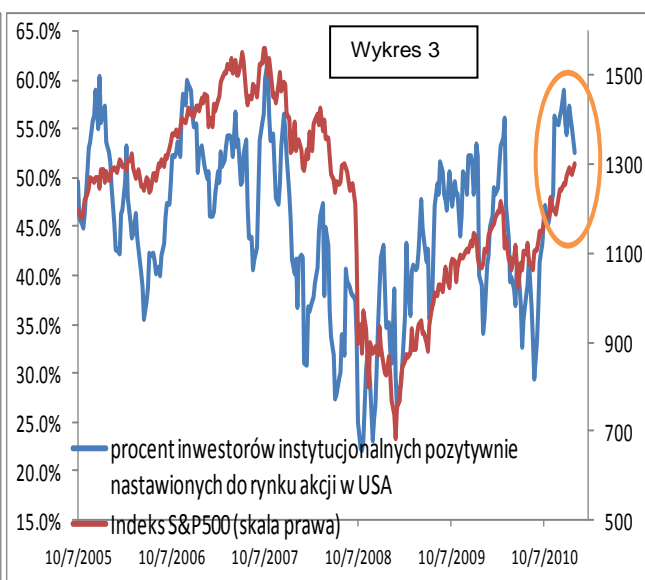
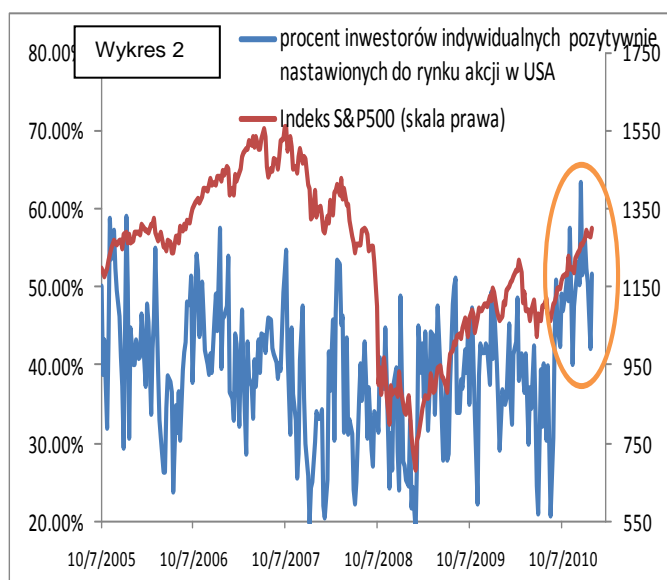




Obserwując trendy panujące na światowych rynkach finansowych w styczniu, trudno było nie ulec lekkiej irytacji szczególnie patrząc jak główne indeksy w USA i Niemczech odnotowywały coraz to wyższe poziomy nic nie robiąc sobie z wyraźnie korekcyjnych nastrojów, jakie zapanowały na rynkach wschodzących (wykres 1).



Nawet utrzymujący się od dłuższego czasu wyjątkowo pozytywny sentyment wśród inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych w USA nie zdołał zatrzymać trendu wzrostowego na amerykańskim rynku akcji. Co ciekawe, wskaźniki pokazujące nastawienie giełdowych graczy do koniunktury, zdołały się lekko pogorszyć nawet bez spadku na indeksach (wykres 2 i 3).



Prawdopodobnie inwestorzy podświadomie czują, że kilkumiesięczny wzrost rynku praktycznie bez przystanku nie jest możliwy do utrzymania na dłuższą metę. A jednak trwa on w dalszym ciągu, pomimo groźnie wyglądających problemów w północnej Afryce oraz wymykającej się spod kontroli inflacji cen żywności oraz kilku strategicznych surowców.

Z drugiej strony trudno jest winić inwestorów za skalę optymizmu, która ich ogarnęła w ostatnich miesiącach, skoro główne indeksy amerykańskiej giełdy znajdują się obecnie o włos od dotarcia do poziomów sprzed ostatniego kryzysu finansowego. Biorąc pod uwagę, że zgodnie z medialnym przekazem przeżywaliśmy „największą recesję od lat 30-tych”, dojście indeksu S&P500 oraz Dow Jones do poziomu o kilkanaście procent niższego od historycznych szczytów w zaledwie dwa lata od ustanowienia dołka na rynku akcji, należałoby uznać za cud. Trudno jest przejść do porządku dziennego nad faktem, że indeks Nasdaq znalazł się na początku lutego o jedyne 4%, poniżej swojego szczytu z 2007 roku (wykres 4).

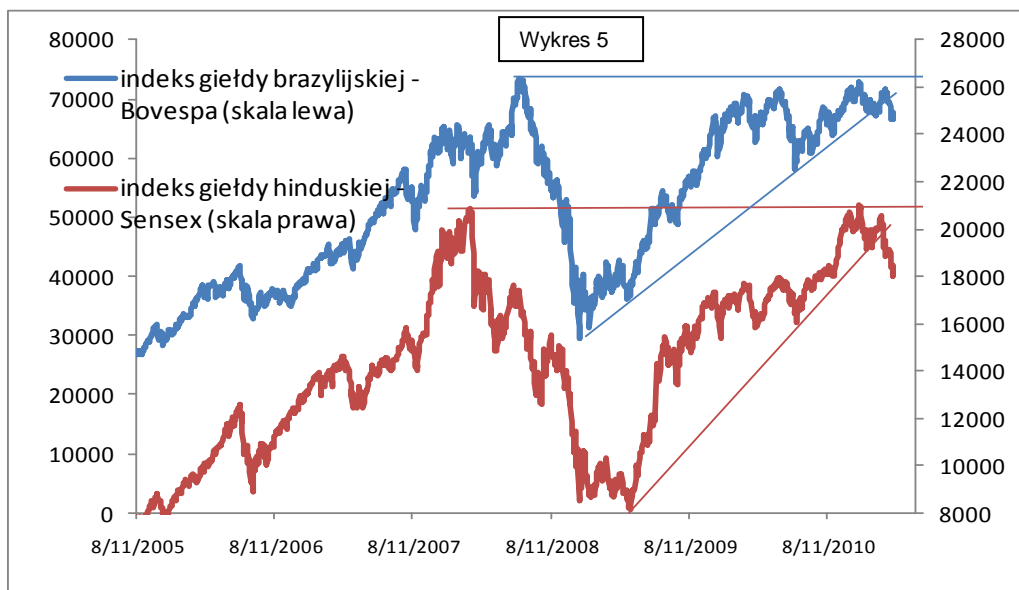
W takich warunkach ciężko jest pozostawać rynkowym „niedźwiedziem”. Oczywiście czasami nawet „rynek” może się mylić, dając inwestorom fałszywe sygnały, tak jak w czasie euforii internetowej na początku 2000 roku lub notując nowe szczyty pod koniec 2007 roku. Jednak najczęściej to właśnie „rynek” pokazuje trend, w którym chce podążać, nie zważając na przeciwności losu lub opinie analityków.



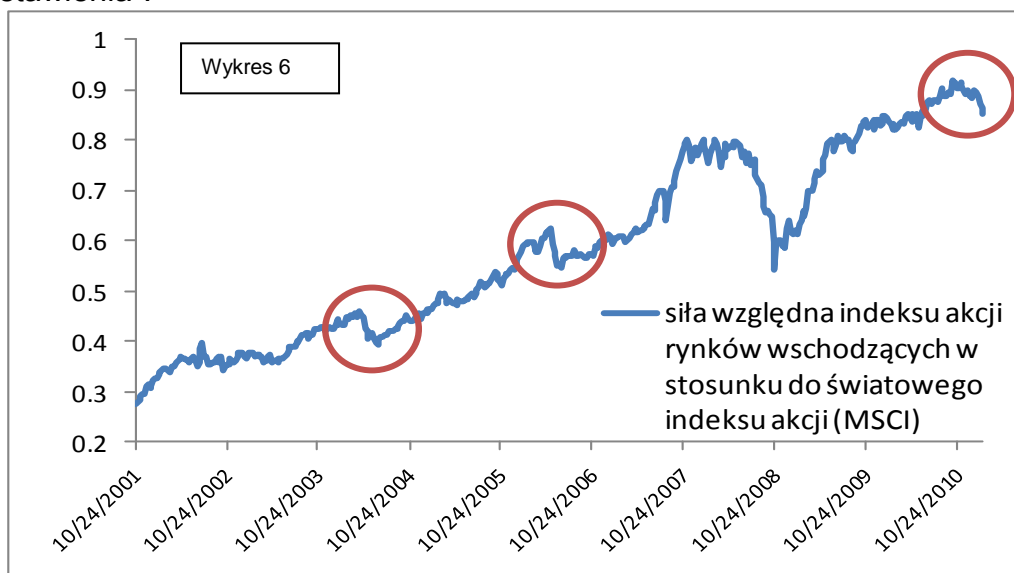
Pozostając rynkowym „bykiem” zgodnie z głównym nurtem, w którym znajduje się obecnie rynek akcji, w dalszym ciągu obstarę przy scenariuszu korekty rynkowej, która powinna się dokonać w ciągu pierwszych miesięcy 2011 roku.

Patrząc na przebieg trwającej właśnie korekty na rynkach wschodzących w szczególności na giełdach w Brazylii oraz Indiach, nie mogę oprzeć się wrażeniu, że ich zachowanie wyprzedza scenariusz, który rozegra się za chwilę na głównych rynkach akcji (wykres 5). Oba te indeksy doszły do historycznych szczytów i odbiły się od nich w ramach trwającej już trzeci miesiąc fali korekcyjnej.

