

Wydawało się, że marcowe wydarzenia, z interwencją militarną w Libii oraz katastrofą w Japonii na czele, długo będą zaprzętać głowy inwestorom na całym świecie. Jednak, w czasie ostatnich kilku tygodni okazało się, że uczestnicy rynków musieli się zmierzyć z całą gamą innych tematów, które mogły wpłynąć na giełdowe trendy.

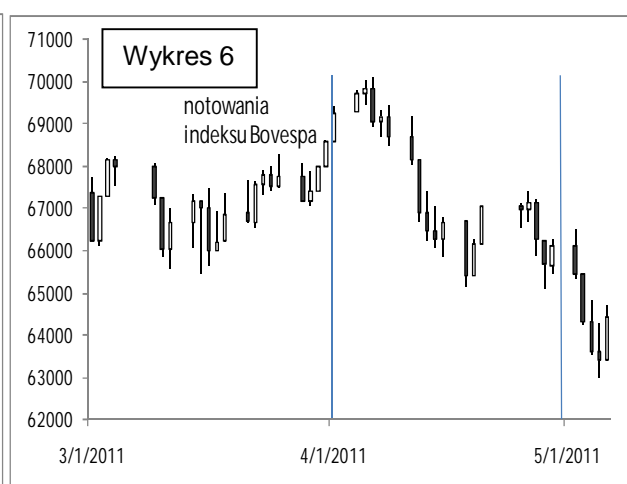
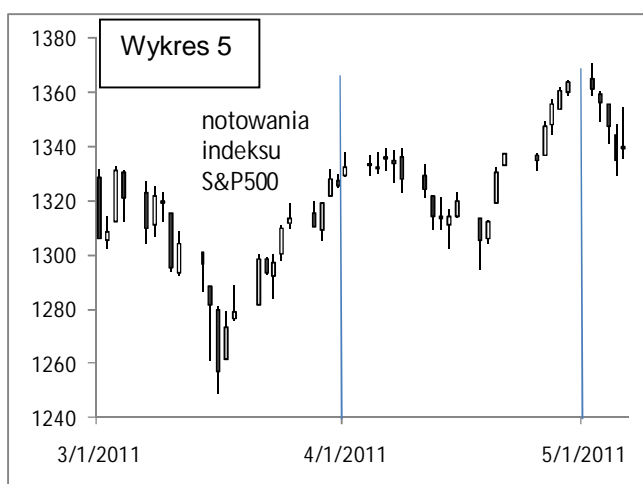
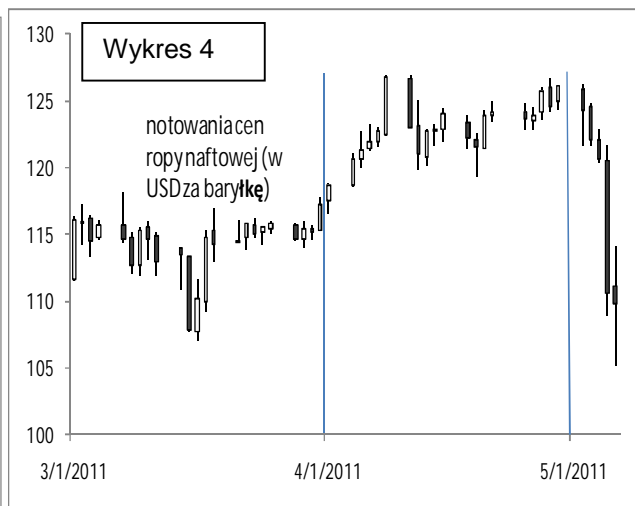
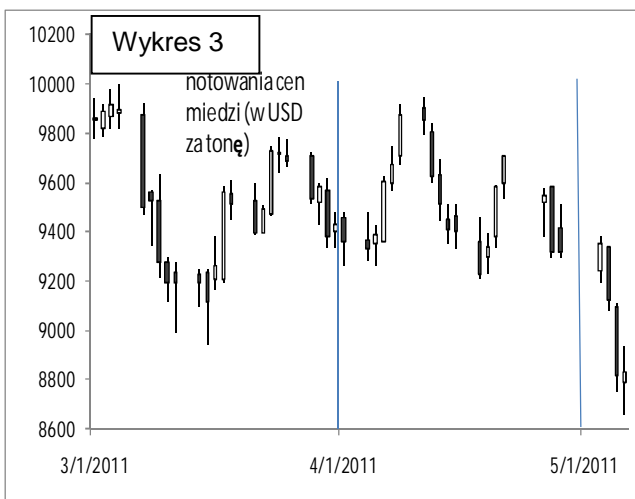
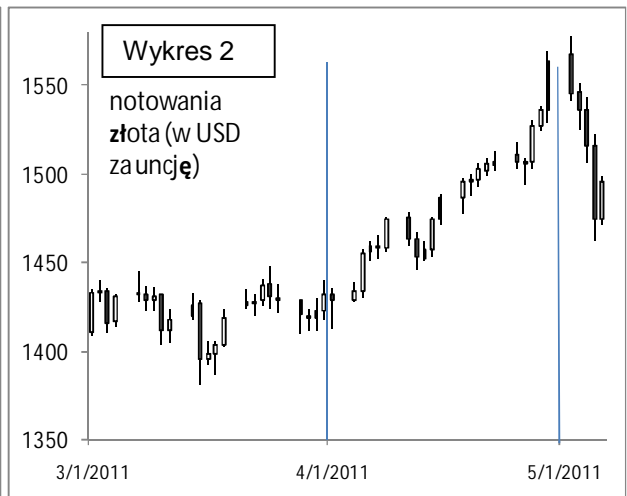
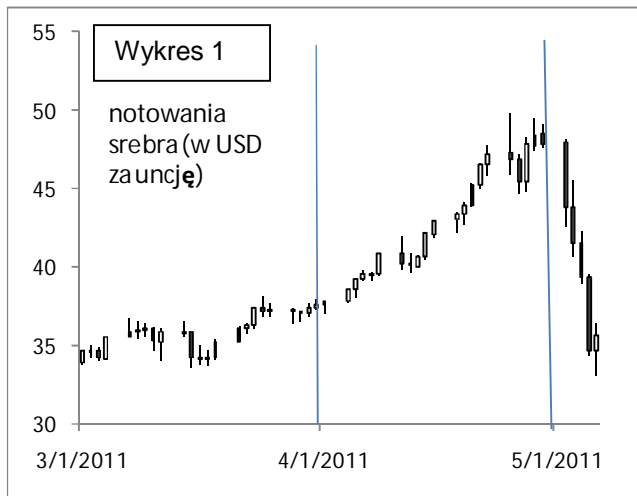
Greckie problemy zadłużeniowe znalazły się ponownie w centrum zainteresowania ze względu na plagę pogłosek o nieuchronnej restrukturyzacji długu lub nawet o wystąpieniu ze Strefy Euro. I chociaż obligacje państw peryferyjnych w Unii Europejskiej zaliczyły spektakularne spadki cen, to sama wspólnotowa waluta zachowywała się zadziwiająco silnie.

Była to zapewne konsekwencja słabości dolara amerykańskiego, któremu jedna z agencji ratingowych obniżyła perspektywę dla rynku długu do negatywnej. Jednak w przeciwieństwie do obligacji państw basenu Morza Śródziemnego, rentowność papierów rządu Stanów Zjednoczonych spadła, a ich cena wzrosła w reakcji na tak niepochlebną opinię. Również amerykański rynek akcji nie przejął się specjalnie takim obrotem sprawy. Negatywnych emocji starczyło zaledwie na jedną sesję. W drugiej połowie kwietnia nowojorski parkiet bił już kolejne rekordy hossy (wykres nr 5).

