).



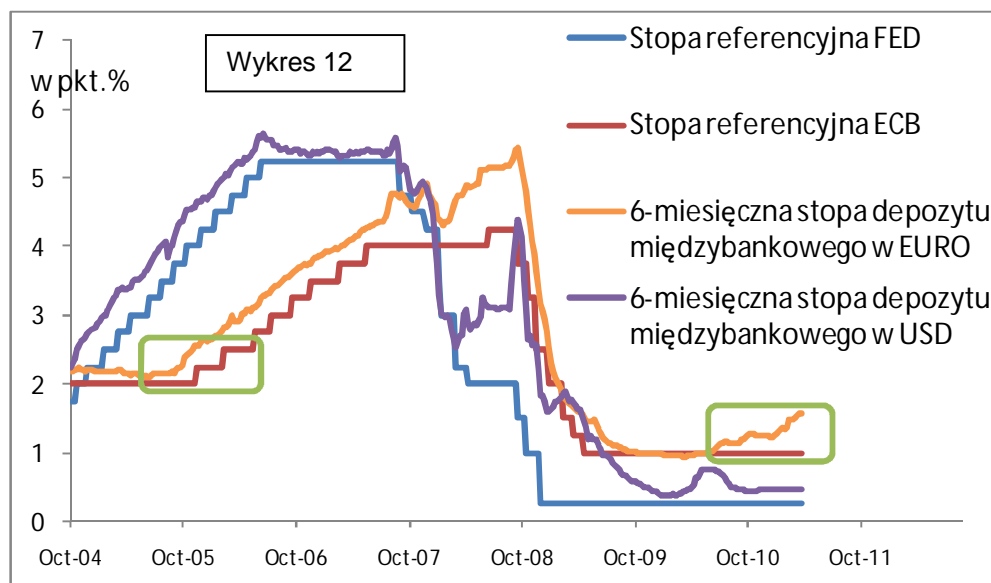
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

To chwilowe umocnienie dolara zapewne zbiegnie się z lekką korektą na rynku surowców, ale na co wskazuje coraz mniejsza zależność trendów panujących na złocie do zmian w parycie Euro-Dolar, amerykańska waluta może powoli przestać być wyznacznikiem trendów panujących na rynkach towarowych (przynajmniej w przeliczaniu na Euro) (wykres nr 11).



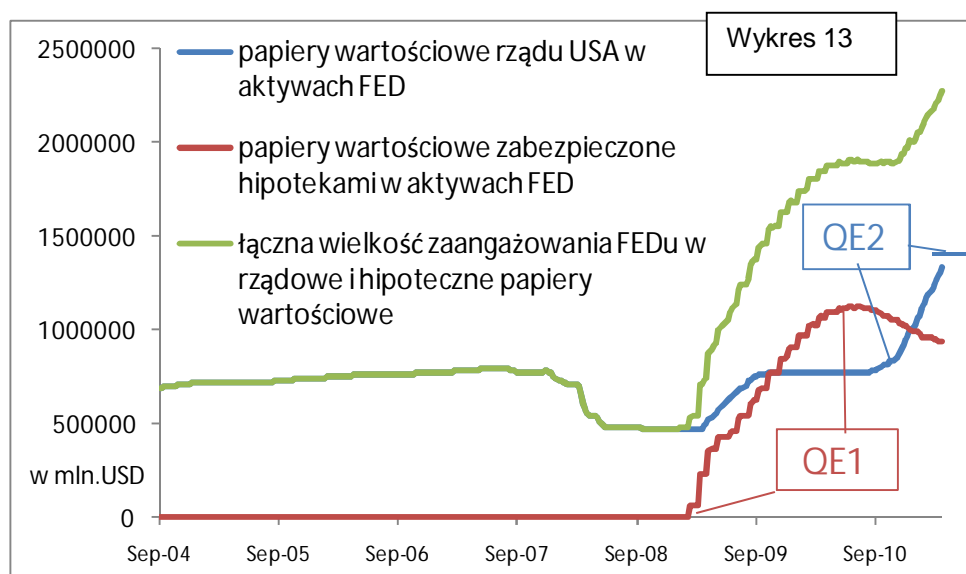
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Kolejnym usprawiedliwieniem dla ewentualnej korekty może być, modny ostatnio temat rychłego zakończenia polityki taniego pieniądza przez główne banki centralne, w obliczu narastającej presji inflacyjnej. O ile w Europie działanie ECB można uznać za przesądzone, gdyż sam rynek podwyższył krótkoterminowe stopy, co zawsze prowadziło do analogicznej reakcji banku centralnego, tak w USA uczestnicy rynku nie są już tak skłonni do wyprzedzania działań FEDu (wykres nr 12).



