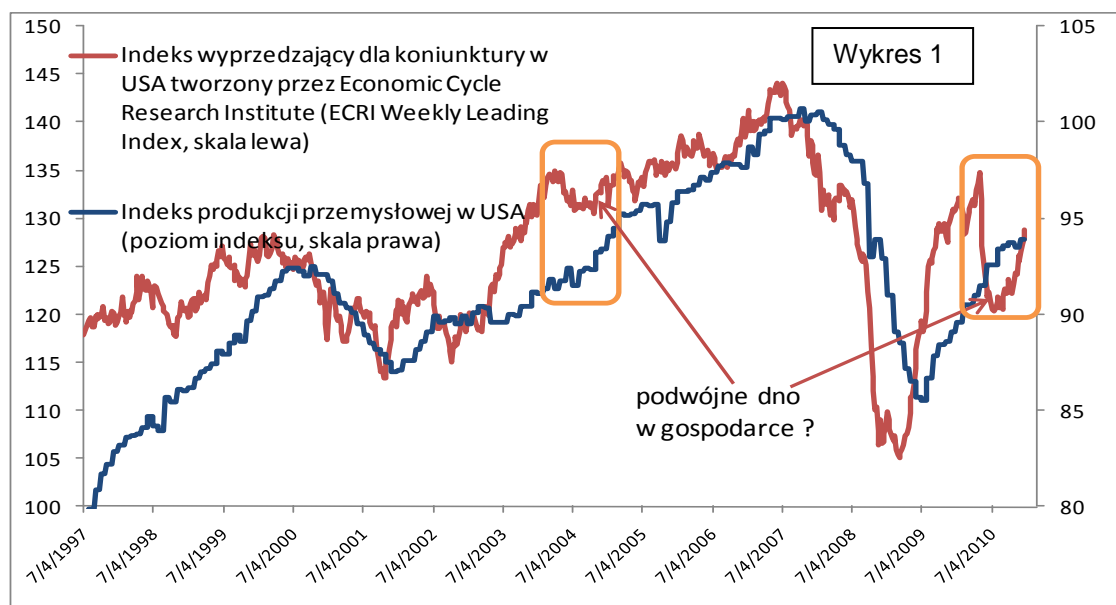


Miniony rok, pomimo wielu turbulencji gospodarczych na świecie, inwestorzy, lokujący swoje środki w aktywach ryzykownych, mogą uznać za udany. Wzrosty na rynkach akcji widoczne przede wszystkim w drugiej połowie roku, były tym bardziej imponujące, że odbywały się w atmosferze oczekiwania bądź to na podwójne dno w gospodarce światowej, bądź to na upadek Strefy Euro i bankructwa krajów peryferyjnych tej Strefy. Dodatkowo, inwestorzy musieli poradzić sobie z zagrożeniami związanymi z możliwością wybuchu „wojen walutowych” oraz ewentualnym zakończeniem wzrostu chińskiej gospodarki.

Sprawą, która najmocniej przykuwała wzrok giełdowych graczy w czasie wiosennych i letnich miesięcy, była możliwość wystąpienia drugiej fali recesji gospodarczej na świecie. Groźba ta była tym bardziej realna, że wiele wskaźników wyprzedzających koniunkturę, przede wszystkim w USA, zaczęło zdradzać oznaki słabości, a niektóre, tak jak indeks ECRI dawały dość wyraźny sygnał o nadchodzących problemach (wykres nr 1).