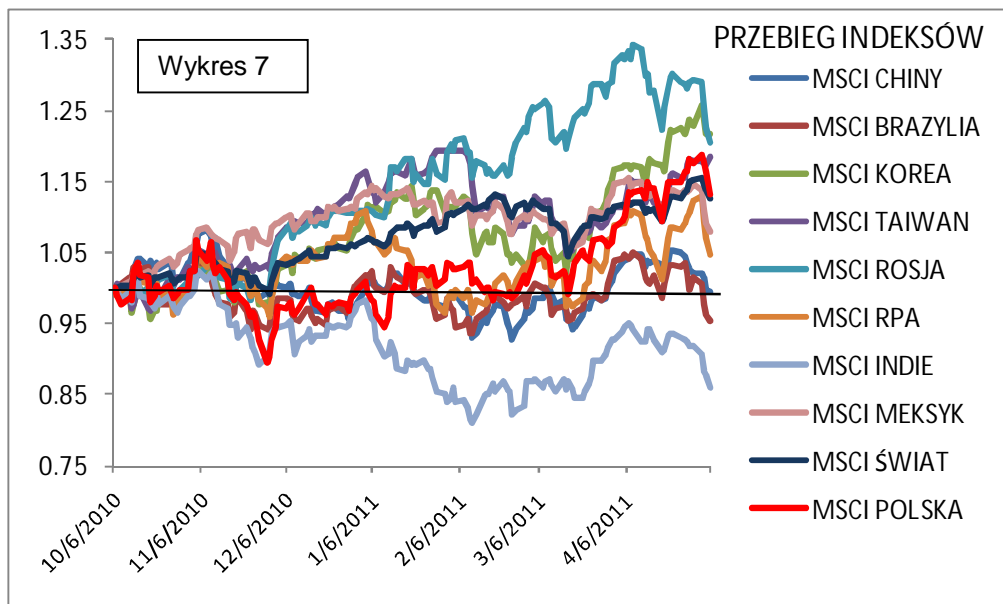
Podobnie zresztą jak notowania cen złota i srebra, które stało się, w tym roku, spekulacyjnym numerem jeden (wykresy nr 1 i 2). Ceny pozostałych surowców znalazły się w trendzie bocznym, choć o sporej zmienności, a ropa utrzymywała się na szczytach przez większość miesiąca (wykresy nr 3 i 4). W tym samym czasie te kraje emerging markets, które wcześniej były słabe ponownie weszły w stan korekcyjnej hibernacji. Słabość czołowych państw wśród rynków wschodzących, czyli Indii, Brazylii i Chin trwa już prawie pół roku i jak na razie nie ma jednoznacznego sygnału, że rynki te będą w stanie wyrwać się z obecnego marazmu w ciągu najbliższych kilku tygodni (wykresy nr 6 i 7).

Na tym tle, Polska jawi się jako ziemia obiecana będąc jednym z najlepszych rynków wschodzących w ciągu ostatnich dwóch miesięcy. W rankingu wygranych znaleźliśmy się tuż za Rosją, Koreą i Tajwanem. Oczywiście duża w tym zasługa umocnienia się naszej waluty w stosunku do dolara. Dlatego krajowi inwestorzy nie do końca chyba odczuwają siłę polskiego parkietu. Tym bardziej, że po męczącej konsolidacji, z jaką przyszło nam się borykać od października do marca, kwietniowe wybiecie się WIG20 ponad poziom 2800 punktów miało dać bardziej spektakularne efekty niż tylko, 100-130 punktowe odreagowanie.

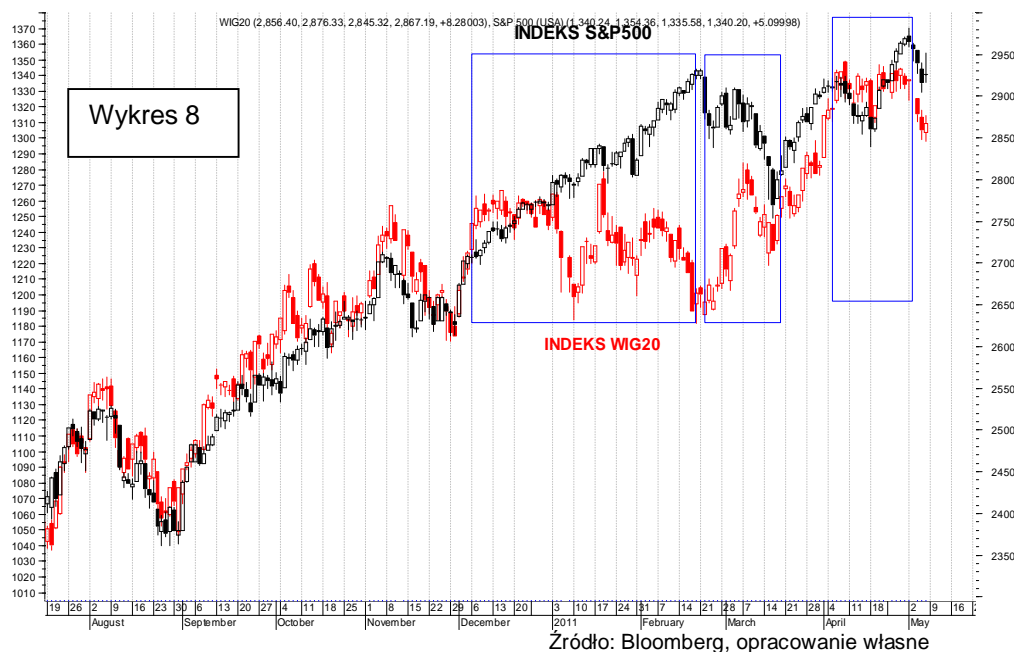
Jednak, jeszcze bardziej frustrujące jest zachowanie się naszego rynku w porównaniu z głównymi amerykańskimi indeksami (wykres nr 8). Już po raz trzeci, w ciągu ostatnich kilku miesięcy, pokazaliśmy Ameryce, że nie jesteśmy jakimś tam prowincjonalnym rynkiem i mamy własne zdanie, co do kierunku, w którym powinny podążać notowania giełdowe. W styczniu i lutym spadaliśmy, patrząc na rosnące indeksy zza oceanu, by w marcu rosnać, za nic mając sobie trwającą u nich korektę. Wreszcie w kwietniu uznaliśmy, że będziemy mądrzejsi od kury i nie będziemy bić kolejnych rekordów ostatniej hossy wraz z amerykańskimi inwestorami. Jak mogliśmy się przekonać w pierwszym tygodniu maja, polscy inwestorzy okazali się bardziej dalekowzroczni. Nagła korekta, z jaką mieliśmy do czynienia w ubiegłym tygodniu objęła praktycznie wszystkie aktywa finansowe oprócz obligacji USA i Niemiec.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne



Prawdę powiedziawszy taki obrót sprawy był zgoła inny od tego, jakiego oczekiwałem od rynków, w poniedziałek rano, 2 maja, kiedy to tematem numer jeden stała się nieprzypadkowa śmierć symbolu światowego terroryzmu. Nawet, jeżeli w pewnej perspektywie jest to wiadomość, która może mieć negatywne konsekwencje dla stabilności głównego trendu wzrostowego, ponownie wprowadzając zapomniany już nieco temat i związane z nim zagrożenia, to kilka dni wzrostów na nowojorskim parkiecie można by uznać za usprawiedliwione.

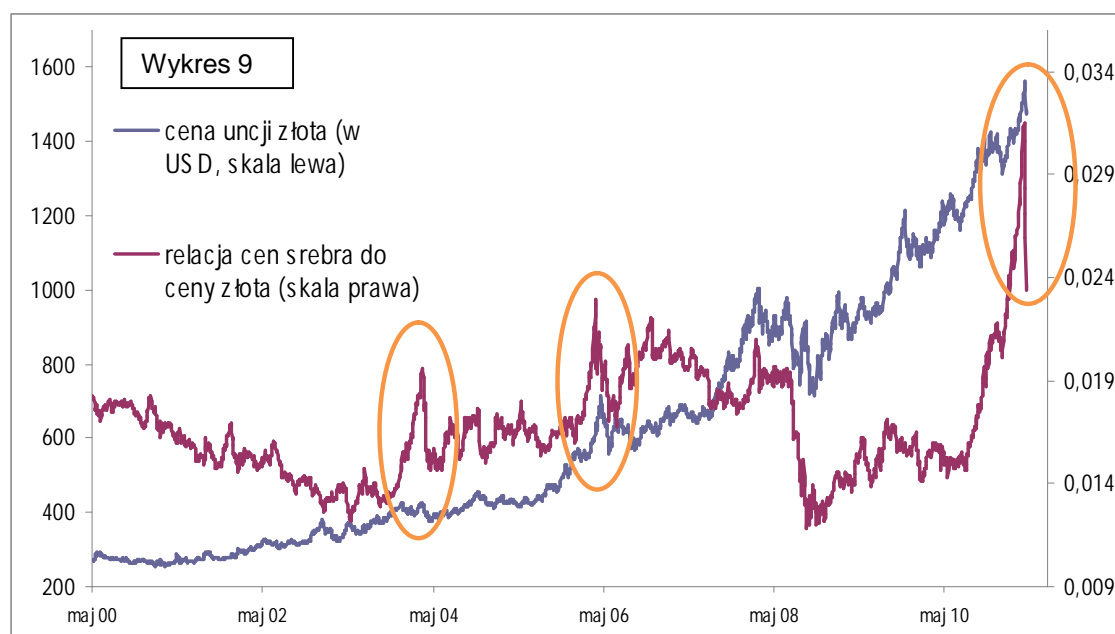
Pech chciał, że w tym samym czasie giełda COMEX, na której obraca się najbardziej chodliwym towarem ostatnich miesięcy, czyli kontraktami na srebro, postanowiła zwiększyć wartość depozytów zabezpieczających, jakie są niezbędne do zawierania transakcji na rynkach terminowych.