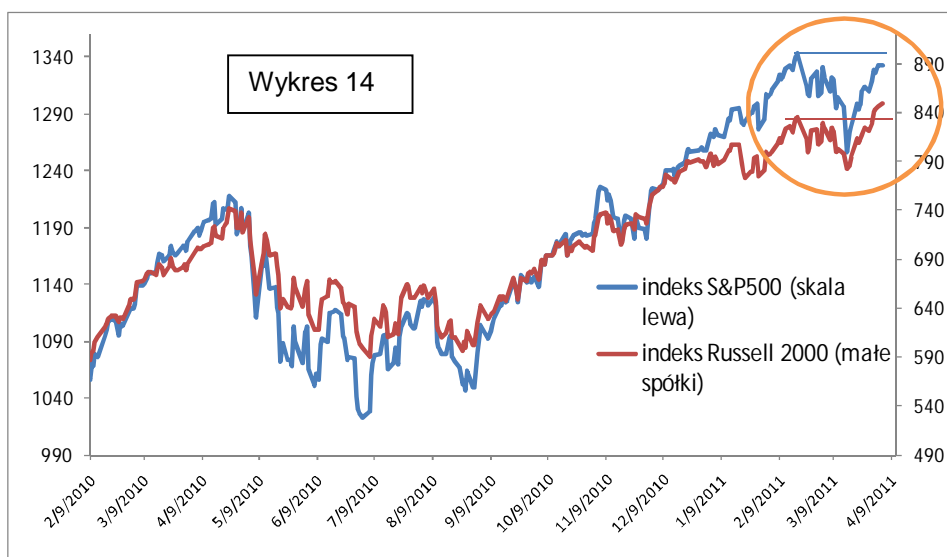
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Amerykańscy inwestorzy i decydenci z Fedu mają za to większy orzech do zgryzienia. Co zrobić z kończącym się właśnie programem dodruku pustego pieniądza dokonywanego w formie skupu obligacji rządowych, a nazwanego dla lepszego efektu „quantitative easing” nr 2? Biorąc pod uwagę, że z zapowiadanych 600 mld. USD zakupiono już ponad 500 mld. USD, a kilku prominentnych przedstawicieli Fedu głośno zastanawia się nad sensownością kontynuowania tego proceduru, dyskontowanie zakończenia QE2 może zacząć się dość szybko (wykres nr 13).



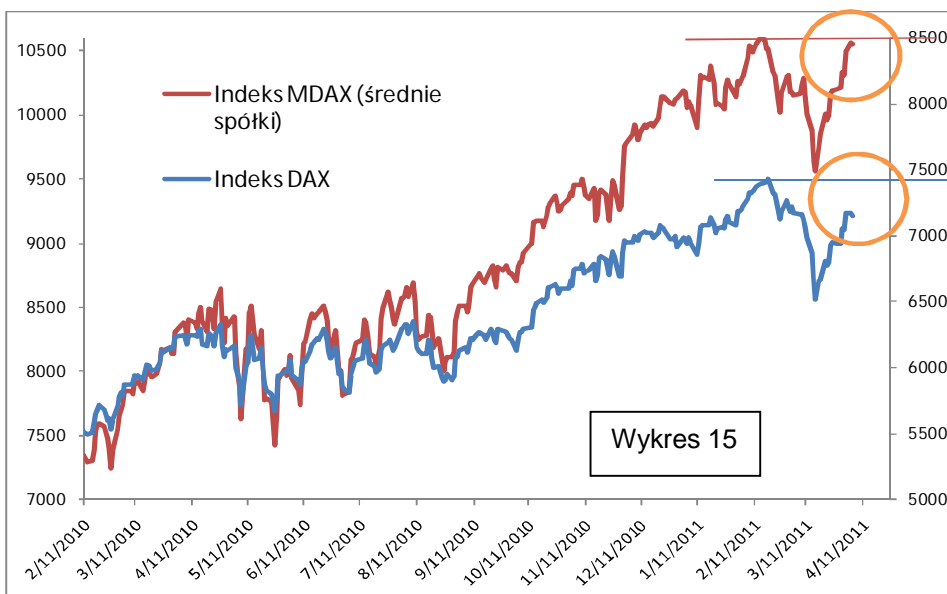
Jednak, żeby te wszystkie „minusy” nie przesłoniły nam „plusów” trzeba pamiętać, że zgodnie z przedstawionym na początku komentarza scenariuszem, kwiecień ma być jeszcze wzrostowy i wynieść S&P500 do poziomu 1400 punktów.

Jednym z czynników wspierających taką prognozę jest zachowanie się indeksu amerykańskich małych spółek, Russell 2000, który z gracją wybił się ostatnio na nowe szczyty hossy, przekraczając bez problemu lutowe poziomy. Wydaje się, że indeks największych spółek – S&P500 – ma dużą szansę powtórzyć ten wyczyn swojego odpowiednika w segmencie mniejszych firm (wykres nr 14).



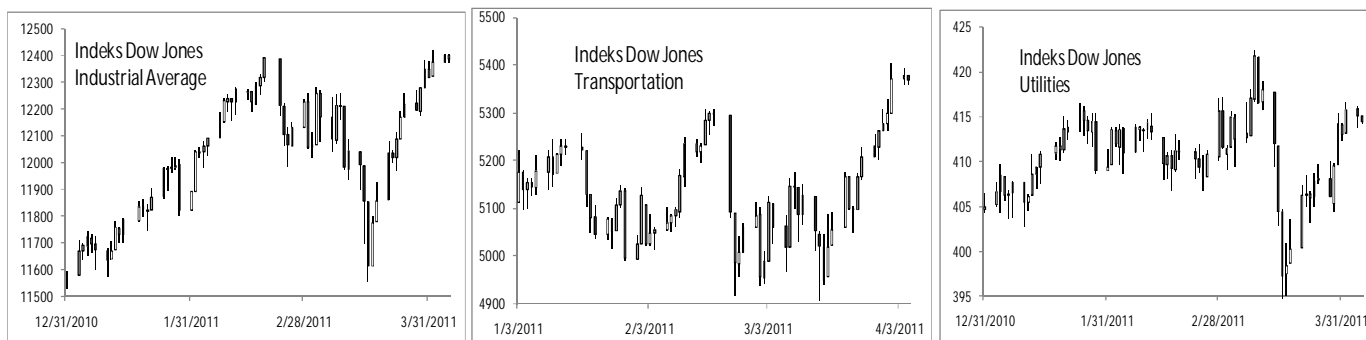
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podobna sytuacja zarysowuje się w przypadku niemieckiego indeksu średnich spółek MDAX, który walczy z lutowymi szczytami, dając tym samym dobry przykład głównemu indeksowi frankfurckiej giełdy (DAX) – (wykres nr 15).