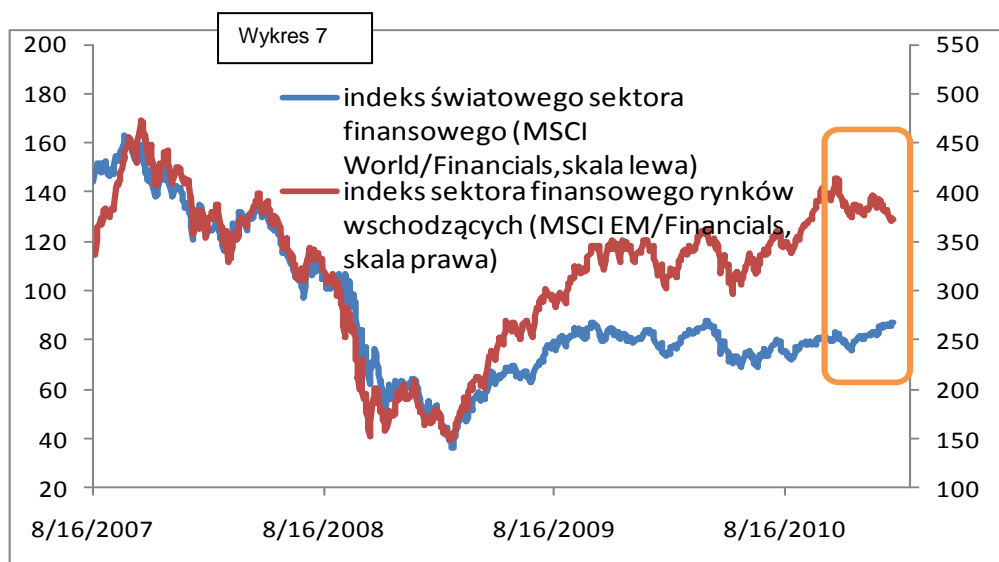
Co ważniejsze nastąpiło również przebicie długoterminowej linii trendu wzrostowego poprowadzonej z kryzysowych dołków. Wydaje się prawdopodobne, że podobny scenariusz dokona się na amerykańskim indeksie spółek technologicznych Nasdaq.



Patrząc na historię ostatniego dziesięciolecia w relacjach rynków wschodzących oraz rozwiniętych, okresy słabszej koniunktury dla tych bardziej ryzykownych aktywów występowały kilkakrotnie z większym lub mniejszym natężeniem (wykres 6). Jednak okres słabości spółek z emerging markets, który występuje w czasie ewidentnego wzrostu na rynkach w USA i Europie jest bardzo rzadki, jeśli nie powiedzieć unikalny. Najczęściej korekty na rynkach wschodzących występują jednocześnie ze spadkami na głównych parkietach, chociaż ich zakres jest poważniejszy (większa „beta”). W tym przypadku mamy do czynienia z ewenementem, dlatego trudno mi jednoznacznie ocenić kierunek, w którym rozwinię się akcja tego „przedstawienia”.

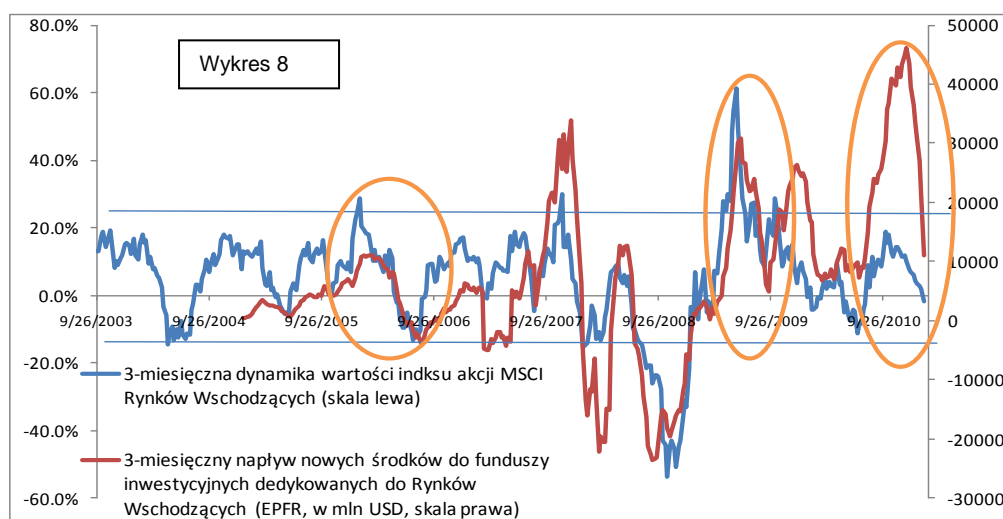


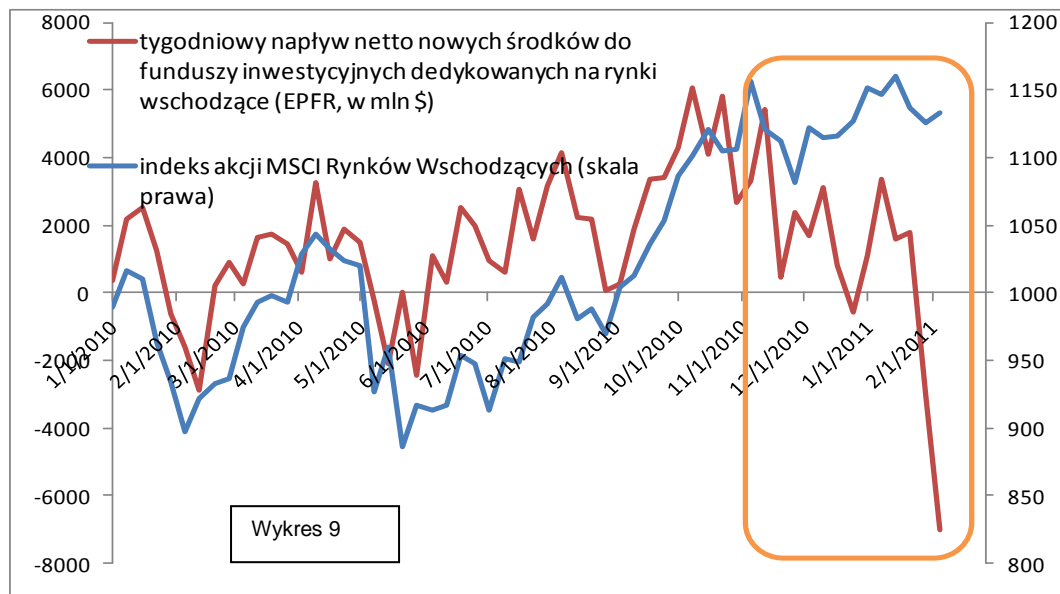
Podchodząc do problemu słabości rynków wschodzących metodycznie można wyróżnić dwa powody takiego stanu rzeczy. Po pierwsze, zacieśnienie polityki monetarnej banków centralnych w większości krajów rozwijających się może negatywnie odbić się na kondycji sektora finansowego, który stanowi obecnie 24% udziału w indeksie MSCI Rynków Wschodzących i co ważniejsze jest największym segmentem tego rynku. Natomiast banki notowane na rynkach rozwiniętych (stanowią 21% indeksu MSCI Świat), które stały się ulubieńcem inwestorów w ostatnich dwóch miesiącach, odrabiając swoją wcześniejszą słabość nie muszą martwić się o rychłe zakończenie łagodnej polityki monetarnej ze strony banków centralnych USA czy Europy (wykres 7).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Po drugie, rynki wschodzące stały się ofiarami własnego sukcesu. Wcześniejsze gigantyczne napływy nowych środków do funduszy inwestycyjnych lokujących swoje środki w tych krajach zaczęły się gwałtownie kurczyć, gdy nastąpił spadek tempa wzrostu indeksów akcji na rynkach wschodzących (wykres 8). W drugiej połowie stycznia nastąpił nawet nominalny odpływ środków z tych rynków, co tylko pogłębiło względną słabość emerging markets w stosunku do świata (wykres 9).