Pierwsze dwa ruchy z 25 i 28 kwietnia nie wywołały zbyt dużego poruszenia na rynkach. Wzrost depozytu (z 5% do 6% wartości kontraktu) i tym samym spadek dźwigni finansowej był wyraźny, ale nie drastyczny. Dopiero dalsze kroki, które ogłoszono 2 i 4 maja zostały najwyraźniej uznane przez inwestorów na rynku metali szlachetnych za próbę zaciągnięcia ręcznego hamulca i powstrzymania hiperbolicznego wzrostu cen srebra.

Ostatecznie, postanowiono zwiększyć wartość depozytu do ponad 10% wartości kontraktu, czyli zmniejszono możliwy „lewar” o połowę w ciągu dwóch tygodni. Trudno powiedzieć czy te działania były jedyną i bezpośrednią przyczyną panicznej wyprzedaży praktycznie na wszystkich rynkach surowcowych i głębokiej przeceny na akcjach, ale wydaje się, że koincydencja zdarzeń jest dość jednoznaczna.

Co to oznacza dla złota i srebra? Czy, na naszych oczach, kończy się 10-letni trend wzrostowy na metalach szlachetnych? Moim zdaniem... nie. Przyglądając się historii hossy na tym rynku można dostrzec przynajmniej dwie analogiczne, do obecnej, sytuacji. Zarówno na początku 2004 roku, jak i w pierwszych miesiącach 2006 roku mieliśmy do czynienia z bardzo silnym wzrostem cen srebra w relacji do złota, co miało miejsce po długotrwałej konsolidacji tej wielkości. W obu tych przypadkach po krótkim okresie niemal hiperbolicznego wzrostu następowało gwałtowne odreagowanie i szybki, znaczący spadek cen srebra wraz ze zniwelowaniem dużej części relatywnej siły tego metalu w stosunku do złota (wykres nr 9).

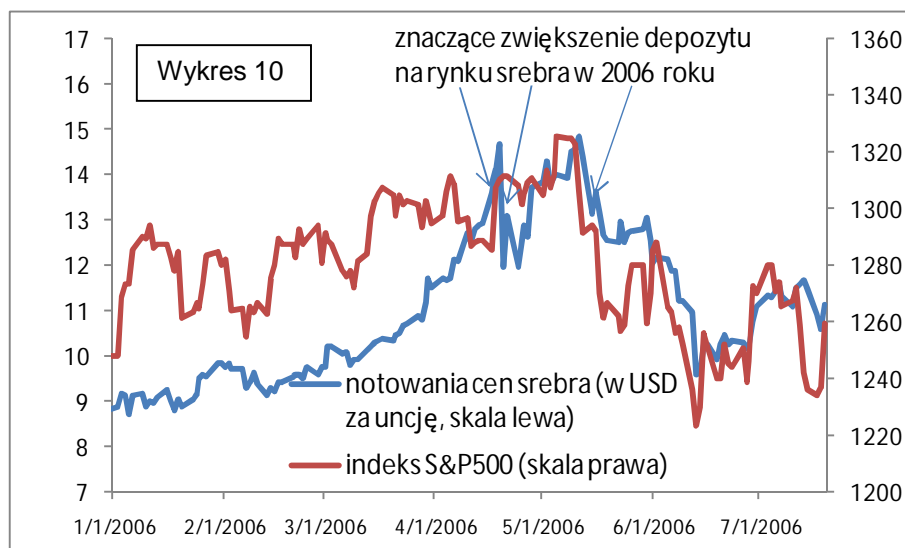
Jednak, jak się okazało taka paniczna wyprzedaż była doskonałym momentem do ponownego wejścia na rynek, czy to złota, czy srebra, gdyż główny trend wzrostowy pozostawał nienaruszony, chociaż na pobicie poprzednich szczytów inwestorzy musieli poczekać kilka miesięcy. Ponieważ, wszystkie argumenty za kontynuacją hossy na rynku metali szlachetnych, które wielokrotnie przedstawialiśmy w naszych komentarzach i prognozach są w dalszym ciągu aktualne, nie widzę powodów, żeby traktować ostatnie wydarzenia na rynku złota inaczej niż korekty z 2004 i 2006 roku.



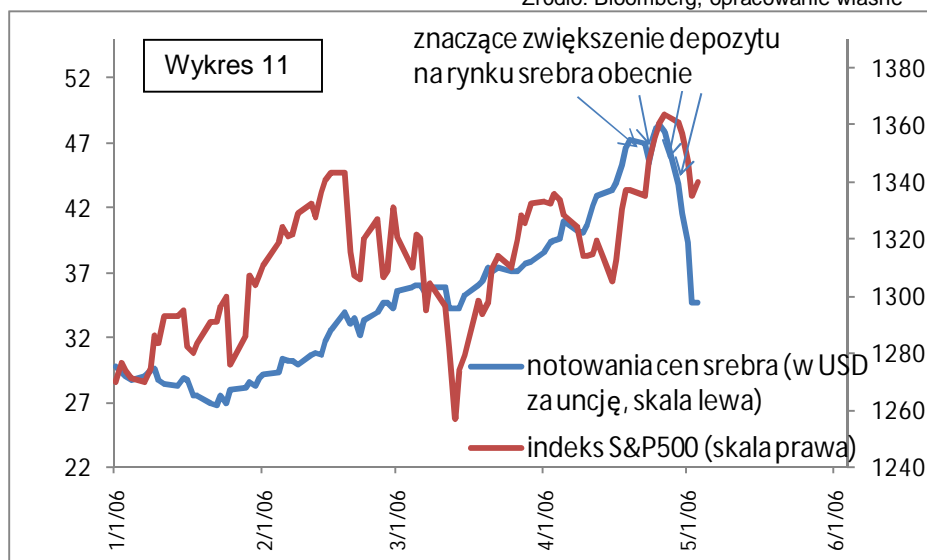
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Powiem więcej, wiele wskazuje na to, że historia z drugiego kwartału 2006 roku może stanowić pewien wzór do naśladowania nie tylko dla rynku metali szlachetnych, ale także dla rynku akcji.

Przyglądając się bliżej korekcie na srebrze, która trwała od kwietnia do czerwca 2006 roku ponownie widać zastanawiającą zbieżność decyzji giełdy COMEX o zwiększeniu depozytu zabezpieczającego dla kontraktów na srebro z 3,4% wartości kontraktu do prawie 7%, która była wprowadzana w życie od 13 kwietnia do 15 maja, z gwałtowną przeceną na cenach tego metalu (wykres nr 10). Co ważniejsze, drugi kwartał 2006 roku stał się również areną dla rozegrania korekty spadkowej na rynkach wielu innych aktywów finansowych, w szczególności na akcjach. Zakładając, że ta zbieżność nie jest czystym przypadkiem, a korekta na srebrze jest zapowiedzią korekty także na innych rynkach, czego przykładem było zachowanie się wielu indeksów w pierwszym tygodniu maja, uznaję, że mój bazowy scenariusz, w którym wiosenna korekta gra pierwszoplanową rolę zyskał dodatkowe wsparcie, ze strony samego rynku (wykres nr 11).