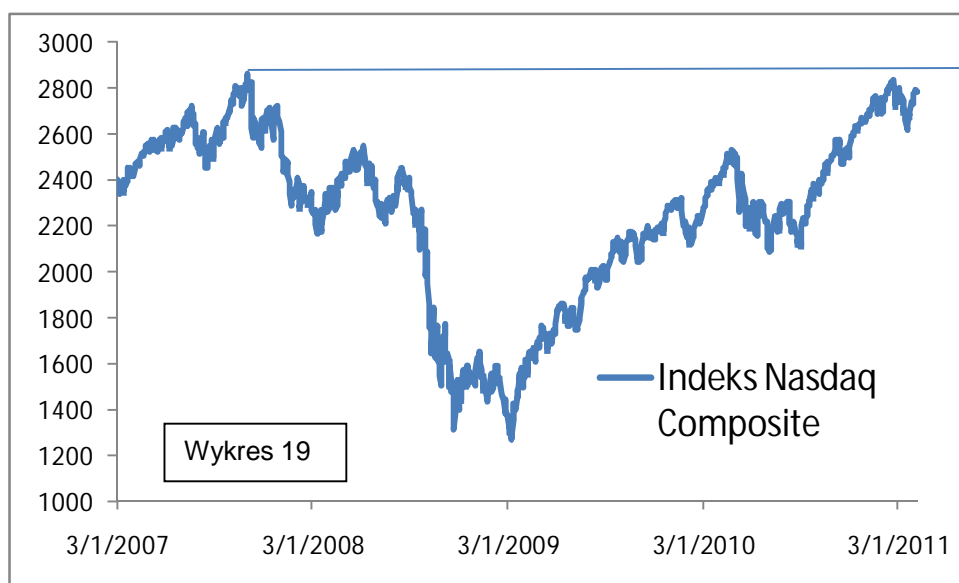


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Przywoływane czasami indeksy należące do rodziny Dow Jonesa (przemysłowy, transportowy i użyteczności publicznej) również pokazują siłę trendu wzrostowego. Jednocześnie trudno jest w nich dostrzec jednoznaczne sygnały występowania negatywnych dywergencji, co często jest stawiane za oznakę nadchodzącej zmiany trendu (wykresy nr 16,17,18).



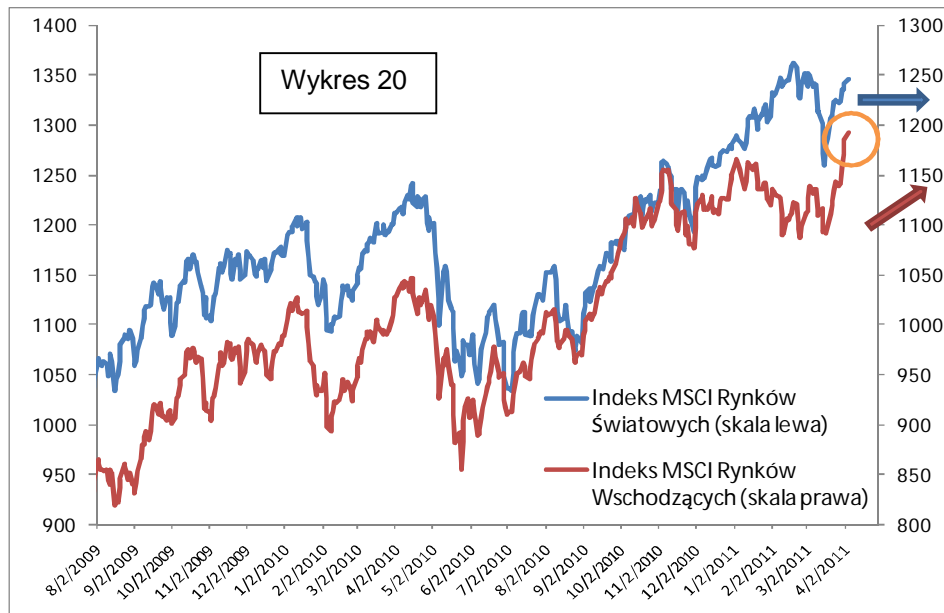
Bliskość szczytu z 2007 roku na indeksie NASDAQ stanowi niemalże zachętę do podjęcia przez rynek kolejnej próby przebicia się przez te opory. Wydaje mi się, że najbliższe tygodnie dają amerykańskiemu indeksowi spółek technologicznych doskonałą sposobność do ustanowienia rekordowych poziomów ostatniej dekady (wykres nr 19).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