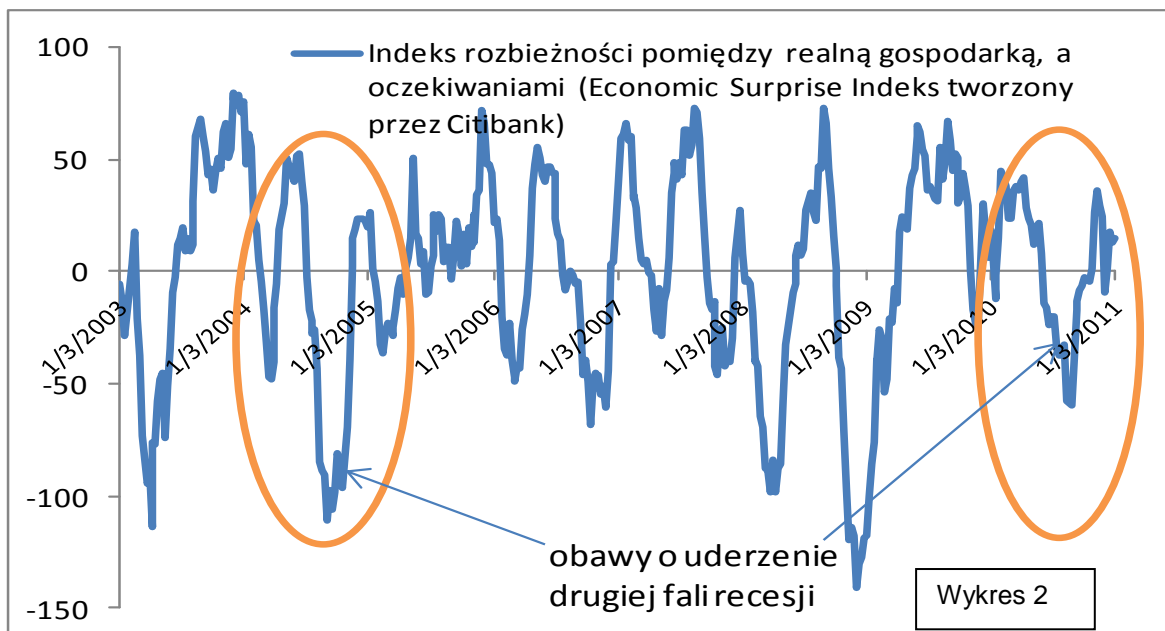
Pół roku po tamtych wydarzeniach, warto znowu przyjrzeć się wskaźnikowi, którego nagły spadek tak mocno wystraszył inwestorów giełdowych w maju i czerwcu 2010 roku. Okazuje się, że indeks ECRI równie szybko jak spadł tak samo dynamicznie zaczął rosnąć, pozostawiając pesymistów, widzących już powtórkę z recesji 2008 roku w dość istotnym dysonansie poznawczym. Pomimo wyraźnych sygnałów płynących ze wskaźników wyprzedzających indeksy pokazujące nominalny stan gospodarki w USA, zarówno po stronie przemysłu, jak i sprzedaży detalicznej, nie potwierdziły wystąpienia negatywnych trendów w realnej gospodarce.



Źródło: Bloomberg, opr. własne

Zachowanie się wskaźnika ECRI w ubiegłym roku, zdecydowanie bardziej przypomina lata 2004/2005 niż okres lat 2007/2008. W drugiej połowie 2004 roku pojawiły się tak samo silne obawy o rychłe wejście światowej gospodarki w fazę recesji, jak to miało miejsce w połowie minionego roku.

Wtedy również, podstawą do snucia ponurych wizji był spadek wskaźników wyprzedzających oraz pogorszenie się odczytów wielu danych makroekonomicznych w stosunku do ich oczekiwanej wartości (wykres nr 2).



Podobnie jak wiosną 2010 roku, także pod koniec 2004 roku ewentualne zagrożenia stały się na tyle namacalne, że zaczęły straszyć z pierwszych stron gazet (okładki poniżej).