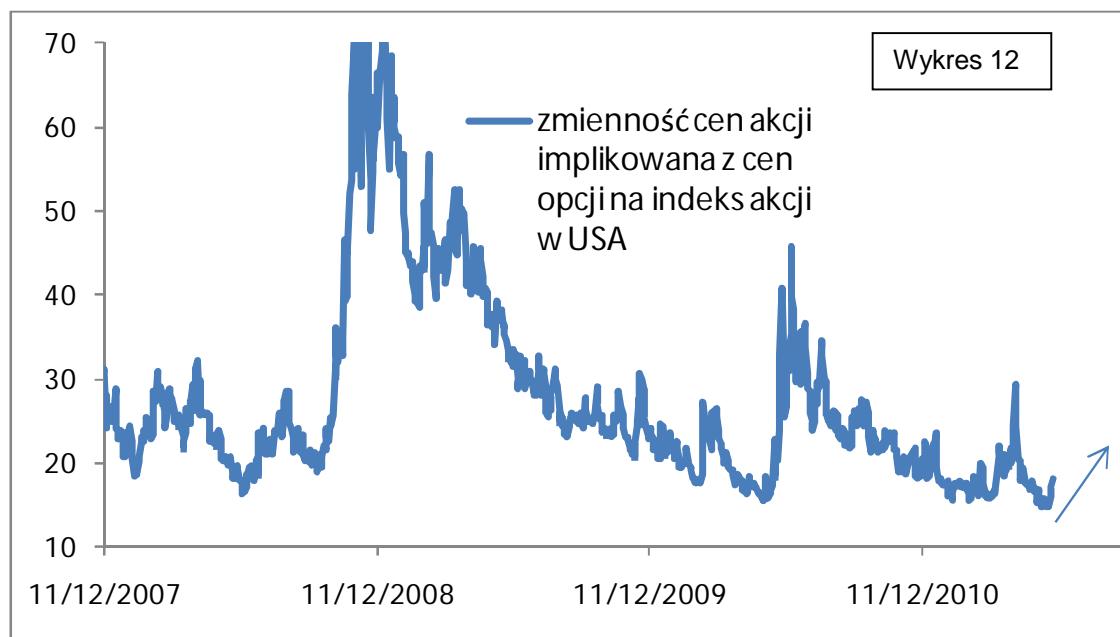


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

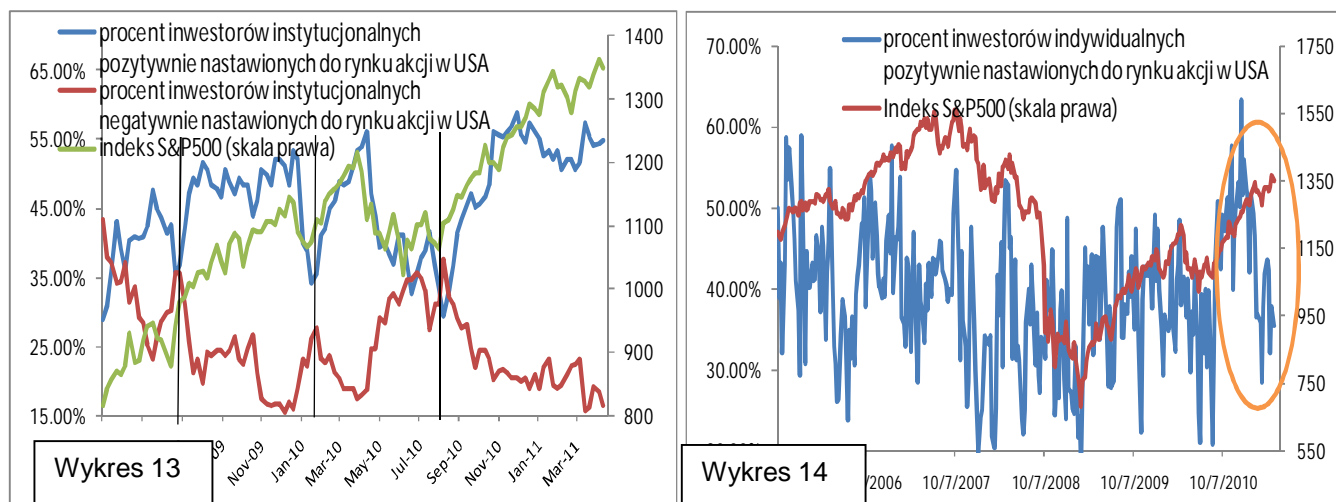
Poza tym, zdaje się, że nadchodzi właśnie właściwy moment dla zwiększenia zmienności i ryzyka na amerykańskim rynku akcji, który pod koniec ubiegłego miesiąca mógł się pochwalić najniższym od lat odczytem implikowanego wskaźnika zmienności – VIX (wykres nr 12). Z tej pozycji kilkutygodniowy wzrost tego indeksu, co zazwyczaj jest związane z wystąpieniem rynkowej korekty, wydaje się być dość naturalnym procesem.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Dodatkowo, wskaźniki sentymentu wśród amerykańskich inwestorów, na które powołuję się do znużenia od kilku miesięcy, w dalszym ciągu pokazują bardzo wysoki poziom optymizmu panujący wśród profesjonalnych zarządzających. Tak duża jednoznaczność opinii, co do trendów rynkowych, nie jest do utrzymania na dłuższą metę. Korekta spadkowa, nawet w postaci trendu bocznego jest świetnym remedium na taką homogeniczność nastawienia rynkowego (wykres nr 13).

Nieco inaczej przedstawia się sytuacja dotycząca nastrojów panujących wśród inwestorów indywidualnych. Ich poziom optymizmu spada już od trzech miesięcy, a liczba rynkowych „byków” zrównała się z liczbą „niedźwiedzi”. Nie oznacza to moim zdaniem, że inwestorzy indywidualni są zdecydowanie sprytniejsi od przedstawicieli instytucji. Nie musi to być także równoznaczne z koncepcją, że rynek akcji będzie wchodził na nowe szczyty w dalszym ciągu, aż giełdowi gracze ponownie zapalają nadmiernym optymizmem (wykres nr 14).



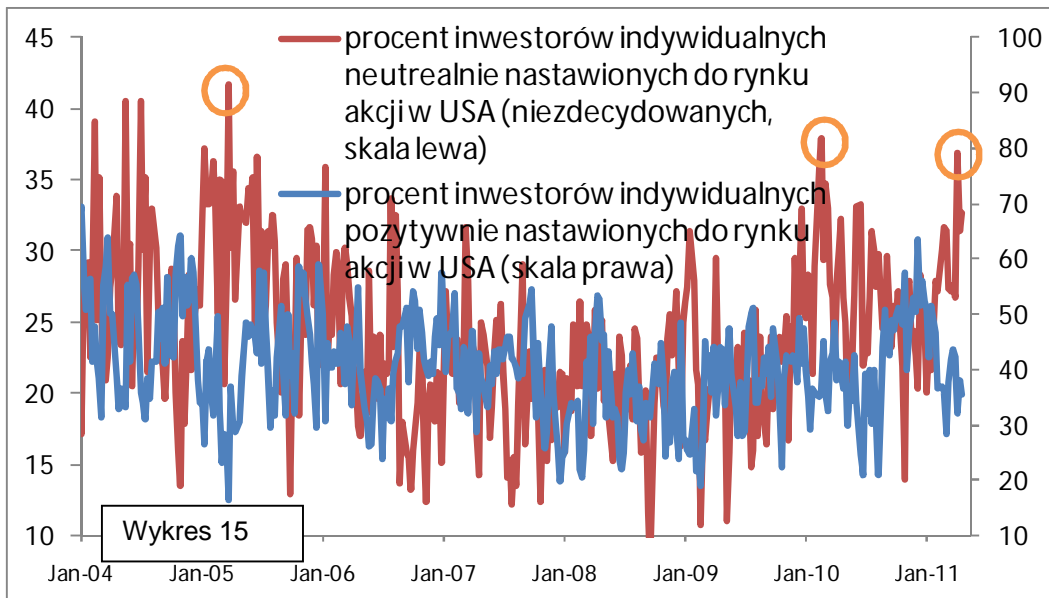
Jestem raczej zdania, że indywidualni inwestorzy są zdezorientowani, pewną rozbieżnością pomiędzy, tym co dzieje się na rynku akcji, a tym czym wypełnione są pierwsze strony gazet.

I trudno się temu dziwić. Patrząc na ilość i jakość negatywnych informacji napływających z wielu stron od początku bieżącego roku, począwszy od inflacji i cen ropy, poprzez wojnę w Libii, tsunami i katastrofę atomową w Japonii, a skończywszy na rychłym bankructwie połowy Europy oraz Stanów Zjednoczonych, ciężko jest dojść do ładu z wiadomościami płynącymi z działów ekonomicznych, które co kilka dni lub tygodni ogłaszają ustanowienie kolejnego rekordu dwuletniej hossy.

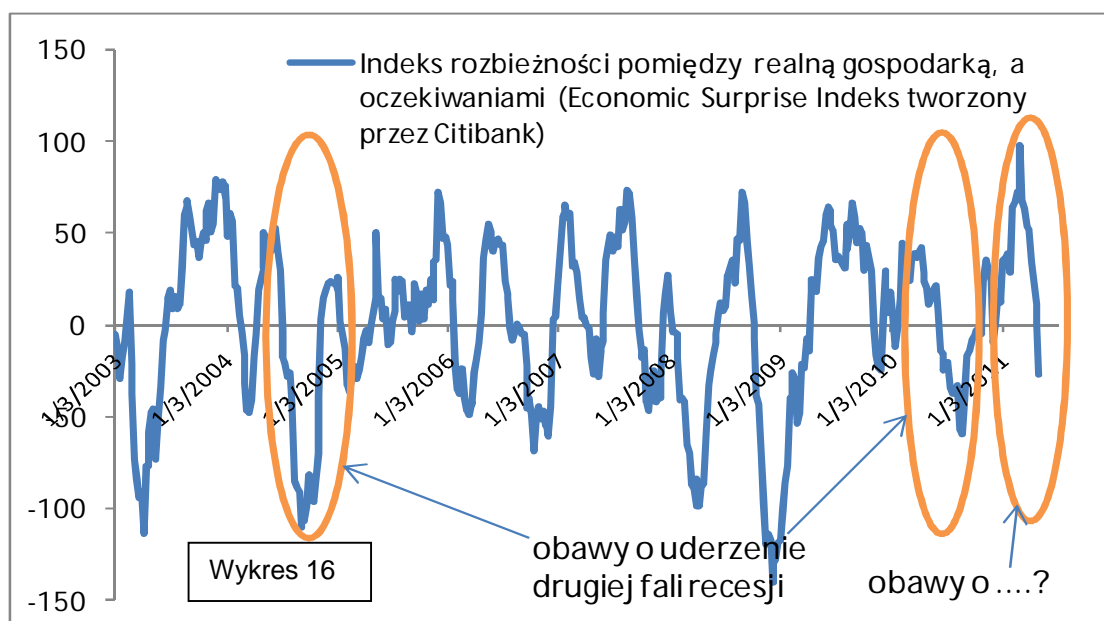
Z drugiej strony, brak takiej samej reakcji wśród inwestorów instytucjonalnych może być związany z ich większym nastawieniem na traktowanie sytuacji finansowej amerykańskich spółek oraz perspektyw ich rozwoju jako głównego czynnika w ocenie szans na kontynuację trendu wzrostowego. A trzeba przyznać, że informacje płynące z samych przedsiębiorstw i wypracowywane przez nie wyniki finansowe usprawiedliwiają dobry nastrój zarządzających funduszami w Stanach.