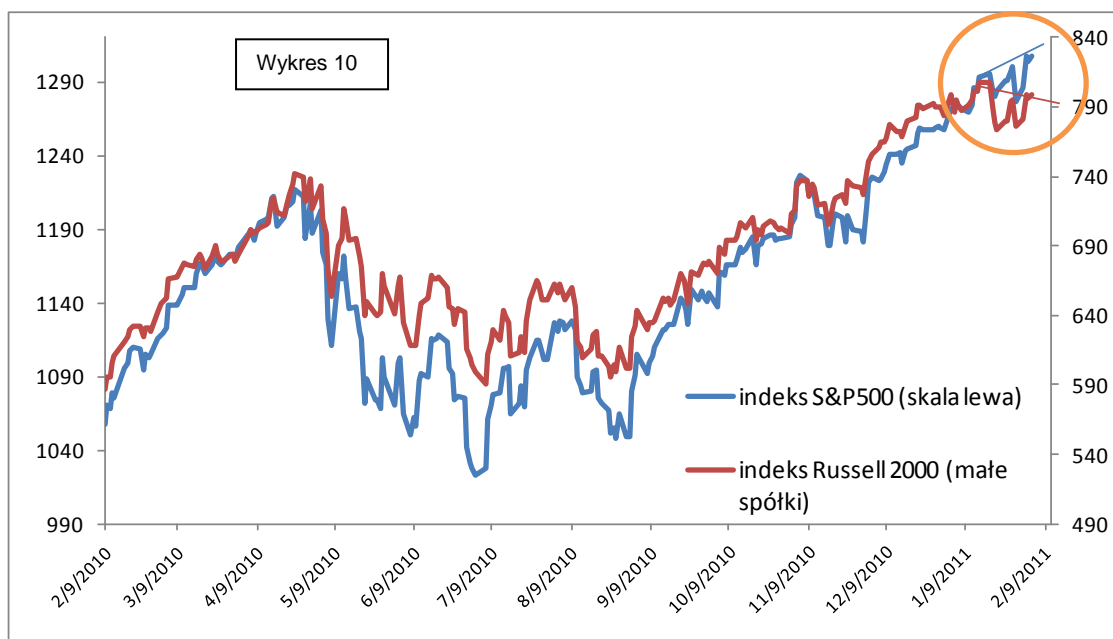




Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

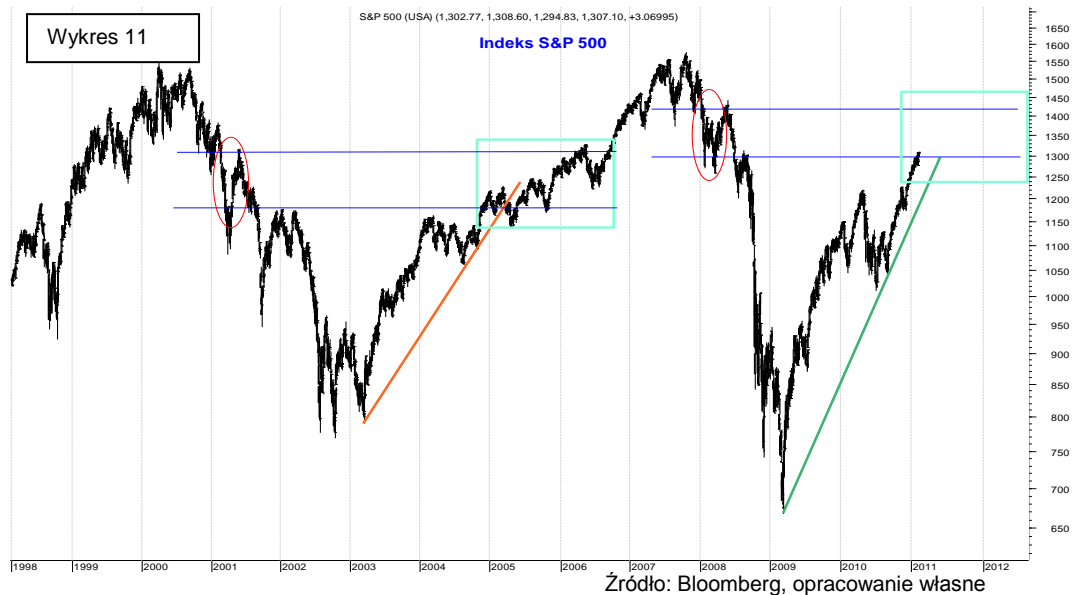
Ponieważ rynki wschodzące uznawane są powszechnie za segment ryzykownych aktywów, ich obecna słabość może świadczyć o odwracaniu się inwestorów od ryzyka, co z pewnym opóźnieniem może odbić się negatywnym echem również na szerokim rynku akcji w krajach bardziej rozwiniętych, kulminując oczekiwaną przez nas korektą.

Kolejnym sygnałem sugerującym takie rozstrzygnięcie obecnej sytuacji rynkowej jest zachowanie się segmentu małych spółek w USA w stosunku do firm o większej kapitalizacji. Wyraźna słabość indeksu Russell 2000 w porównaniu z S&P500 może stanowić symptom odwracania się inwestorów od ryzyka (wykres 10).

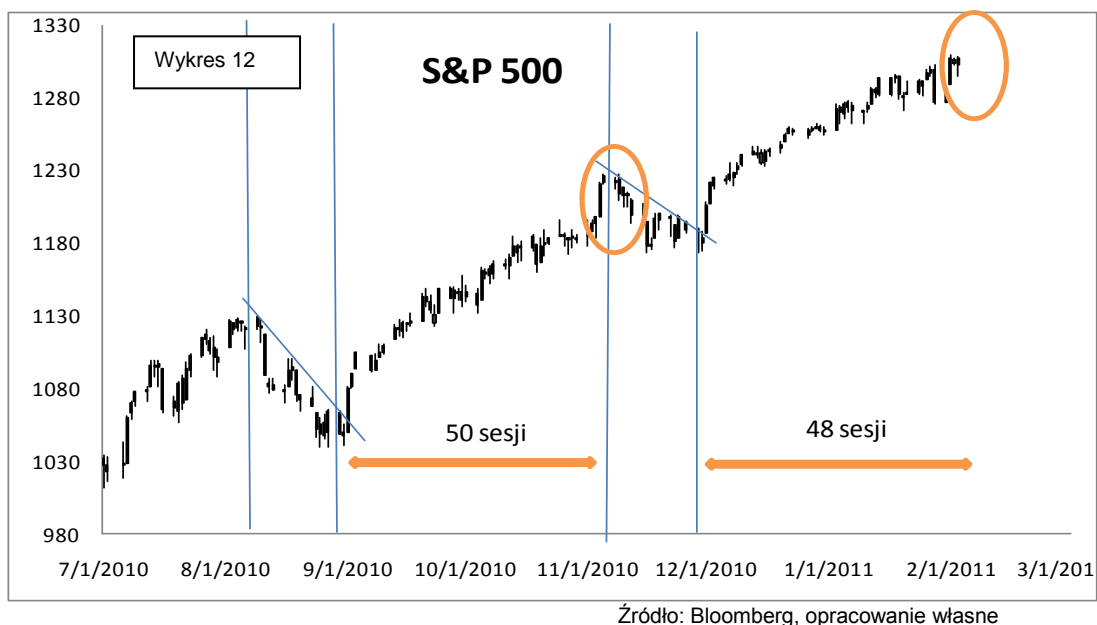


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

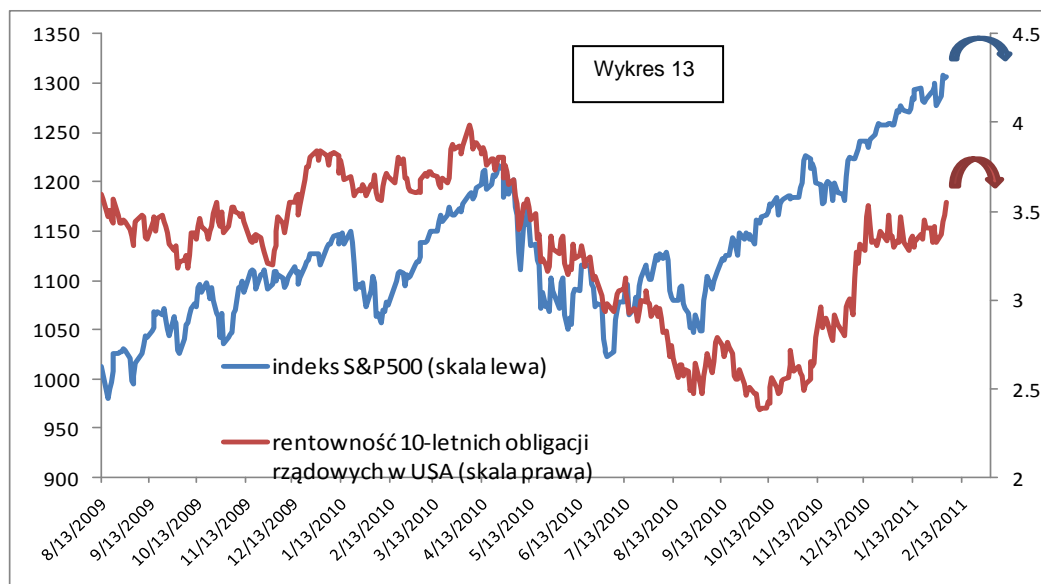
Dodatkowym elementem, który skłania mnie do ostrożnego podchodzenia do wyraźnej ostatnio siły trendu na amerykańskim rynku akcji jest stosowane przez nas wielokrotnie porównanie obecnej kondycji nowojorskiej giełdy do sytuacji z lat 2005-2006. Jeżeli ta analogia w dalszym ciągu jest słuszna, najbliższe kilkanaście miesięcy powinno zatrzymać indeks S&P500 w przedziale 1300-1400 punktów, z możliwością zejścia do poziomu 1200-1250 punktów i to w ciągu najbliższych kilku miesięcy (wykres 11).



W nieco bliższej nam perspektywie kolejnych kilku tygodni, można posłużyć się analogią do poprzedniego okresu dobrej koniunktury na amerykańskim parkiecie z września-października 2010 roku, który kulminował krótkoterminowym wystrzałem w górę, poprzedzającym listopadową korektę (wykres 12).



W takim scenariuszu luty 2011 byłby świetnym momentem rozpoczęcia korekty na rynku akcji, która mogłaby wystartować z poziomu 1350 punktów i zakończyć się na poziomie 1200 punktów (dla S&P 500). Biorąc pod uwagę w dalszym ciągu wysoki sentyment inwestorów do rynku akcji oraz rekordowo niskie nastawienie do wzrostów na rynku obligacji, można liczyć na odwrotną reakcję rynku, czyli zrealizowanie korekty spadkowej na rynku akcji wraz z jednoczesnym wzrostem wartości obligacji rządowych (wykres 13).