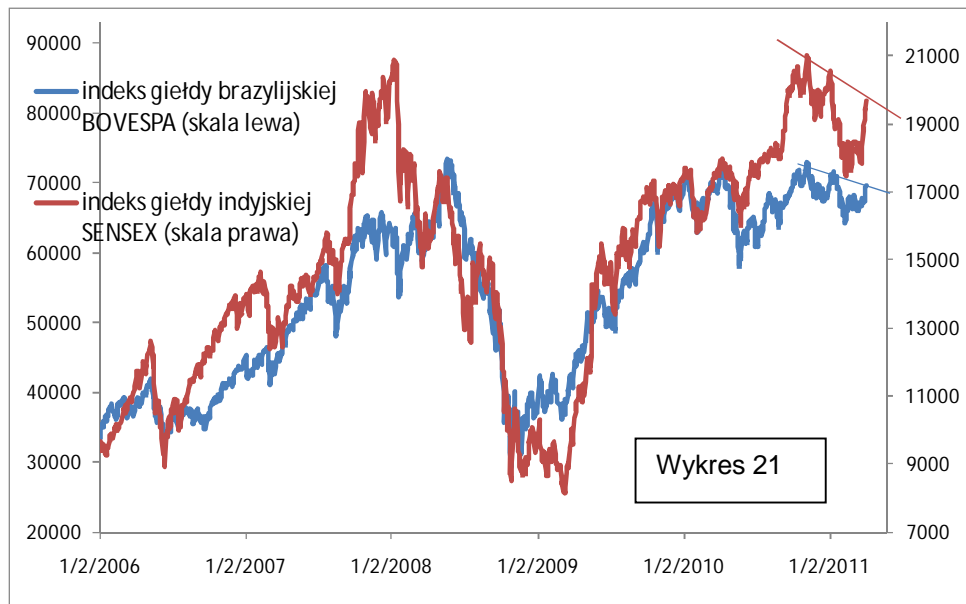
Analizując kondycję rynków finansowych w ostatnich tygodniach i oceniając prawdopodobieństwo kontynuowania kwietniowej hossy nie sposób pominąć zachowania się indeksów rynków wschodzących, które pomimo widocznej na przełomie roku słabości, zdołały otrząsnąć się z chwilowej niedyspozycji i powrócić na należne im miejsce - z przodu pelotonu.

Wyraźne wybicie się indeksu MSCI Rynków Wschodzących na nowe szczyty hossy, po okresie kilkumiesięcznej konsolidacji, jest jednoznacznym sygnałem dla głównych światowych indeksów do przeprowadzenia podobnej operacji - przebicia lutych poziomów (wykres nr 20).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Główne giełdy z rynków wschodzących, które były źródłem niedawnej słabości stają się ponownie elementem wspierającym pozytywne nastawienie do emerging markets, na dłużej niż tylko kilka najbliższych tygodni. Zarówno BOVESPA, jak i SENSEX zaczęły wyglądać tak jakby korekta trwająca na tych indeksach od października ubiegłego roku zakończyła się już w marcu, a obecna fala wzrostów mogła wynieść oba te rynki na nowe historyczne szczyty (wykres nr 21).



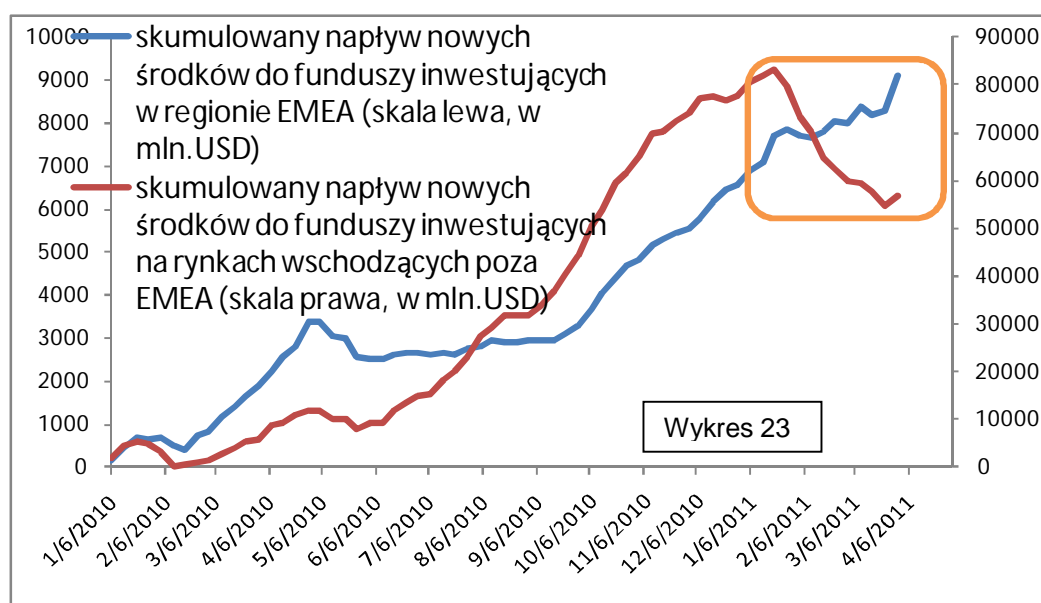
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Ostatnie pół roku sprawiło, że prawdziwym bohaterem wśród rynków wschodzących stała się Rosja, która w pełni wykorzystała ostatnią falę hossy na ropie naftowej i kilku innych surowcach.

Zresztą wydaje mi się, że wyraźna siła rosyjskich spółek w stosunku do pozostałych giełd emerging markets, jest dopiero początkiem w dłuższym trendzie powrotu tego kraju na szczyty zainteresowania inwestorów (wykres nr 22).