O słuszności powyższej obserwacji może świadczyć znaczący odsetek inwestorów indywidualnych neutralnie nastawionych do rynku akcji w USA. Liczba niezdecydowanych graczy była w kwietniu rekordowo wysoka, porównywalna jedynie z wiosną 2005 roku oraz z marcem ubiegłego roku. Jak pamiętamy, miesiąc później, pod koniec kwietnia 2010 roku zaczęła się silna korekta spadkowa trwająca dwa miesiące. Była ona wystarczająco długa i znacząca, żeby zmniejszyć liczbę neutralnie nastawionych inwestorów, którzy zasilili szeregi pesymistów (wykres nr 15).

Pogorszenie nastrojów miało miejsce również wśród zarządzających, dzięki czemu rynek był mentalnie i emocjonalnie gotowy do kolejnej fali wzrostów, trwających praktycznie do dziś.

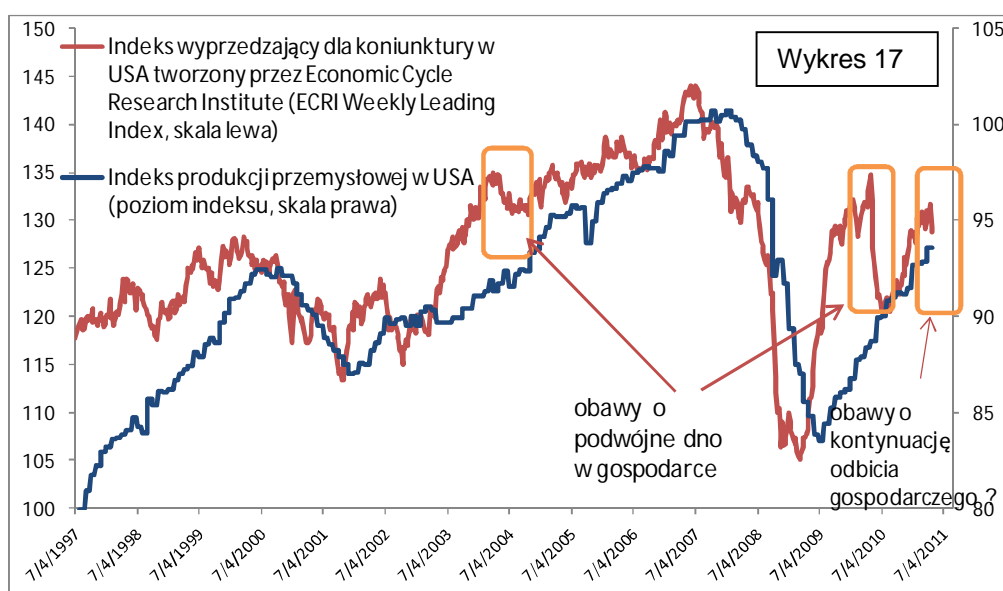


Zresztą, nie tylko ten element powoduje, że przebieg wypadków w najbliższych tygodniach może być pewnym odbiciem sytuacji z drugiego kwartału ubiegłego roku. Również niektóre dane gospodarcze, np. dotyczące rejestracji nowych bezrobotnych, sytuacji na rynku nieruchomości czy też inflacji od kilku tygodni nie nadążają za szacunkami ekonomistów. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia tuż przed oraz w trakcie wiosennej przeceny w 2010 roku (wykres nr 16).



Ten rozdźwięk pomiędzy oczekiwaniami, a wskazaniami indeksów ekonomicznych trwał tylko przez chwilę, ale był wystarczający, żeby wzbudzić obawy o kolejną falę recesji, podwójne dno w gospodarce światowej.

Jednym ze wskaźników, które miały świadczyć o nieuchronności takiego pesymistycznego scenariusza był indeks wyprzedzający koniunkturę ECRI, który również obecnie zaczyna się niebezpiecznie wahać, ze wskazaniem na spadek. Jest to o tyle prawdopodobne, że jednym ze składników tego wskaźnika jest właśnie indeks akcji. Można, więc przypuszczać, że w najbliższych tygodniach ponownie usłyszymy o tym indeksie i jego złowieszczych wskazaniach (wykres nr 17).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Na pierwsze strony gazet może powrócić temat podwójnego dna recesji, który święcił triumfy w maju - czerwcu ubiegłego roku.



Okładka pisma „The Economist” z 29/05/2010

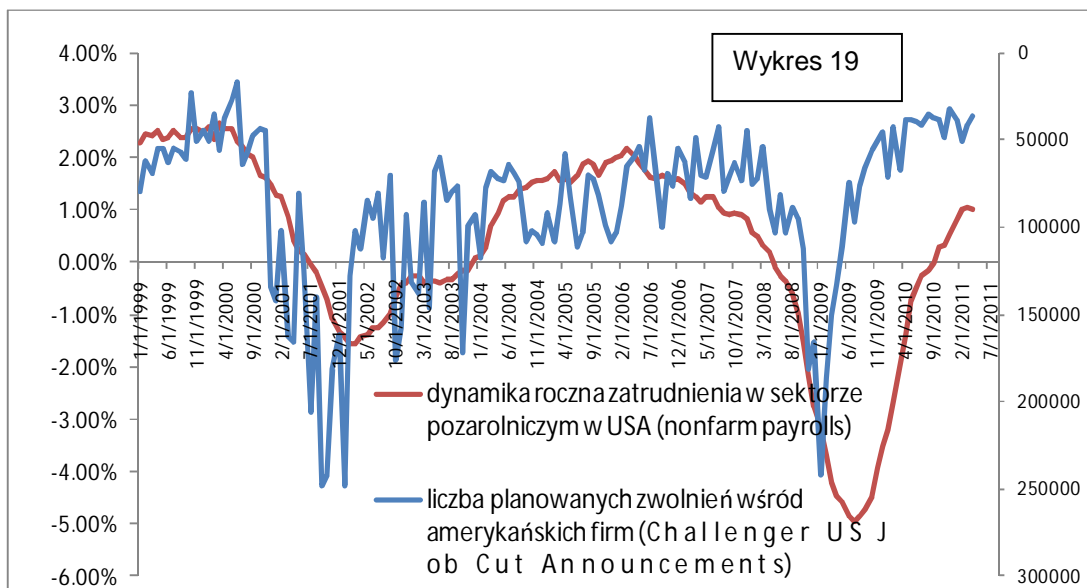
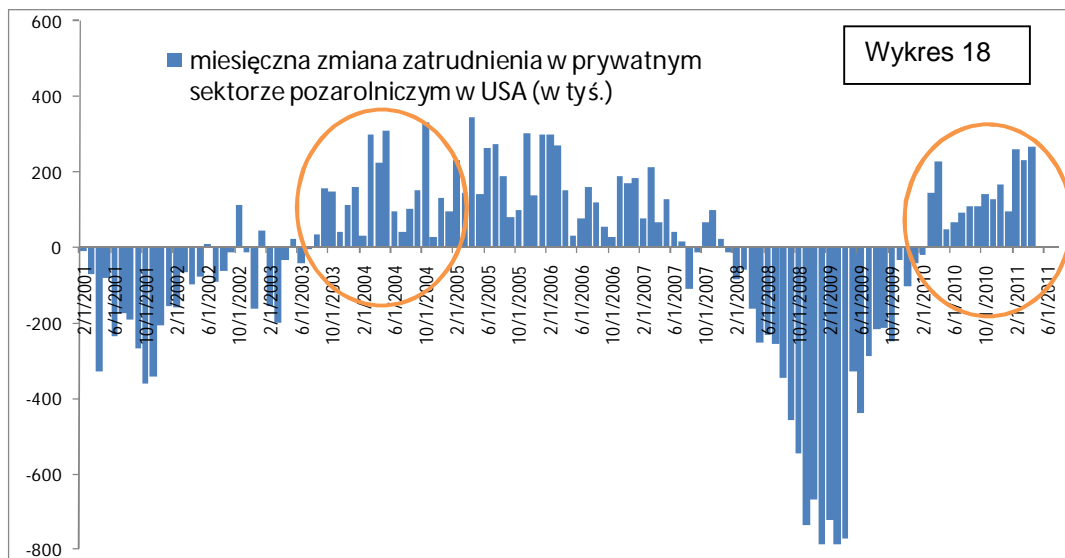
Chociaż tym razem, raczej nie będziemy przeżywać dokładnie takich samych rozterek. Wydaje mi się, że tematem numer jeden w czasie tej zakładanej, przeze mnie, korekty będzie słabość realnego odbicia gospodarczego i jego nietrwałość. A w szczególności, pewna niewydolność systemu bankowego z zastojem kredytowym na czele i powolność w odbudowie miejsc pracy. Żeby nie być gołosłownym wystarczy spojrzeć na temat okładkowy z czołowej gazety ekonomicznej „The Economist” wydanej tuż przed ostatnimi spadkami.