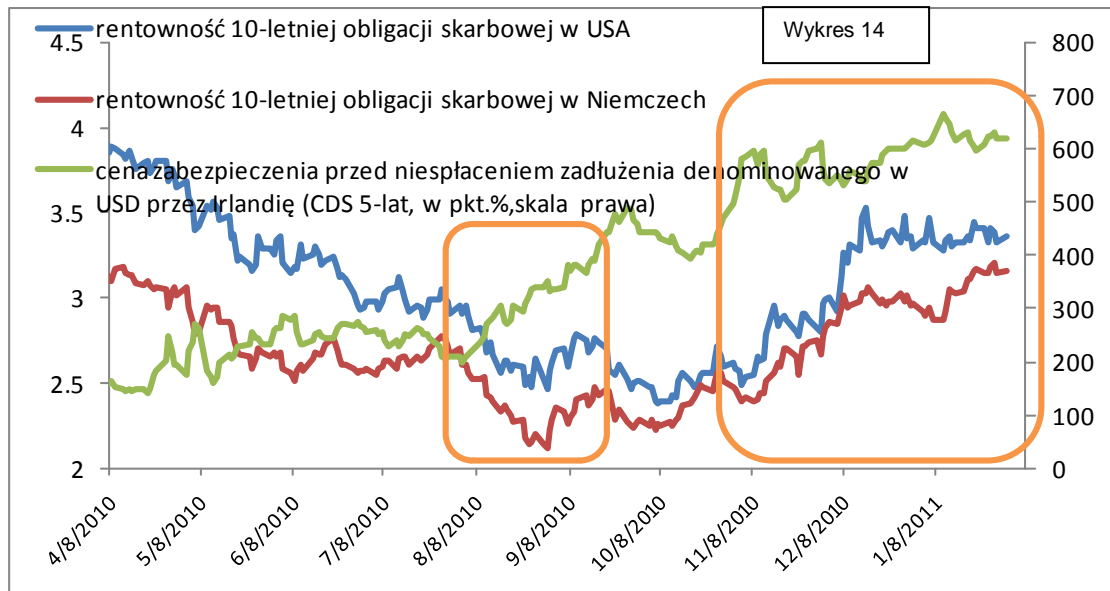
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Ponieważ powyższy scenariusz niewiele różni się od prognozy sprzed miesiąca, która jak wiadomo rozminęła się z rzeczywistością, trzeba trzymać w zanadru alternatywną wersję wydarzeń. Dostrzegając siłę trendu wzrostowego na rynku akcji można przyjąć, że rynek może po raz kolejny zaskoczyć, takich jak ja niedowiarków przechodząc ze spokojnego, choć irytującego wzrostu do hiperbolicznej euforii, która może wynieść główne amerykańskie indeksy w pobliże historycznych szczytów jeszcze w pierwszym kwartale tego roku. Byłby to scenariusz odwrotny do tego, który zakładaliśmy jako bazowy na 2011 rok, czyli słaby pierwszy kwartał i lepsza druga połowa roku.

Natomiast na rynku długu, ewentualne zmniejszenie rentowności długoterminowych obligacji w czasie korekty na akcjach, stanowiłoby jedynie chwilowy odpoczynek w rozpoczętym w październiku 2010 roku trendzie wzrostu rynkowych stóp procentowych. Od tego momentu można zauważyć zasadniczą zmianę w zachowaniu się rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich w reakcji na jesienną falę niepokojów o wypłacalność kolejnych peryferyjnych gospodarek Europy. Wcześniej, każda informacja dotycząca problemów fiskalnych skutkowałą natychmiastowym przepływem do „bezpiecznych” instrumentów, za którymi stały Stany Zjednoczone, Niemcy lub Japonia.

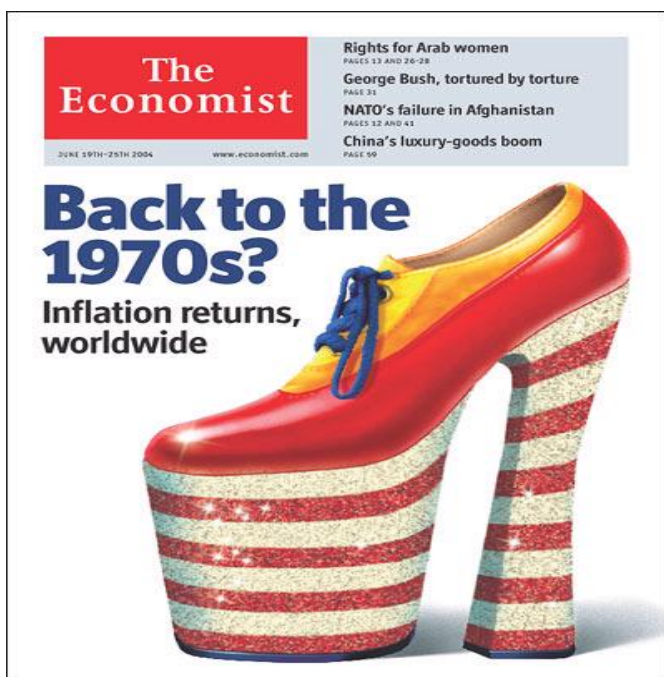
Inwestorzy akceptowali rekordowo niskie oprocentowanie nastawiając się raczej na ochronę kapitału niż na jakikolwiek zarobek. Jednak, w okresie ostatnich kilku miesięcy, pomimo braku wyraźnej poprawy sytuacji finansowej w kilku krajach europejskich, nastąpił zdecydowany odwrót inwestorów z rynku obligacji, w szczególności tych „najbezpieczniejszych” (wykres 14).

Najbardziej logicznym wyjaśnieniem tej nagłej wolty jest przyjęcie założenia, że na horyzoncie inwestycyjnym pojawiło się „nowe” zagrożenie, które zdezonizowało dotychczasowy schemat inwestycyjny na rynku długu.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Może jest jeszcze za wcześnie, żeby definitywnie uznać okres deflacji za zakończony, podobnie jak to miało miejsce w poprzednim cyklu gospodarczym w latach 2004-2008, kiedy na pierwszych stronach gazet mówiono o inflacji lat 70' tych i ryzyku stagflacji, aby po pewnym czasie boleśnie odczuć powrót deflacji w wyniku ogólnoswiatowego kryzysu płynności (okładki poniżej).



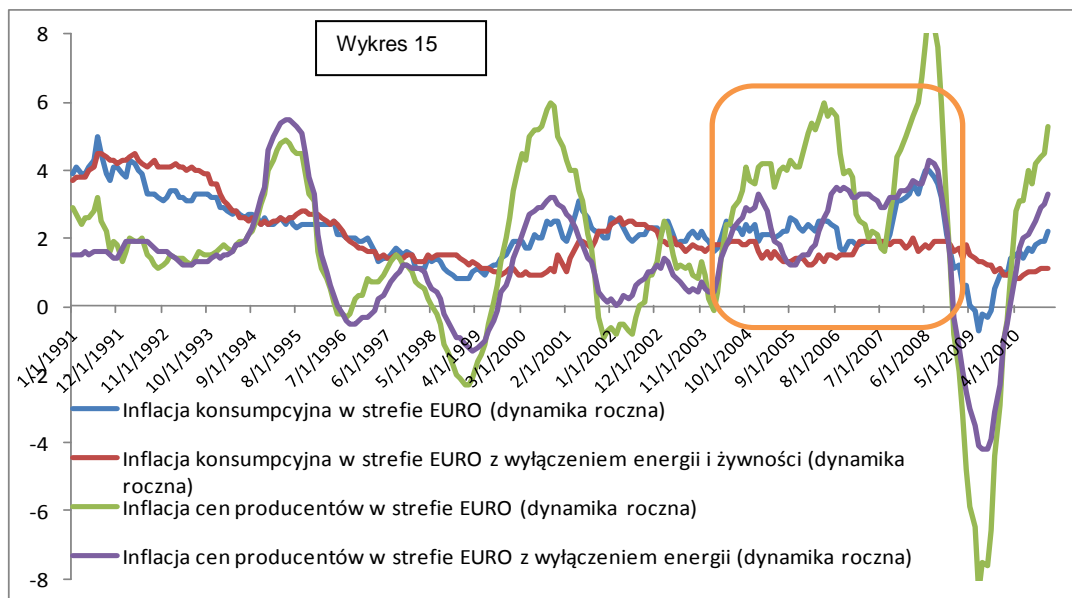
Okładka pisma „The Economist” z 19/06/2004



Okładka pisma „The Economist” z 24/04/2004

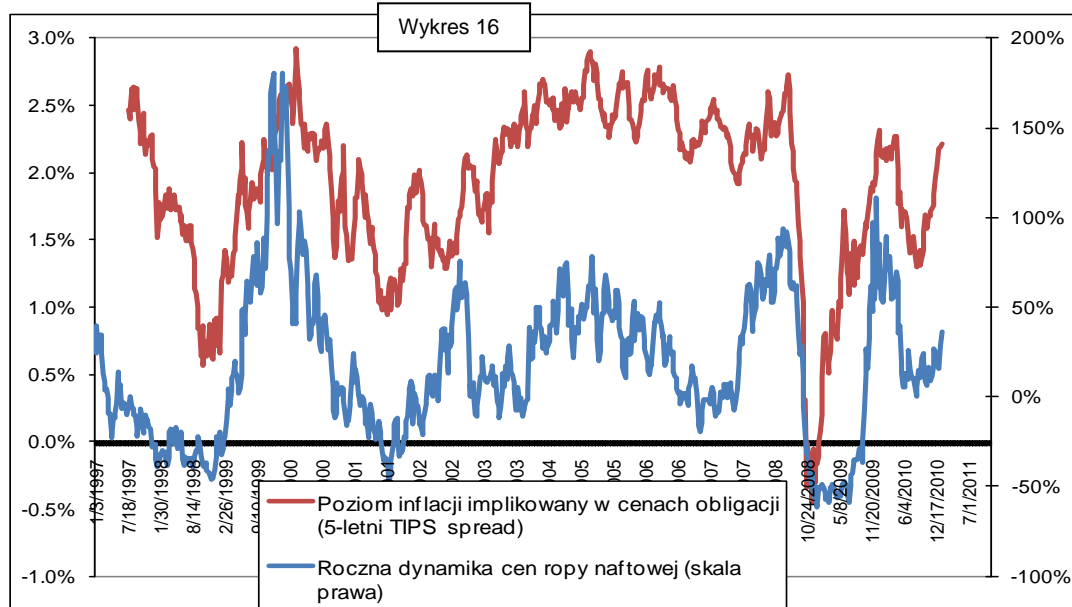
Przyjmując jednak robocze założenie, że nie grozi nam w najbliższym czasie kolejna odłona globalnego „credit crunchu” można uznać, że zaczynamy właśnie drugie podejście do wejścia na ścieżkę długoterminowego trendu wzrostu inflacji.