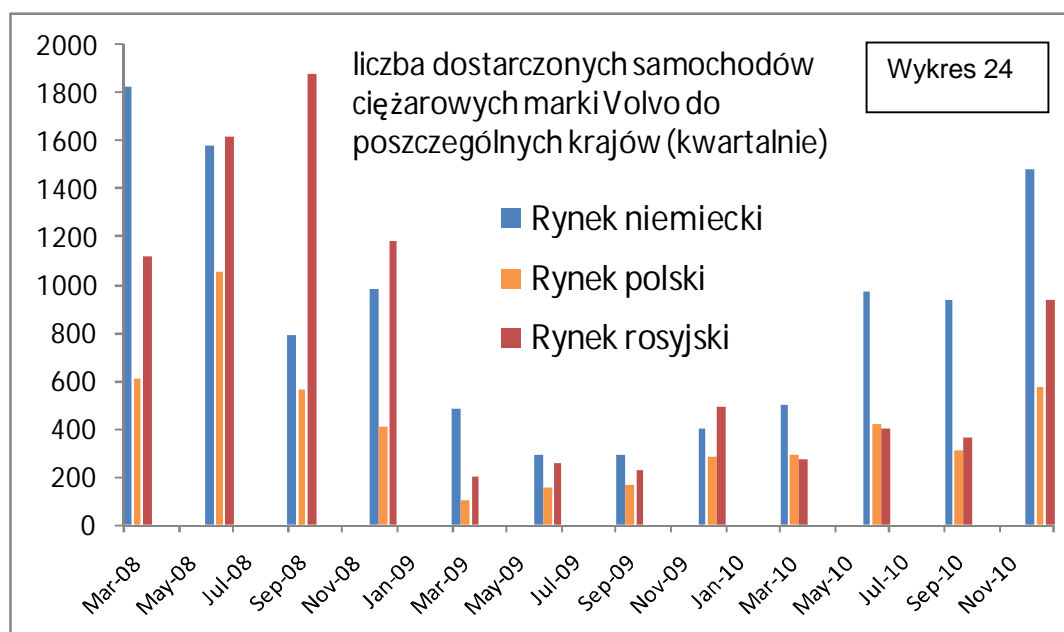


O tym, że nie jest to bezpodstawną koncepcją, może świadczyć znaczący napływ nowych środków do zagranicznych funduszy inwestycyjnych dedykowanych do naszego regionu (EMEA), który w większości został zaanektowany właśnie na rzecz inwestycji w Rosji (wykres nr 23). Wystarczy wspomnieć, że w pierwszym kwartale z funduszy inwestujących na rynkach wschodzących w Azji i Ameryce Łacińskiej odpłynęło 21 mld USD, podczas gdy region EMEA (min. Europa Wschodnia oraz RPA) cieszył się napływem rzędu 2.5 mld USD, z czego do Emerging Europe napłynęło 3,1 mld USD (a do samej Rosji 3,4 mld USD).



Źródło: EPFR, obliczenia własne

Oczywiście, Rosja w przeciwieństwie do Indii, Chin czy Brazylii to wciąż dość jednostronny temat związany z rynkiem surowców, w szczególności ropy naftowej. Jednak, jak pokazały to lata 2007-2008, wysokie ceny ropy i odpowiednia polityka rządu w wykorzystaniu przychodów z tytułu jej eksportu, może spowodować „rozlanie się” petrodolarowej hossy na całą rosyjską gospodarkę. W pierwszej kolejności pieniądze powinny być kierowane na inwestycje infrastrukturalne, transportowe i budowlane. Tak było 3-4 lata temu i tak będzie obecnie, o ile rosyjskiego snu o potęgę nie zniweczy kolejny krach na rynku surowców i credit crunch w systemie bankowym. Wykluczając powtórkę z krachu 2008 roku, wydaje mi się, że widoczna z kwartału na kwartał wyraźna poprawa w rosyjskiej gospodarce, czego przejawem jest np. dynamiczny wzrost importu samochodów dostawczych marki Volvo, spowoduje stały wzrost zainteresowania inwestorów zachodnich naszą częścią Europy (wykres nr 24). Na tym trendzie powinny zyskać zarówno nasze firmy sprzedające w Rosji swoje produkty, jak i polski rynek akcji, który może uszczknąć trochę z kapitału, który napływa właśnie na rosyjski parkiet.