Okładka pisma „The Economist” z 30/04/2011

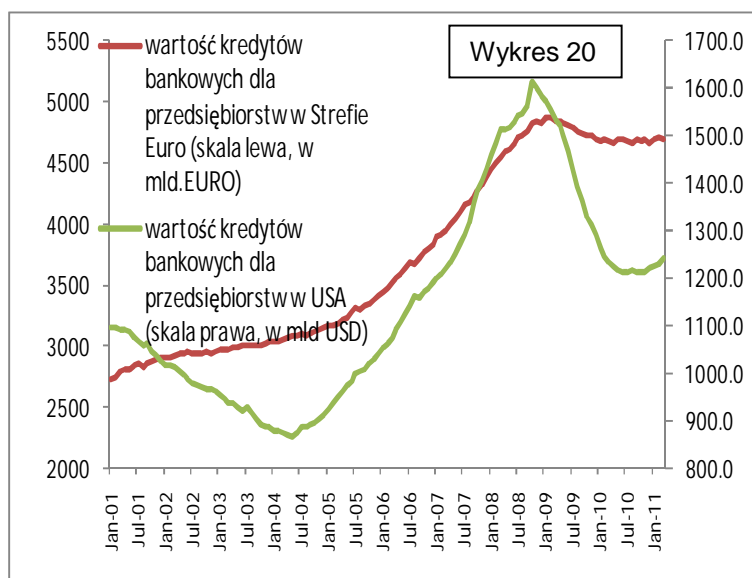
Nasuwa się podstawowe pytanie czy takie obawy są uzasadnione i czy w średnim terminie utrzymujące się wysokie bezrobocie w USA, rzeczywiście zahamuje odbudowę amerykańskiej gospodarki ?

Moim zdaniem, dotychczasowy trend w przyroście zatrudnienia, a przede wszystkim dane z ostatnich miesięcy wskazują raczej na trwałą zmianę w ocenie sytuacji firm przez ich właścicieli, którzy przestali obawiać się zwiększania zatrudnienia. Trzeba pamiętać o skali zwolnień, z jaką mieliśmy do czynienia w latach 2008 -2009. Była ona znacznie większa niż w czasie poprzedniej recesji, więc czas na odreagowanie musie być również proporcjonalny (wykresy nr 18 i 19).



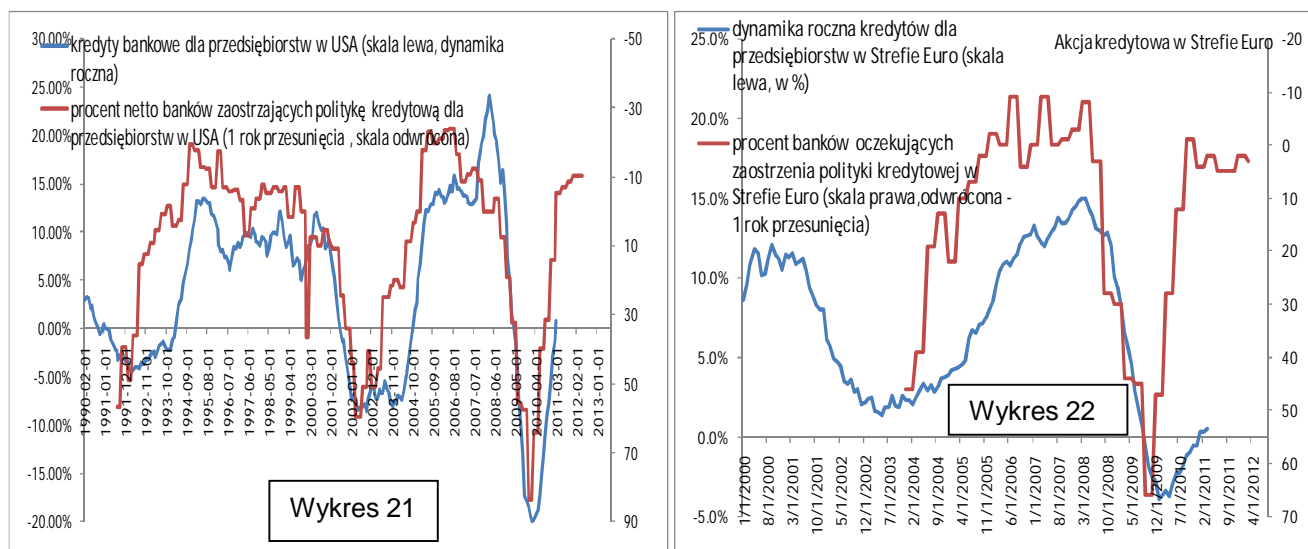
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Tym bardziej, że dotychczasowa odbudowa gospodarki dokonuje się praktycznie bez udziału sektora bankowego, który wpompowanych w system środków finansowych nie jest w stanie przekazać dalej, podmiotom gospodarczym. Z jednej strony ograniczenie „lewarowania” wzrostu jest pozytywnym czynnikiem, jednak z drugiej, powoduje mniejsze tempo poprawy stanu gospodarki, co irytuje decydentów ekonomicznych na całym świecie (wykres nr 20).



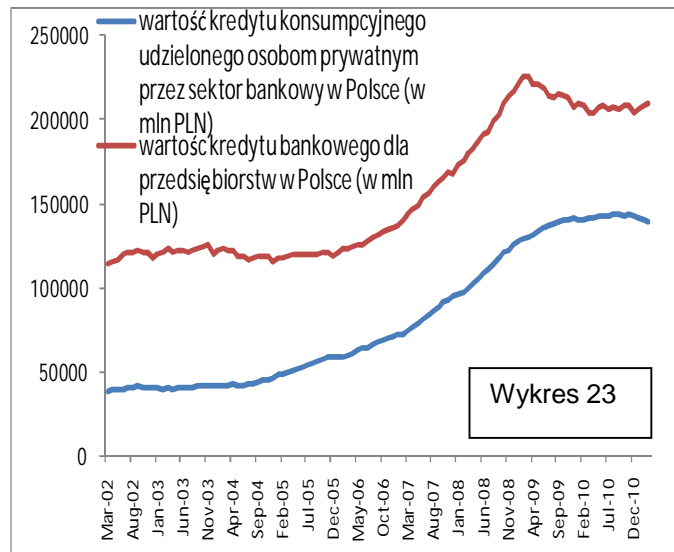
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Biorąc pod uwagę, wyraźną zmianę w nastawieniu banków zachodnich do kredytowania przedsiębiorstw, prędzej czy później podręcznikowa kreacja pieniądza przez banki musi się rozpocząć (wykresy nr 21 i 22).