Jak na razie schemat wzrostu cen w gospodarce wydaje się podobny do scenariusza z lat 2004-2008, zarówno biorąc pod uwagę jego strukturę, jak i tempo (wykres 15).

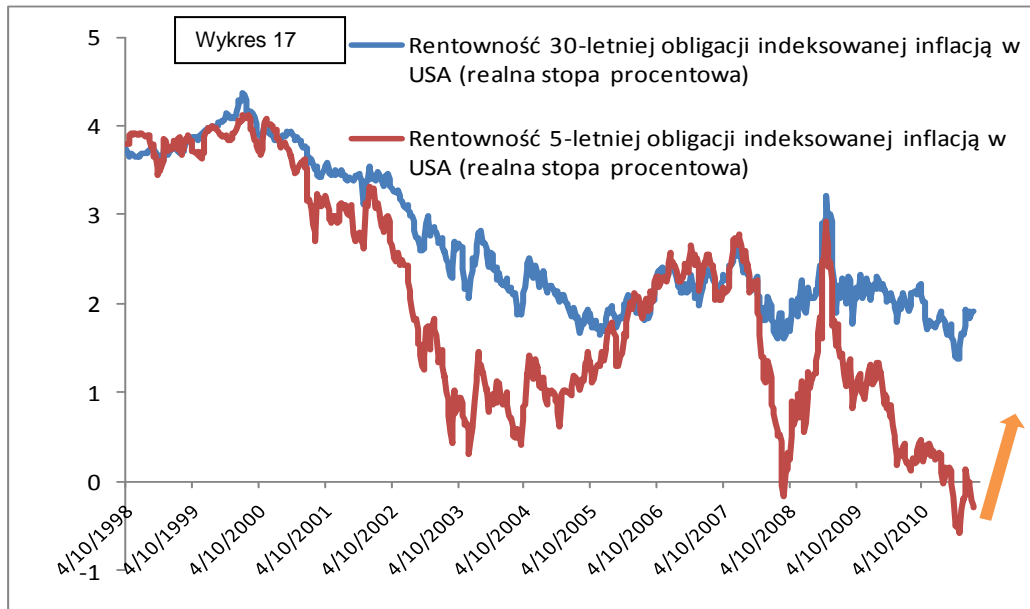


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podobnie jak na przełomie lat 2007-2008 główną siłą sprawczą są ceny ropy, niektórych metali oraz żywności (wykres 16). Taka struktura inflacji powoduje, że inwestorzy oraz banki centralne traktują dotychczasowy wzrost cen z dość dużą rezerwą uznając, że wysoka dynamika cen surowców nie przeniesie się na szeroki koszyk towarów i usług.

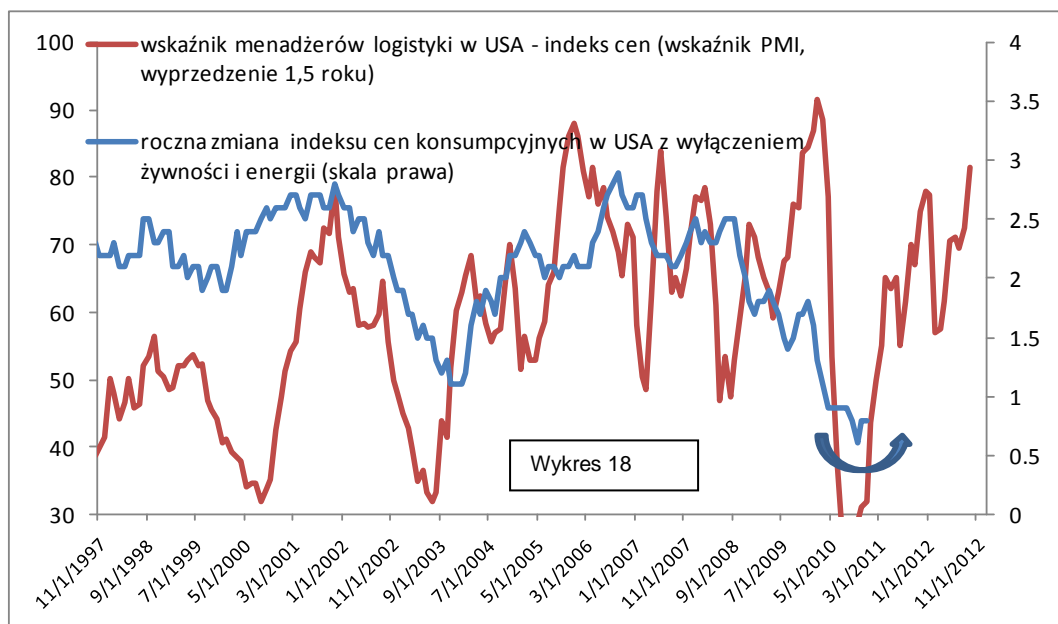


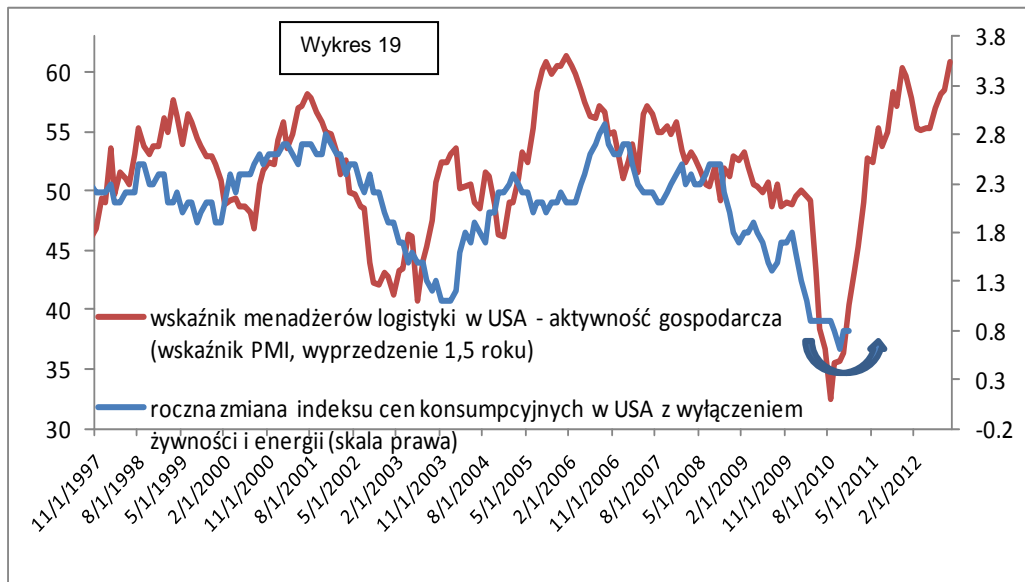
Dlatego, pomimo ostatniego wzrostu rentowności długoterminowych obligacji, realne stopy procentowe w USA znajdują się na historycznie niskich poziomach, a w przypadku 5-latek są nawet ujemne (wykres 17). Nikt jeszcze nie wierzy, że inflacja może przez najbliższe kilka lat wzrosnąć do poziomów wyższych niż notowane średnio w ostatnich dziesięciu latach.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

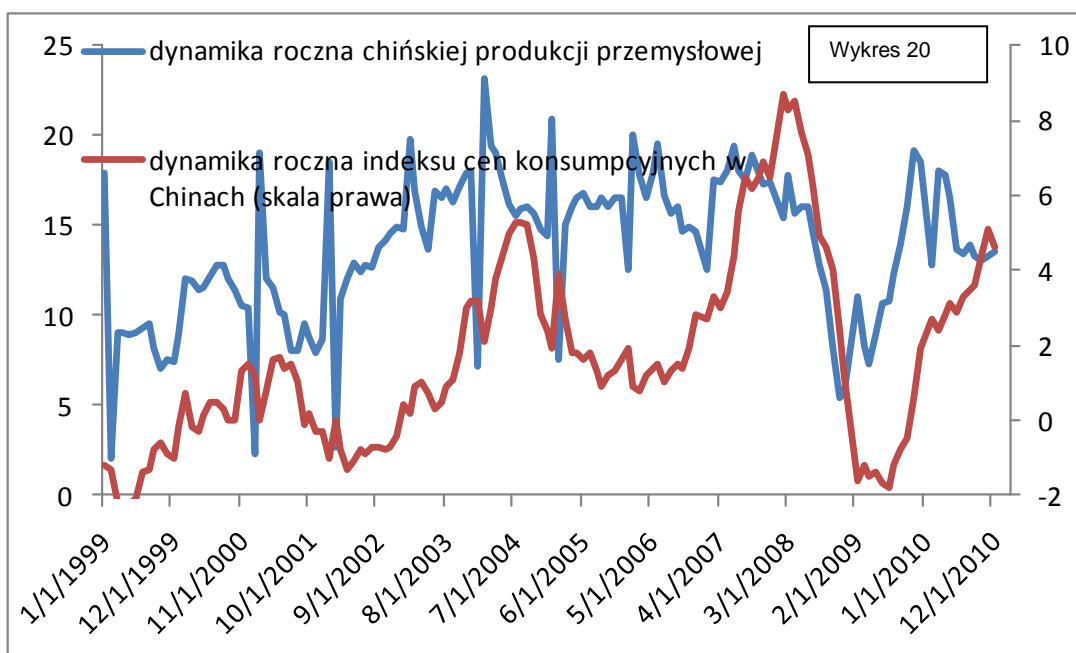
Takie nastawienie rynku jest o tyle słuszne, że wskaźniki inflacji bazowej w USA i Europie w dalszym ciągu znajdują się na rekordowo niskich poziomach. Biorąc jednak pod uwagę opóźnienie, z jakim szerokie spektrum cen reaguje na poprawiający się stan gospodarki oraz wzrosty cen surowców można przypuszczać, że rok 2011 będzie stał pod znakiem wyraźnego odbicia w dynamice inflacji bazowej (wykresy 18 i 19).