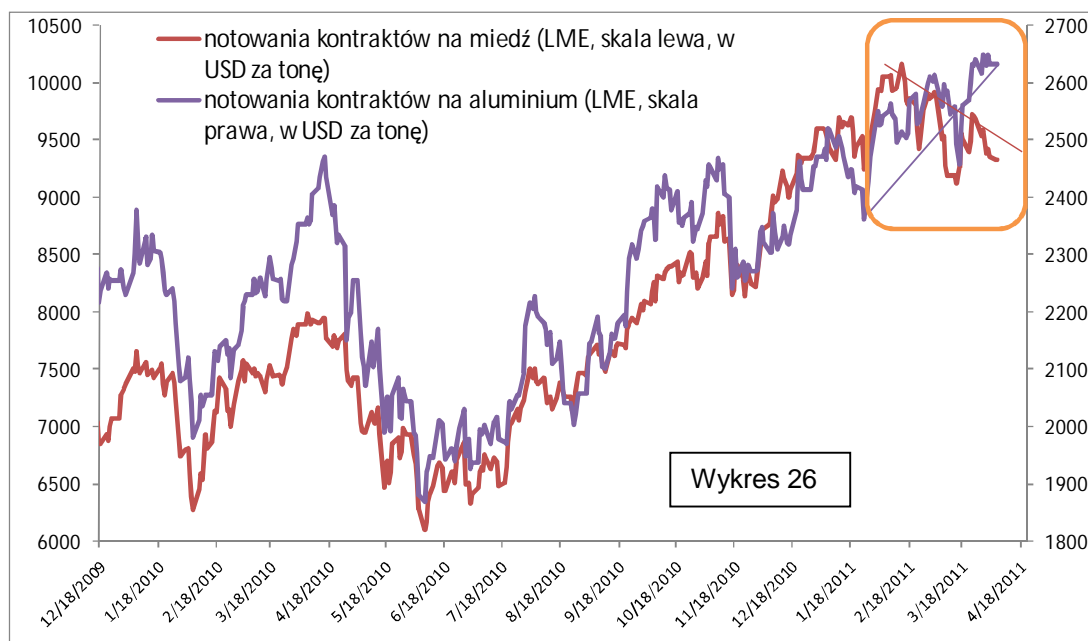
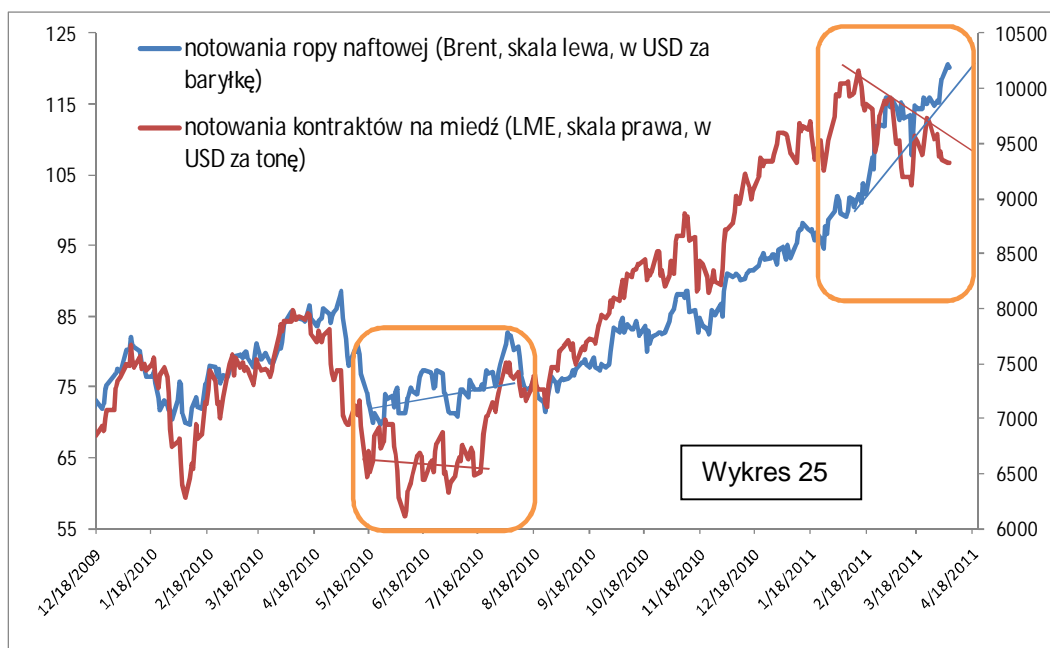


Źródło: Volvo, obliczenia własne

Kolejnym elementem, który może wspomóc kwietniowe wzrosty na rynkach kapitałowych jest trend panujący na rynku surowców przemysłowych.

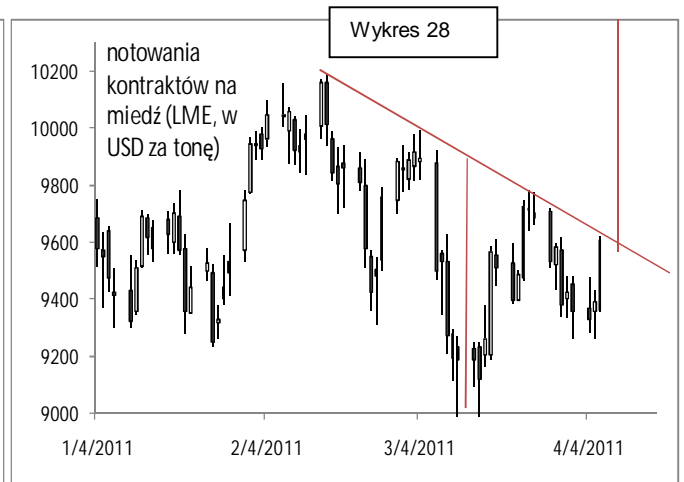
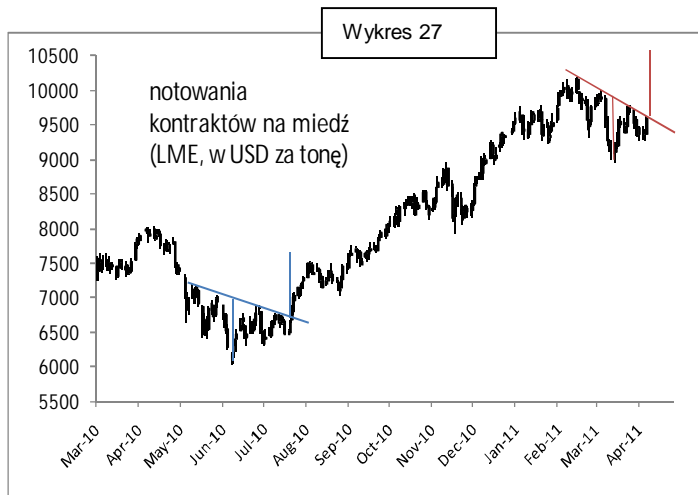
Wyraźna od prawie dwóch miesięcy słabość cen miedzi, w stosunku do ropy naftowej czy aluminium, wynika raczej z wcześniejszych bardzo dynamicznych wzrostów tego surowca, który jako pierwszy z przemysłowej grupy towarowej przebił swoje historyczne szczyty z 2008 roku, niż z fundamentalnej zmiany długoterminowego trendu na cenach miedzi.