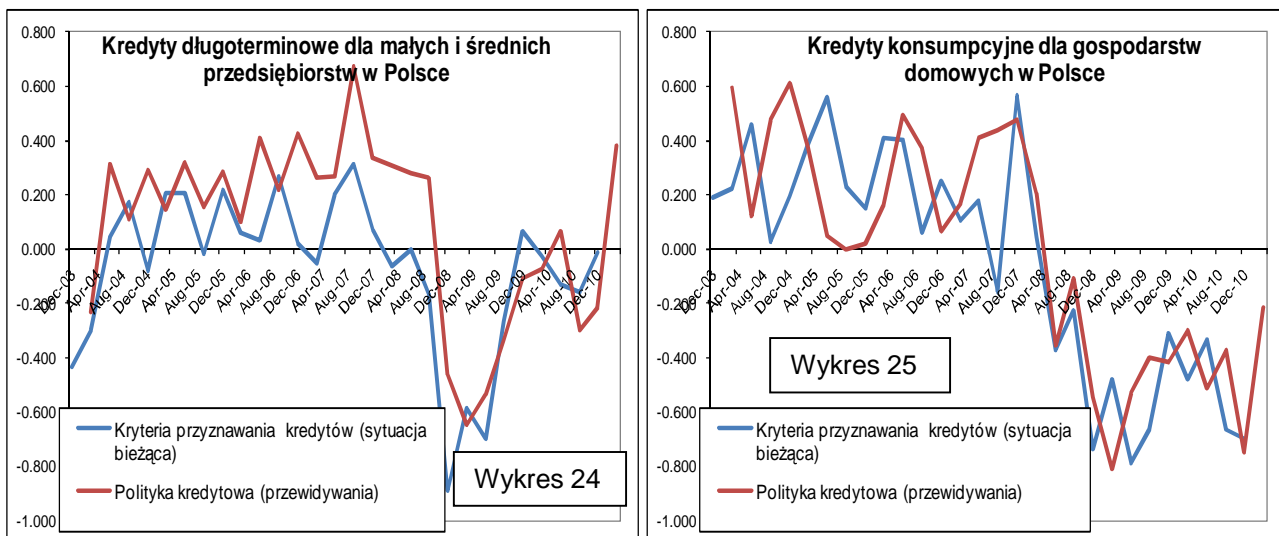
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Polska nie jest tu żadnym wyjątkiem, a wysoki wzrost gospodarczy w ostatnich kilku kwartałach zawdzięczamy kilku czynnikom, wśród których nie ma sektora bankowego odpowiedzialnego za kredytowanie przedsiębiorstw oraz kredyt konsumpcyjny (wykres nr 23).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

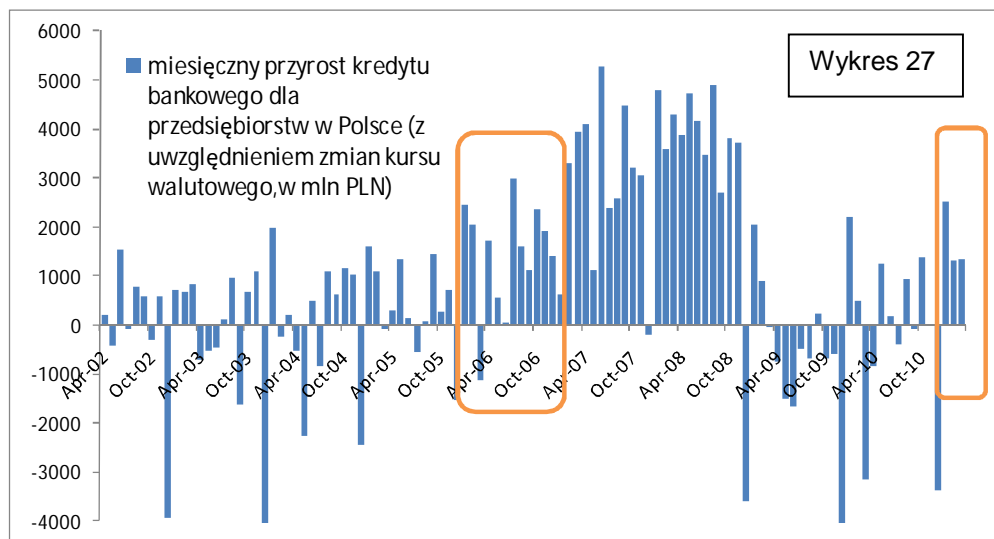
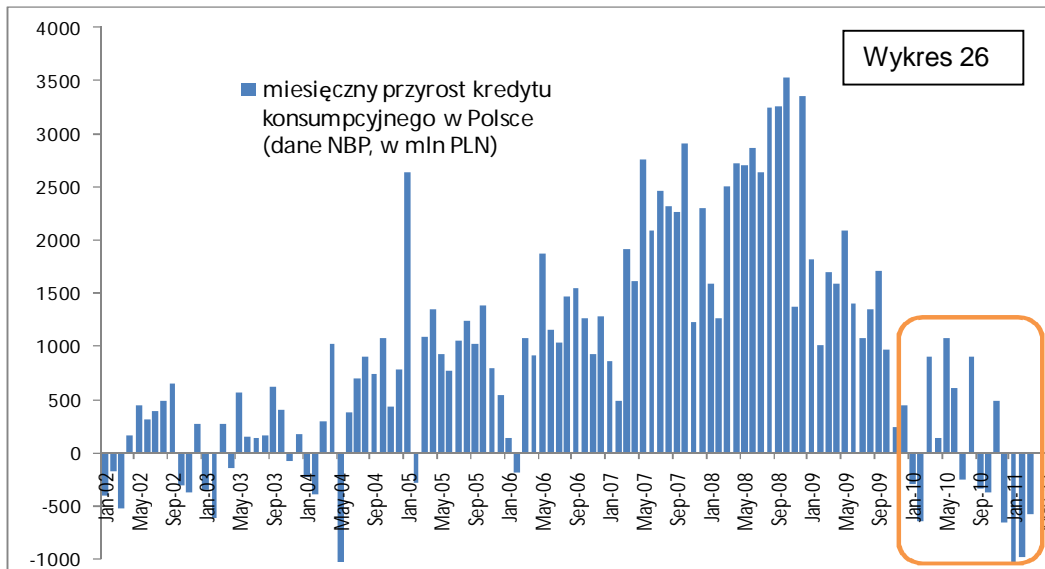
Jednak z miesiąca na miesiąc, wielkość dostarczanego gospodarce pieniądza pochodzącego z kredytu powinna wzrastać, co pokazuje stopniowa poprawa sentymentu wśród bankowców, związanego z wykonywaniem podstawowej funkcji przypisanej do tych instytucji finansowych (wykresy nr 24 i 25).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

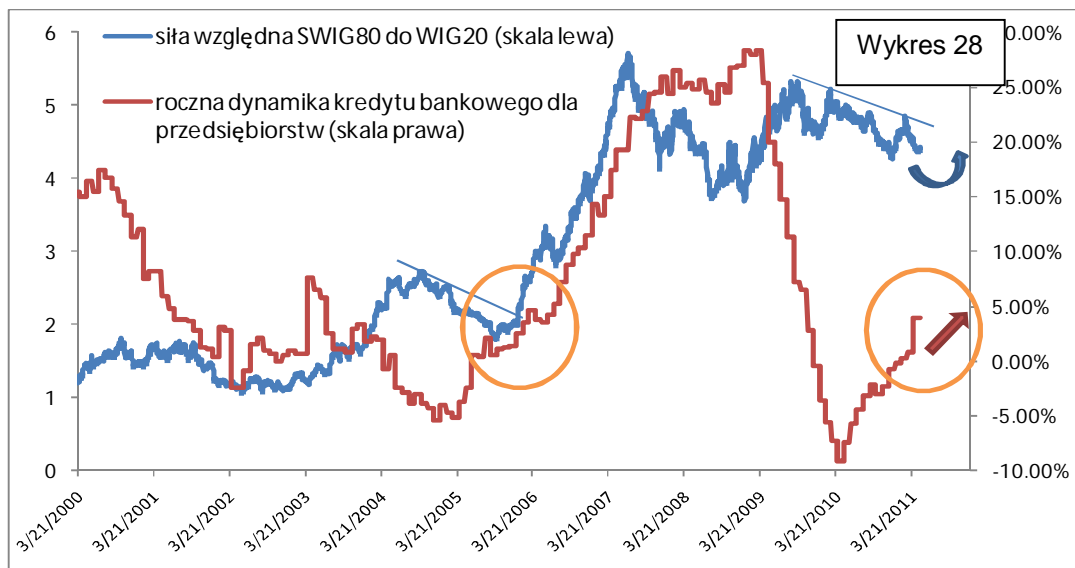
Niestety, przynajmniej na razie, polscy konsumenci są zmuszeni do wspierania wzrostu gospodarczego z wykorzystaniem własnych zaskórników, gdyż sektor bankowy nie jest jeszcze skory do rozdawnictwa, tak ja w latach 2006-2008 (wykres nr 26).

Jeżeli chodzi o segment przedsiębiorstw, tu sytuacja wydaje znacznie lepsza, a ostatnie miesiące pokazują wyraźny i miejmy nadzieję trwały przyrost akcji kredytowej (wykres nr 27).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Może się to okazać szczególnie ważne dla wyjścia z, trwającego od półtora roku, marazmu w segmencie mniejszych spółek. Patrząc na zachowanie się szerokiego rynku akcji w naszym kraju, w czasie poprzedniego cyklu gospodarczego, zauważalna poprawa w relacji mniejszych do większych spółek nastąpiła wraz z przyspieszeniem akcji kredytowej skierowanej do przedsiębiorstw (wykres nr 28).