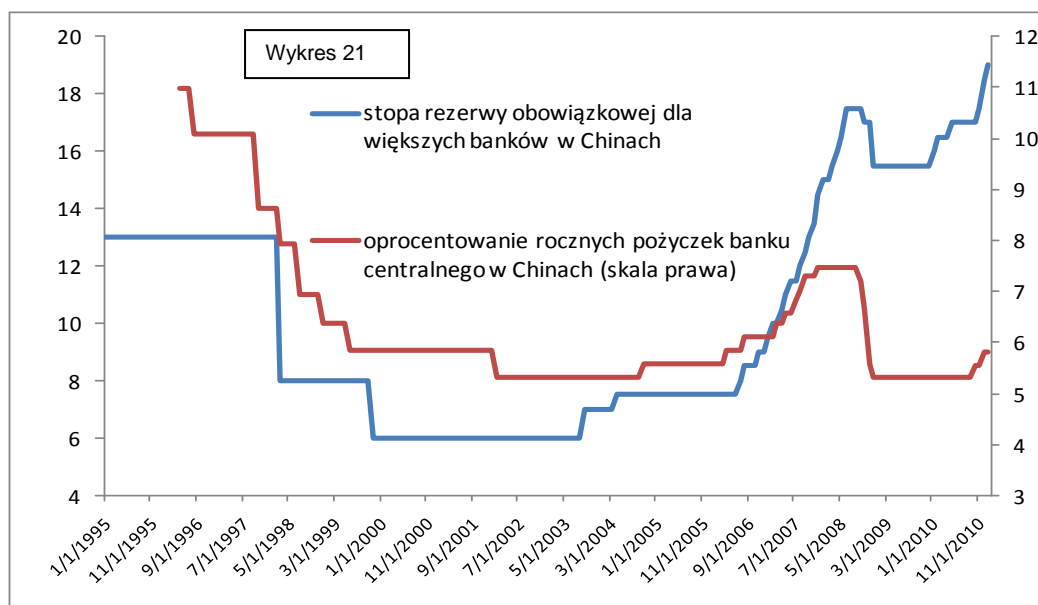


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Oczywiście banki centralne w krajach Emerging Markets borykają się z silnie rosnącą presją cenową w gospodarce już od pewnego czasu. W przeciwieństwie do państw rozwiniętych jednym z problemów, które nasilają tendencje inflacyjne na rynkach wschodzących jest znacząca dynamika akcji kredytowej i stymulujący ją silny popyt wewnętrzny. Zupełnie naturalną reakcją tych instytucji monetarnych jest zarówno wzrost krótkoterminowych stóp procentowych, jak i podnoszenie rezerw obowiązkowych (wykresy 20 i 21).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

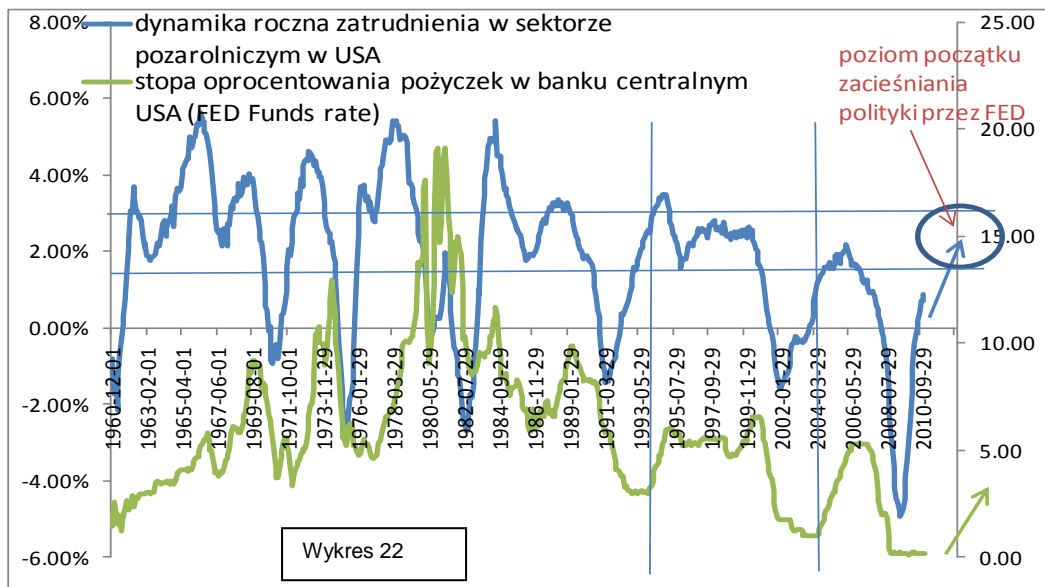
Na tym tle działania Fed i ECB idą w zupełnie innym kierunku. W szczególności amerykański bank centralny w niewielkim stopniu przejmuje się potencjalnym wzrostem inflacji. Zdecydowanie większe znaczenie przywiązuje się tam do trwałości wzrostu gospodarczego i rzeczywistej, widocznej poprawy na rynku pracy. Opierając się na słowach samego Bena Bernanke

„...biorąc pod uwagę, że wzrost gospodarczy będzie jeszcze przez pewien czas dość stonowany, a pracodawcy niezbyt chętnie będą zwiększać zatrudnienie, kilka lat może zająć powrót stopy bezrobocia do bardziej normalnego poziomu. Dopóki nie zanotujemy trwałego okresu zwiększania zatrudnienia, nie możemy uznać odbudowy gospodarczej za dokonaną.”

(Ben Bernanke przemówienie z 3 lutego 2011 roku)

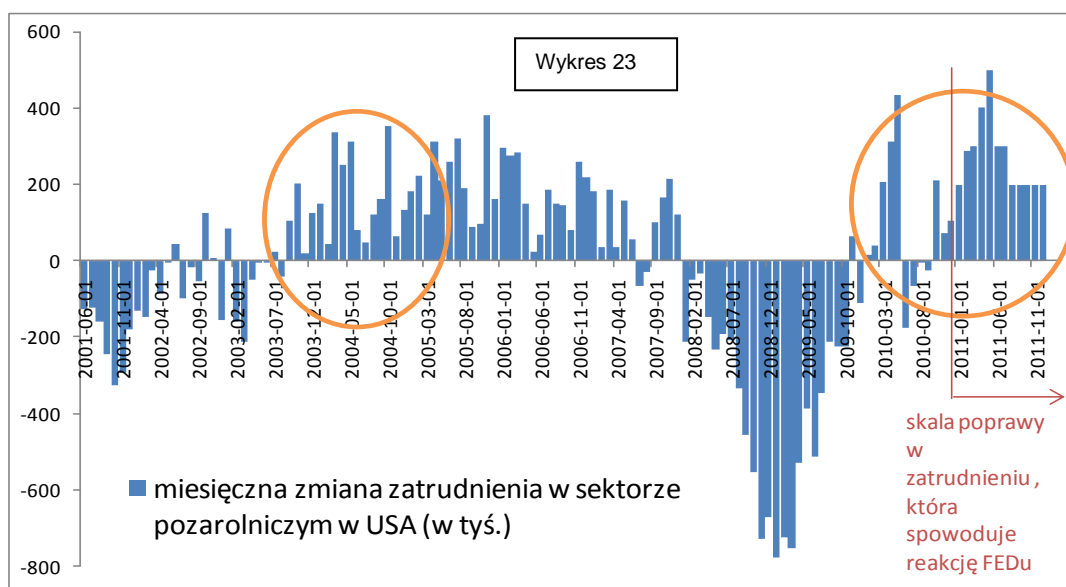
i analizując historię działań Fedu w czasie poprzednich dwóch cykli podwyżek, scenariusz rozpoczęcia w tym roku wzrostu podstawowych stóp uznaję za mało prawdopodobny.

Co musiałoby się zmienić w sytuacji makroekonomicznej Stanów Zjednoczonych, żeby usprawiedliwić podwyżkę stóp? Posługując się historycznymi analogiami, roczna dynamika zatrudnienia w sektorze pozarolniczym powinna wzrosnąć z obecnego 1% do poziomu 2-3% (wykres 22).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Chociaż, może się to wydawać stosunkowo niewielką zmianą, jednak w wartościach nominalnych musiałyby to oznaczać wzrost zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce o prawie 3 miliony osób w 2011 roku. Ponieważ w roku ubiegłym powstało w USA ponad 1 milion nowych miejsc pracy, potrojenie tej liczby będzie nie lada wyzwaniem (wykres 23).