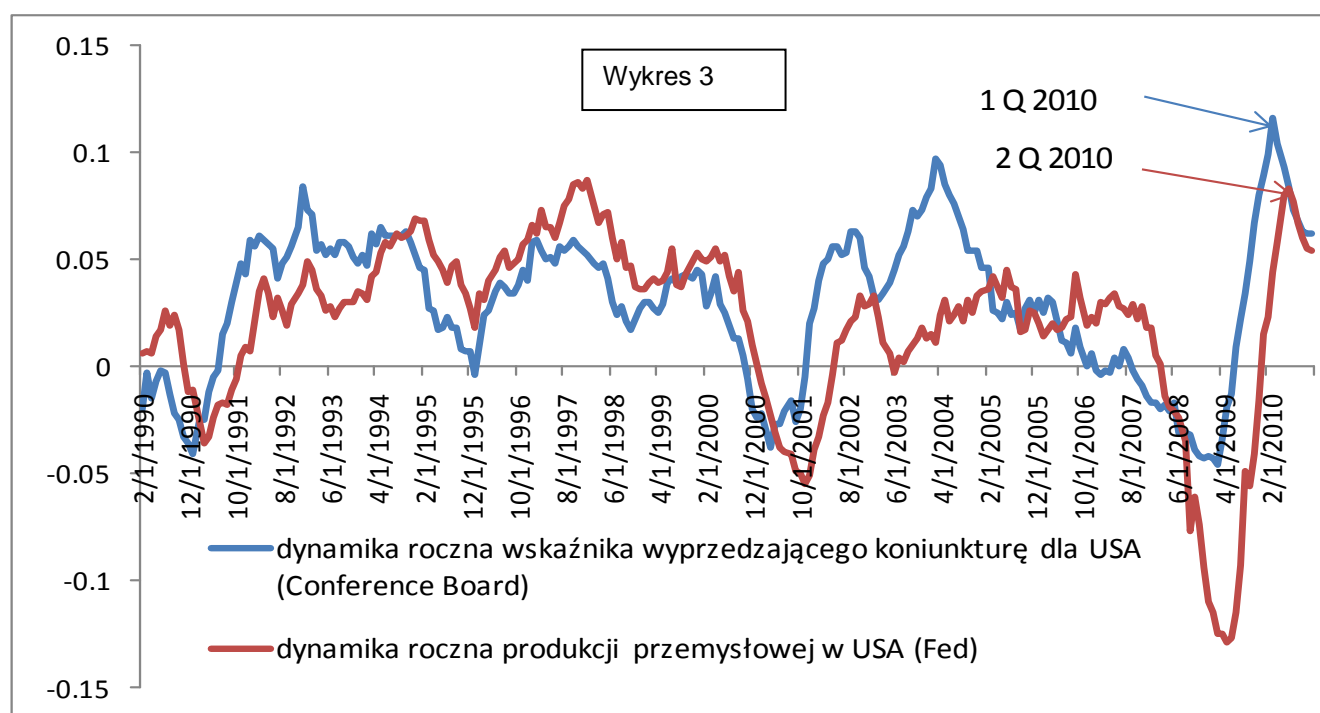
Okładka pisma „The Economist” z 29/05/2010



Okładka pisma „The Economist” z 02/10/2004

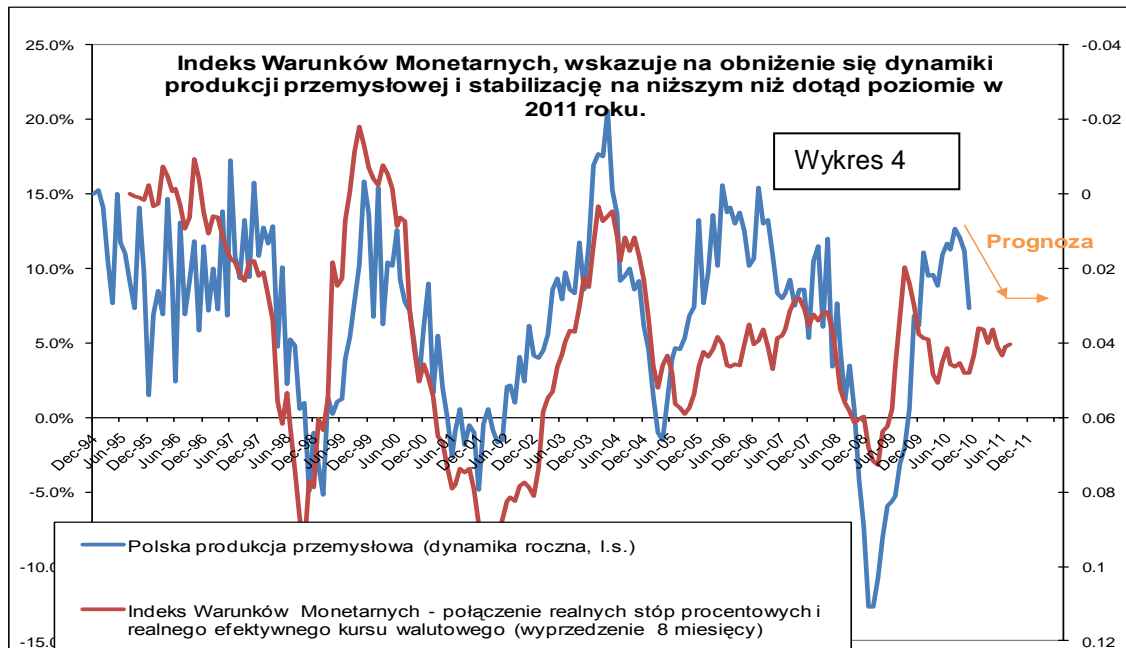
Jednak ani w 2004 ani w 2010 roku, negatywne scenariusze dla światowej gospodarki nie sprawdziły się. Pamiętając o wszystkich różnicach jakie można znaleźć pomiędzy obecnym, a poprzednim cyklem koniunkturalnym, w dalszym ciągu uznajemy, że warto jest spoglądać na rozwój sytuacji ekonomicznej oraz trendów na rynkach finansowych z tamtego okresu, próbując ocenić zachowanie się wskaźników makroekonomicznych oraz giełd w bieżącym roku.