Dlatego, wydaje mi się, że jest większa szansa na to, że to kurs miedzi dostosuje się do miejsca, w którym znalazły się ropa i aluminium, rosnąc do nowych szczytów, a nie odwrotnie (wykresy nr 25 i 26).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Tym bardziej, że techniczny obraz cen miedzi, który zmienia się jak w kalejdoskopie, może obecnie wskazywać na wypracowanie dość pozytywnego sygnału i formacji, która przypomina część korekty na cenach miedzi z połowy ubiegłego roku. Wybicie z tamtej konsolidacji oznaczało otwartą drogę na szczyty. Tym razem może być podobnie, przynajmniej w przeciągu kilku najbliższych tygodni (wykresy nr 27 i 28).



Biorąc pod uwagę wszystkie te czynniki, zarówno wspierające rynki w najbliższych tygodniach, jak i sugerujące korektę na głównych światowych indeksach w drugiej połowie obecnego kwartału, pokusiliśmy się o stworzenie kwartalnej prognozy dla polskiego rynku akcji (prognoza z 31 marca).

Zgodnie z tradycją przedstawiamy trzy alternatywne scenariusze wykorzystując indeks WIG20 jako reprezentanta polskiej giełdy.

W scenariuszu bazowym (B), do którego przykładamy największe prawdopodobieństwo spełnienia, zakładamy kwietniowy atak na poziom 3000 punktów, który jednak nie zakończy się niepowodzeniem, o czym inwestorzy przekonają się już w maju. W tym samym czasie S&P500 podejdzie pod opór na poziomie 1400 punktów i odpadnie od niego rozpoczynając kolejną fazę w dłuższej formacji korekcyjnej, która rozpoczęła się w lutym bieżącego roku (wykres nr 29).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

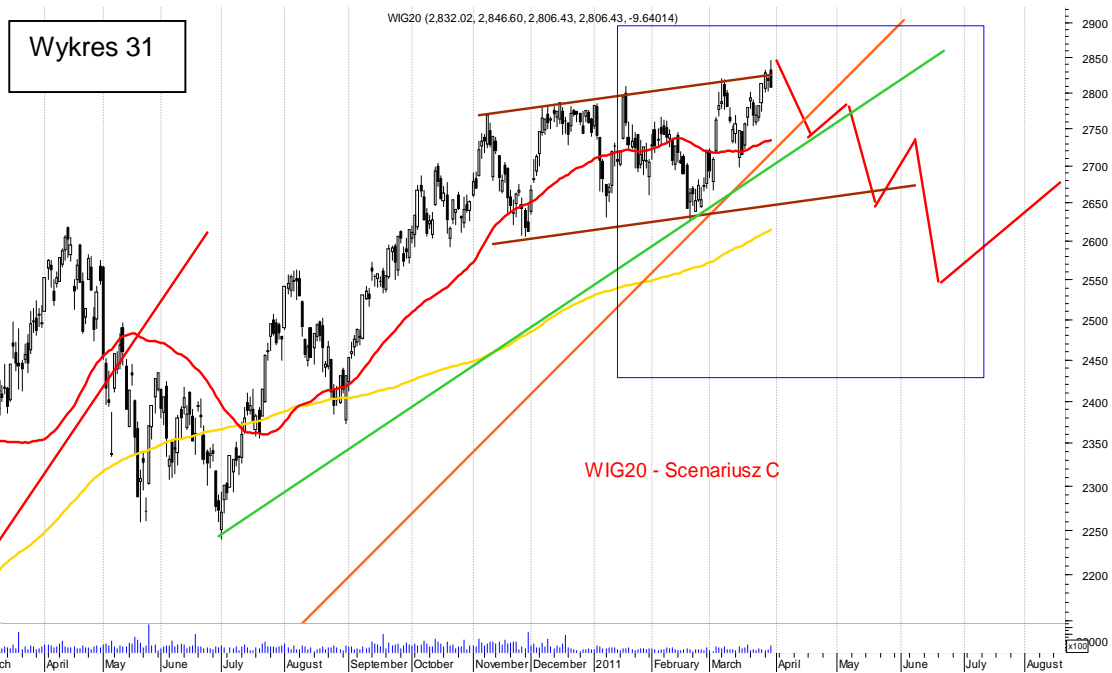
Majowe spadki spowodują zejście indeksu poniżej dwuletniej linii trendu wzrostowego, co zmrozi dobry nastrój wśród inwestorów, a kolejna fala przeceny w czerwcu i powrót do środka magicznego przedziału 2600-2800 punktów, spowoduje, że giełdowi optymiści staną się gatunkiem zagrożonym. To będzie odpowiedni moment do zakończenia korekty 10-miesięcznych wzrostów i do wejścia rynku w drugą, bardziej łaskawą dla inwestorów, połowę roku. W dalszym ciągu podtrzymujemy prognozę uzyskania przez WIG20 poziomu 3150 punktów na koniec bieżącego roku.