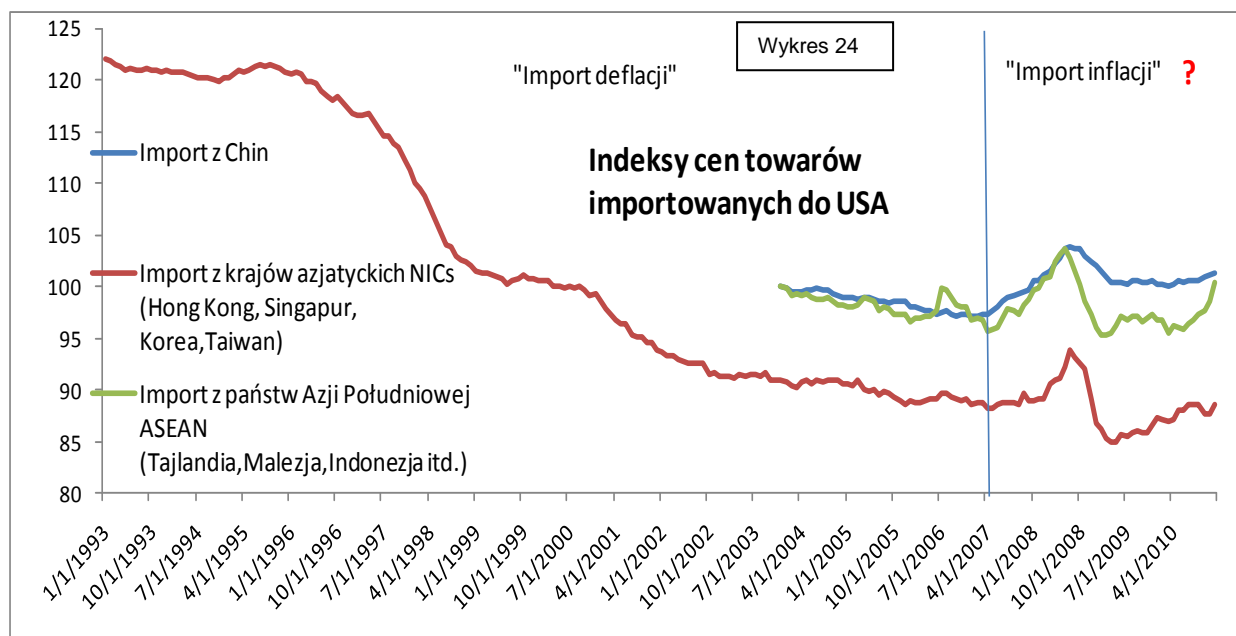
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Teoretycznie, ograniczony wzrost zatrudnienia oraz płac w gospodarce amerykańskiej i europejskiej powinien powodować znikomą presję na wzrost ogólnego poziomu cen w gospodarce. Jednak biorąc pod uwagę skalę osiągniętej przez świat globalizacji może się okazać, że inflacja zostanie zaimportowana na amerykańską ziemię z zewnątrz i to z kierunku, którego najmniej byśmy się spodziewali.

Azja, a w szczególności Chiny stanowiące przez ostatnie 20 lat niewyczerpalne źródło tanich towarów dla europejskich i amerykańskich klientów, może zmienić się z eksportera światowej deflacji w eksportera globalnej inflacji, obejmującej praktycznie wszystkie wytwarzane tam towary (wykres 24).

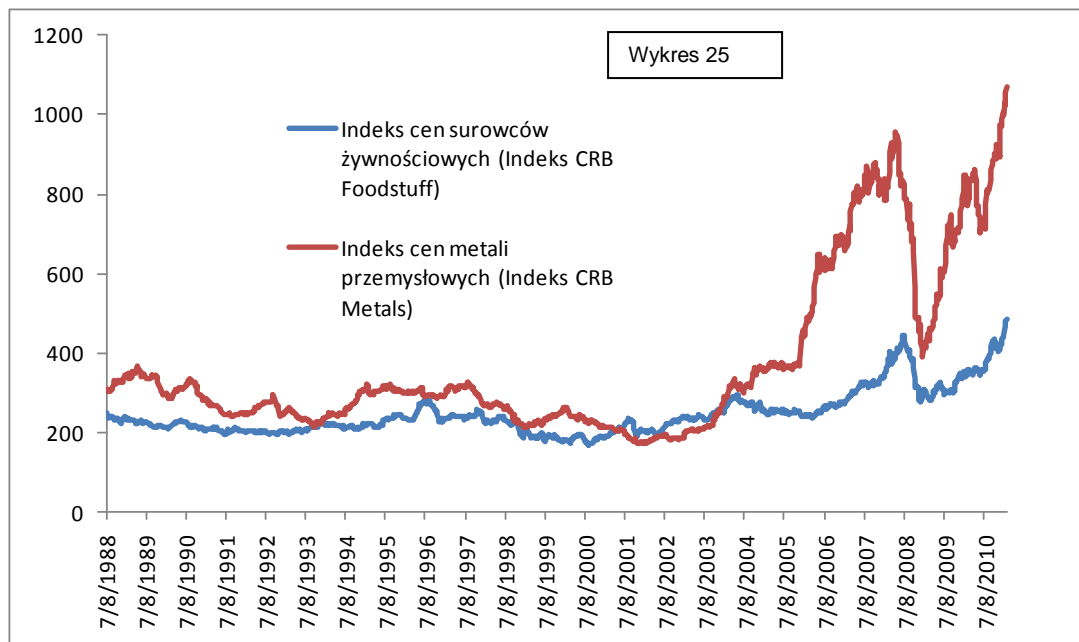
Ponieważ znaczna część produktów sprzedawanych w największej sieci tanich supermarketów w USA, czyli sklepach Wal-Mart, pochodzi właśnie z krajów azjatyckich, jakkolwiek wzrost cen sprowadzanych towarów musi przełożyć się na podwyżkę cen dla przeciętnego amerykańskiego konsumenta (marże supermarketu są na tyle małe, że nie będzie można zneutralizować wzrostu cen poprzez ich obniżkę).

Inflacyjne konsekwencje takiego, dość kontrowersyjnego scenariusza nie będą oczywiście nagle i dramatyczne. Może to być raczej długoterminowy proces w stylu „kropla draży skałę”, jednak jego pierwsze efekty dostrzegalne są już dziś. Ceny importowanych z Azji do USA produktów zaczynają powoli rosnąć i nie jest to wyłącznie wina drożającego Juana.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Równie duże znaczenie ma dynamiczny wzrost cen surowców przemysłowo-energetycznych, które stanowią zasadniczy element kosztów w chińskich przedsiębiorstwach, w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych gdzie prym wiodą koszty pracy (wykres 25).



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

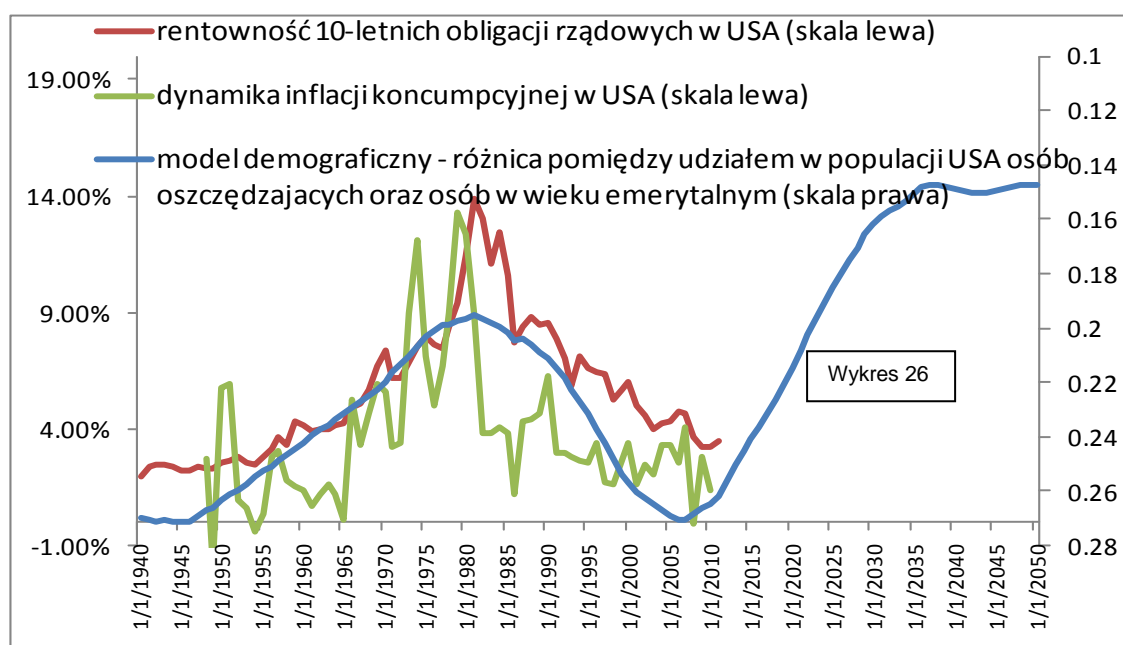
Co ciekawe, ten ostatni czynnik stanowiący podstawową przewagę azjatyckich gospodarek nad producentami w krajach rozwiniętych zaczyna powoli niepokoić zarządy chińskich przedsiębiorstw, gdyż z czasem wzrost płac może odbić się na rentowności ich firm (okładka poniżej).



Okładka pisma „The Economist” z 31/07/2010

Jednak nie tylko zewnętrzne zagrożenia związane z importem inflacji mogą wpłynąć na trend w którym podążać będzie wskaźnik cen oraz rynkowe stopy procentowe na przestrzeni kolejnych kilku lat.

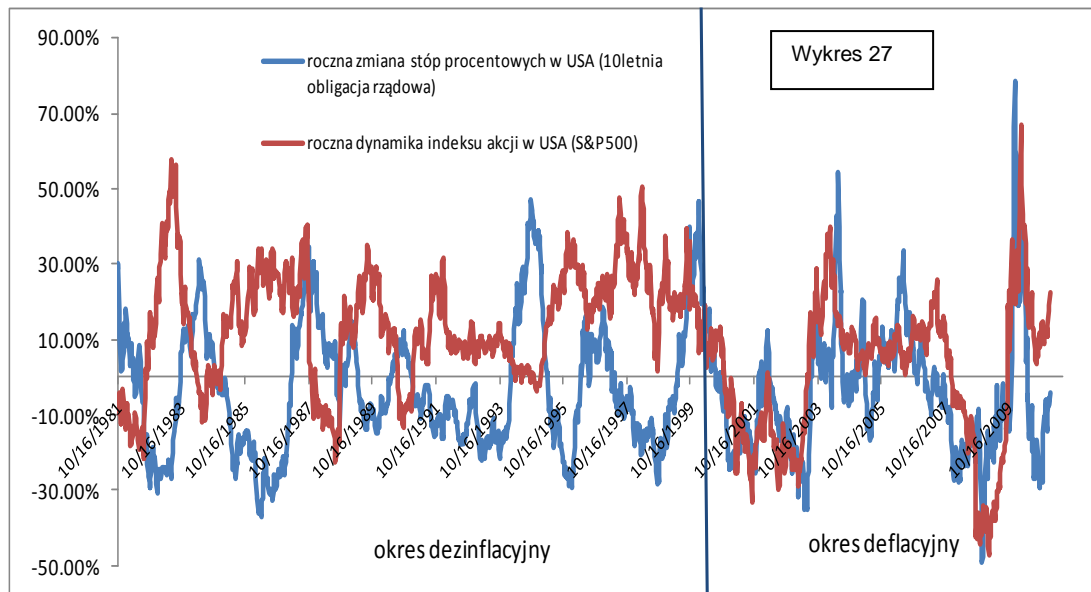
Istotne znaczenie mogą mieć również długoterminowe procesy, jakie zachodzą w amerykańskim społeczeństwie od wielu lat. Chodzi oczywiście o demografię. Zgodnie z prostym modelem opartym na porównaniu liczby osób gromadzących oszczędności (High Savers – osoby w wieku 35-64 lata) z osobami korzystającymi z nagromadzonych wcześniej środków lub państwowego systemu świadczeń emerytalnych (osoby powyżej 65 roku życia), wchodzimy właśnie w długoterminowy okres wzrostu inflacji i stóp procentowych (wykres 26 – na podstawie analiz firmy EMphase Finance).