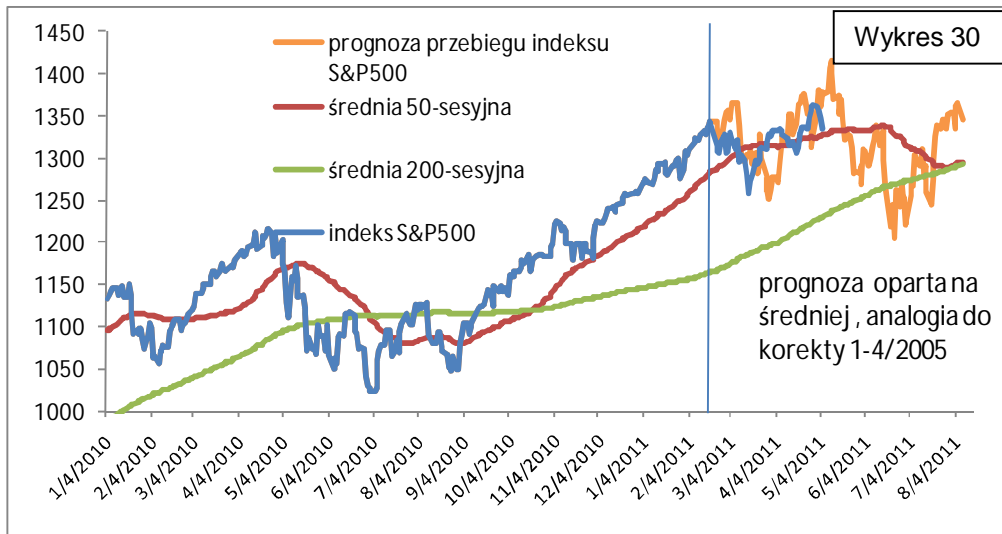
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Jeżeli, dotychczasowy trend przyrostu kredytów utrzyma się lub nawet przyspieszy w drugiej połowie roku, nasza prognoza dla indeksu mniejszych spółek SWIG80, na ten rok, czyli przebicie 15000 punktów (obecnie 12700) ma szansę się zmaterializować (wykres nr 29).

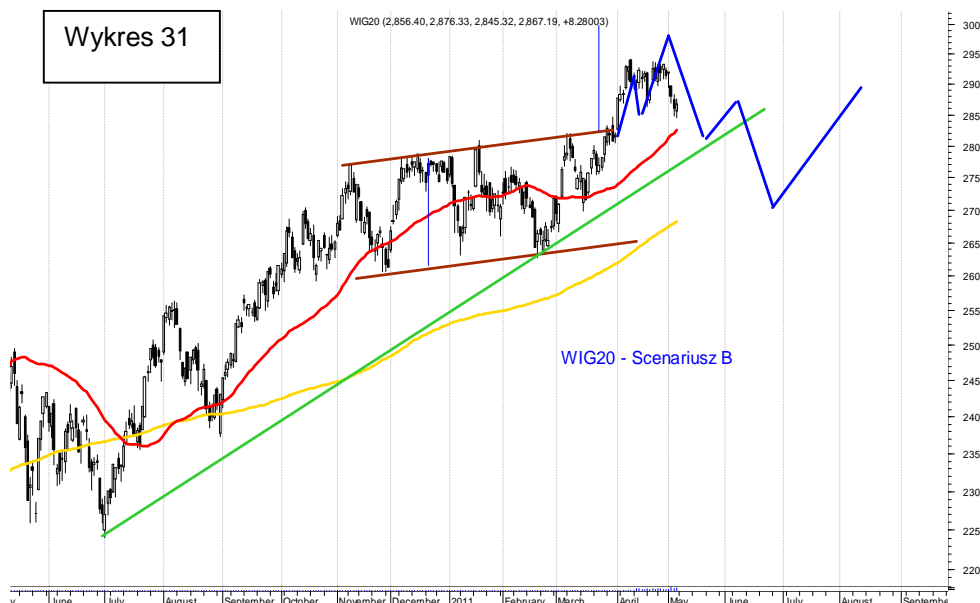


Źródło: MetaStock, obliczenia własne

W perspektywie najbliższych 2-3 miesięcy podtrzymuję zdanie o tym, że światowe rynki akcji pozostają w korekcyjnym trendzie bocznym o dość znaczącej zmienności, który może przybrać postać zbliżoną do korekty z 2005 roku, a za jego początek można uznać szczyt z lutego. Oznacza to, że w maju rozpoczęliśmy lub rozpoczniemy, po jeszcze jednym wzroście, kilkutygodniową fazę spadkową tej bocznej formacji (wykres nr 30).



Dlatego, nie ulega zmianie nasz bazowy scenariusz dla polskiego rynku akcji, na drugi kwartał, który przedstawialiśmy w poprzednim komentarzu miesięcznym (spadki do poziomu 2700 dla WIG20) (wykres nr 31). Biorąc pod uwagę wymowę wydarzeń rynkowych z ubiegłego tygodnia (panika na surowcach) scenariusz bardziej optymistyczny (spadki nie przekraczają 2850 punktów na WIG20), chociaż niewykluczony, nie należy do moich faworytów (wykres nr 32).

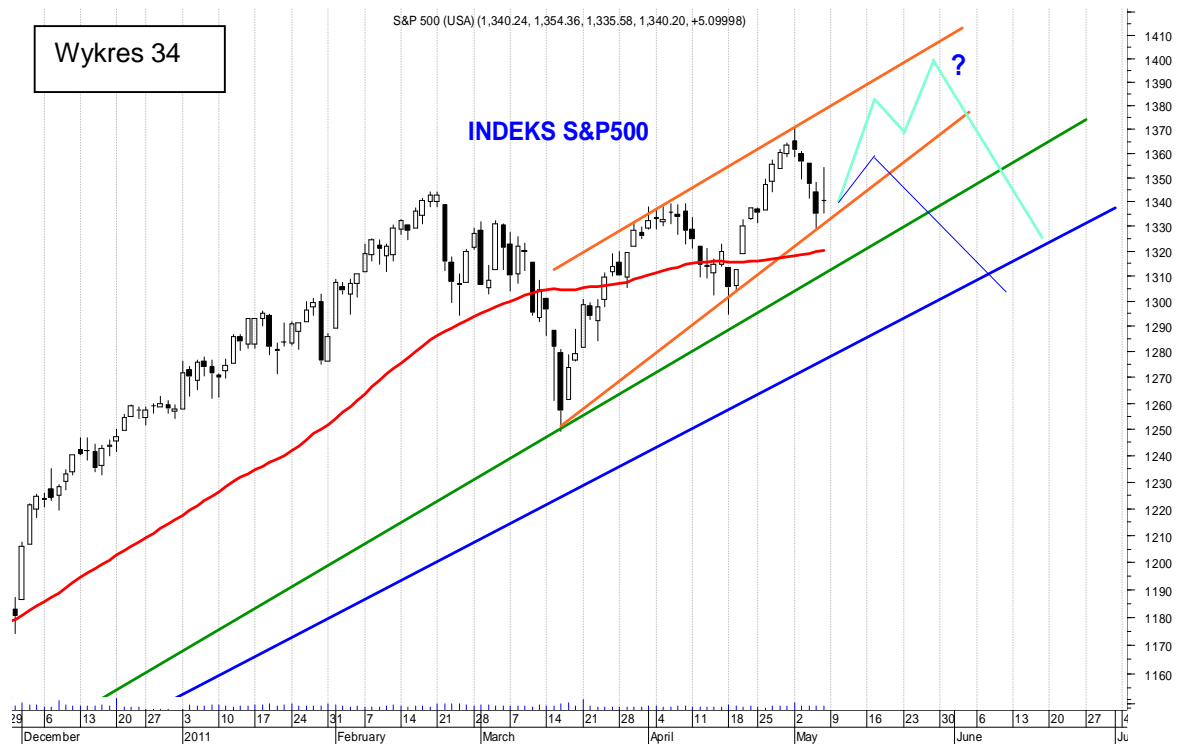




Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Ponieważ, zarówno kwietniowe wybiecie na polskiej giełdzie, jak i ruch na głównych indeksach światowych, nie dotarły do swoich docelowych poziomów (3000 dla WIG20 i 1400 dla S&P500) zanim stały się ofiarą majowej wyprzedaży, teoretycznie jest jeszcze miejsce i czas do tego, aby przeprowadzić atak na te strefy oporu. Niestety nie jestem w stanie przypisać takiej opcji większego prawdopodobieństwa, niż 50%, ponieważ jest ona oparta bardziej na przeczuciu niż racjonalnej analizie (wykresy nr 33 i 34).





Źródło: MetaStock, obliczenia własne

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).