W przypadku scenariusza bardziej optymistycznego (A), który stawiamy na drugim planie, w obecnym kwartale przebieg WIGu20 staje się w pewnym stopniu odpowiednikiem trendu bocznego, z którym borykaliśmy się w ostatnich kilku miesiącach. Zasadniczą różnicą jest oczywiście wyższy poziom, na którym zastępnie nasza giełda, poruszając się w zakresie 2800-3000 punktów (wykres nr 30). Zarówno w scenariuszu B, jak i A wyraźne wybiecie rynku ponad poziom 3000 punktów następuje dopiero w drugiej połowie roku.



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Scenariusz pesymistyczny (C), może wyglądać z obecnej perspektywy jak armagedon i nie jest na pewno naszym faworytem. W momencie tworzenia (31 marca), zakładał on fałszywość wybiecia indeksu WIG20 z poziomu 2800 punktów. Kolejne miesiące miały być odpowiednikiem drastycznej przeceny z maja-czerwca 2010 roku i stanowić ostatnią, najmocniejszą falę spadków w 6-miesięcznej korekcie, która niwelowała dużą część półrocznych wzrostów z 2010 roku (wykres nr 31).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

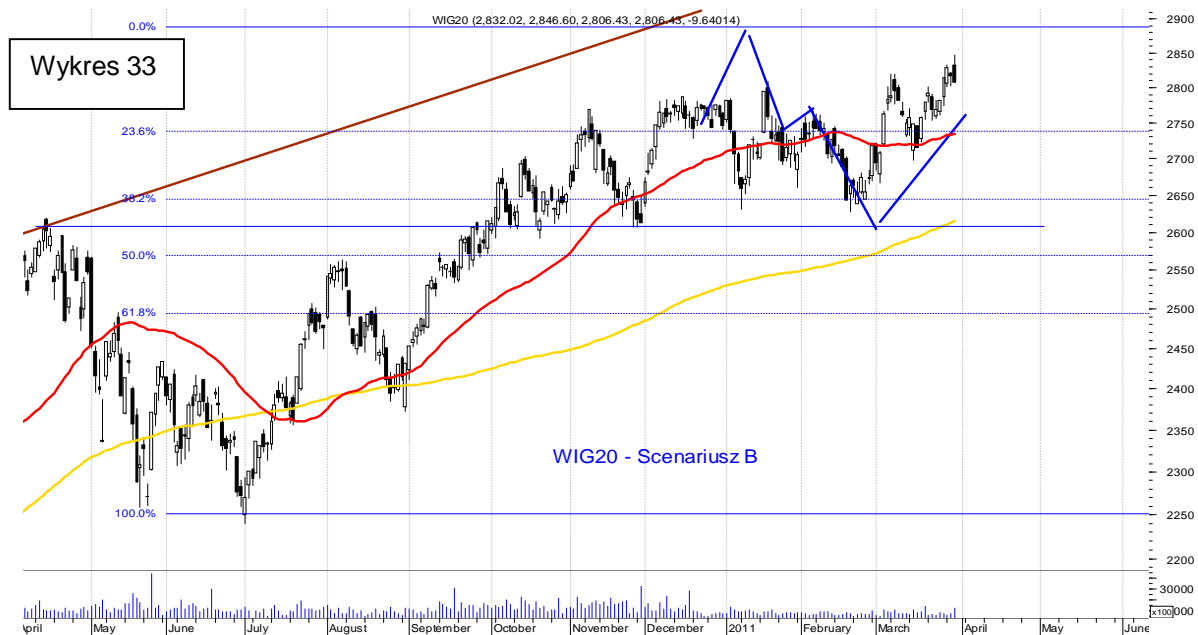
Ponieważ, jak do tej pory (czwartek, 7 kwietnia), rynek podąża ścieżką wyznaczoną dla scenariusza bazowego oraz optymistycznego, a pozostałe elementy naszej koncepcji, nie uległy zmianie, w dalszym ciągu uznajemy scenariusz B za najbardziej prawdopodobny (wykres nr 32).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Jako, że pokazywanie naszych prognoz kwartalnych stało się już pewną tradycją, czuję się w obowiązku przedstawić rezultat zderzenia naszych poprzednich szacunków z twardą rzeczywistością.

Poniżej prezentuję stworzone pod koniec grudnia 2010 roku prognozy (bazową i optymistyczną) dla indeksu WIG20 nałożone na faktyczny przebieg notowań giełdowych (wykresy nr 33 i 34).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne



Źródło: MetaStock, obliczenia własne



Investors

Przedstawiony komentarz rynkowy oraz prognozy stanowią wyraz poglądów Investors Fundusze Otwarte TFI S.A., przy czym Investors Fundusze Otwarte TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany opinii ze względu na dynamikę rynku bez konieczności powiadamiania. Investors Fundusze Otwarte 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 Fundusze Otwarte 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.fo.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).