Trudno jednoznacznie stwierdzić na ile przedstawiona zależność jest statystycznie i logicznie istotna jednak ze względu na to, że zmiany demograficzne w najbliższych 20 latach są już zdeterminowane, musimy zdawać sobie sprawę z różnych konsekwencji takiego stanu rzeczy.

Jeżeli postawiona wyżej teza o rozpoczęciu globalnej fali wzrostu inflacji okaże się prawdziwa, trzeba przyrzeć się konsekwencjom takiego scenariusza dla aktywów finansowych.

Po pierwsze można założyć, że rozpoczęty w 2000 roku okres deflacyjny w światowej gospodarce po kolejnych 10 latach uległ zakończeniu. W przeciwieństwie do wcześniejszego okresu – dezinflacji, faza deflacji charakteryzowała się wysoką korelacją pomiędzy zmianami rynkowych stóp procentowych, a dynamiką rynku akcji (wykres 27).

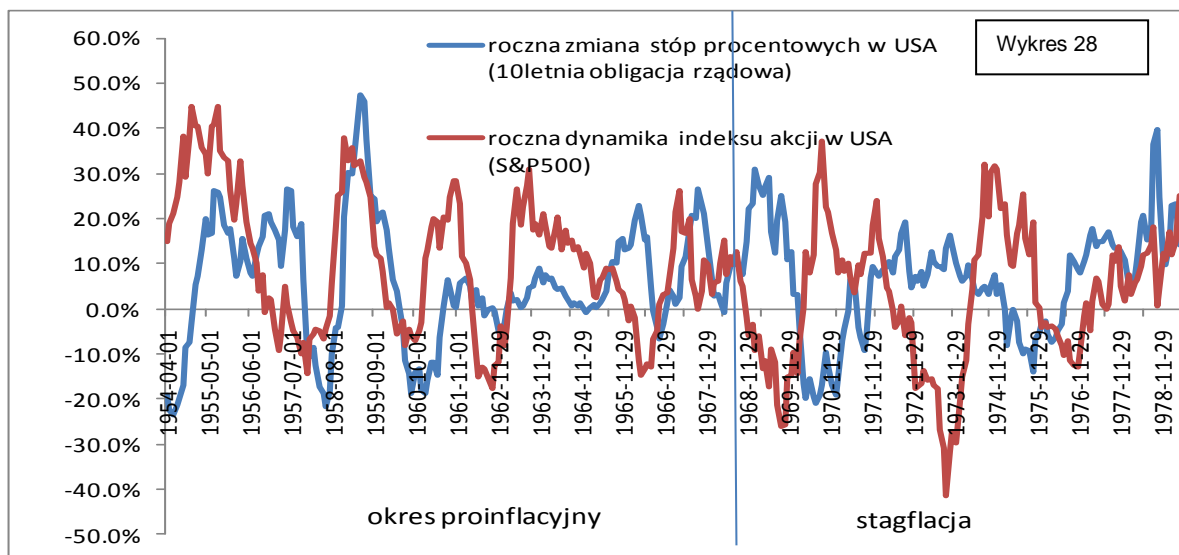


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Upraszczając, przez ostatnią dekadę wzrostowi rentowności długoterminowych obligacji towarzyszył wzrost indeksów giełdowych. Natomiast spadki kursów spółek były zbieżne ze wzrostem wartości obligacji, czyli spadkiem ich rentowności.

Jeżeli znajdujemy się obecnie na początku nowego cyklu, proinflacyjnego, to podobnie jak w latach 50-tych i 60-tych korelacja pomiędzy akcjami i obligacjami będzie taka sama jak w czasie ostatnich 10 lat. Inflacyjny wzrost rentowności obligacji skarbowych będzie miał pozytywne przełożenie na rynek akcji.

Oczywiście do czasu, gdy poziom inflacji przekroczy taki poziom, przy którym przedsiębiorstwa zaczną mieć problemy z utrzymaniem rentowności i gospodarka wejdzie w fazę stagflacji (wykres 28).

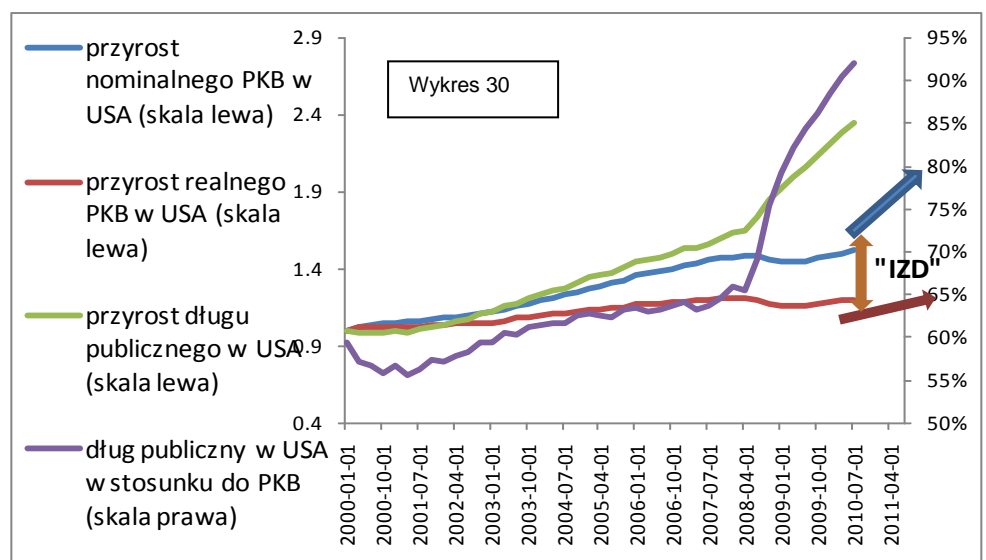
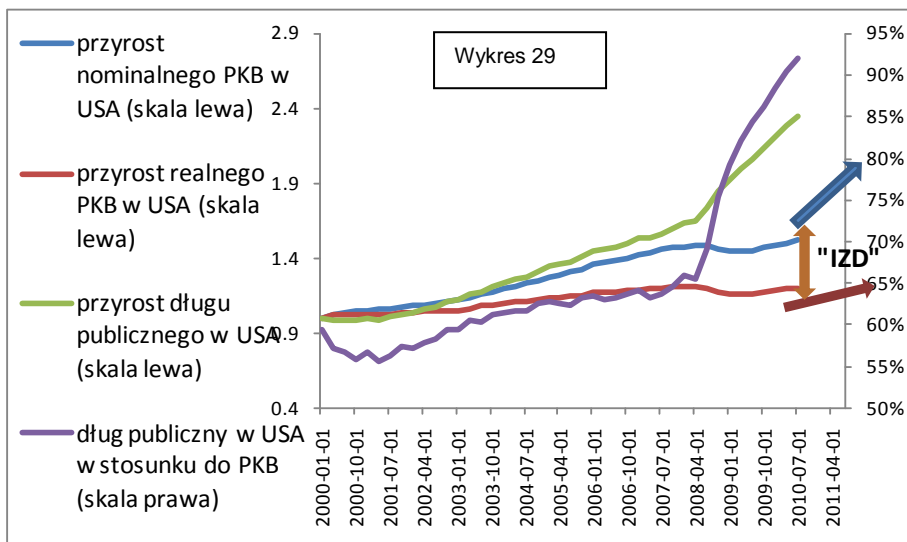


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Znacząca inflacja może i stanie się przeszkodą dla wzrostów na rynkach akcji, ale spowoduje jeszcze inny efekt, który będzie na rękę światowym decydom. Konsekwencją wysokiego wzrostu cen jest zmniejszenie się realnej wartości zadłużenia skarbu państwa.

Przedstawiając to bardziej dosadnie, obecne problemy, którymi żyje świat mogą zostać szybko „rozwiązane” przez mechanizm „IZD”, czyli Inflacyjnego Zjadacza Długu, który był często wykorzystywany przez zadłużone po uszy państwa (wykresy 29 i 30).

Biorąc pod uwagę wielkość obecnego zadłużenia rządowego, zdecydowane zmniejszenie zobowiązań państwowych w globalnej skali, może nastąpić jedynie poprzez hiperinflację lub przejęcie długu przez banki centralne, co jest w gruncie rzeczy prostszą wersją rozwiązania inflacyjnego. Dość ponurą alternatywą do powyższego scenariusza jest kolaps światowego systemu finansowego i ogłaszanie niewypłacalności kolejnych państw. Dlatego scenariusz inflacyjny wydaje się zdecydowanie bardziej prawdopodobny.



Źródło: Bloomberg, opracowanie 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).