Oczywiście, widoczne w pierwszych miesiącach 2010 roku, pogorszenie się wskaźników wyprzedzających w USA czy Europie miało swoje konsekwencje, jednak ograniczyły się one do lekkiego spowolnienia tempa wzrostu produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej czy nowych zamówień w przedsiębiorstwach. W większości światowych gospodarek, zmniejszenie dynamiki wzrostu wielu indeksów ekonomicznych nastąpiło już w drugim kwartale ubiegłego roku i w gruncie rzeczy trwa do dnia dzisiejszego (wykres nr 3). Ponieważ nie towarzyszył temu nominalny spadek wielkości produkcji lub sprzedaży, rynki akcji nie odczuły skutków „statystycznego” spowolnienia w gospodarce.



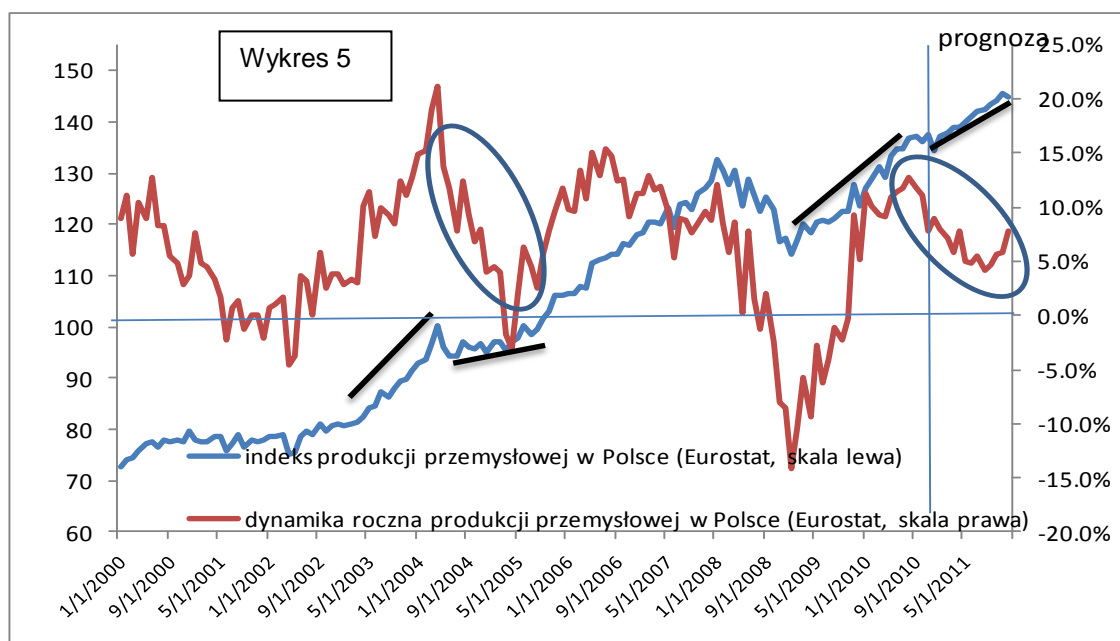
Źródło: Bloomberg, opr. własne

Na tym tle polskie wskaźniki gospodarcze wyglądały do niedawna zagadkowo dobrze. Utrzymujący się powyżej 10% rocznie wzrost produkcji przemysłowej nie podążał za delikatnym spowolnieniem widocznym na całym świecie (również na rynkach wschodzących) – (wykres nr 4).



Co ważniejsze, nastąpił dość znaczący rozjazd pomiędzy wskazaniem stosowanego przez nas do prognozowania dynamiki produkcji modelu, opartego na realnych stopach procentowych i na realnym, efektywnym kursie walutowym, a rzeczywistą dynamiką wartości wytworzonych w przedsiębiorstwach dóbr. Wydaje nam się jednak, że co prawda z opóźnieniem, ale spowolnienie tempa produkcji przemysłowej właśnie się zaczęło w naszym kraju i powinno potwierdzić kolejne 2-3 kwartały.

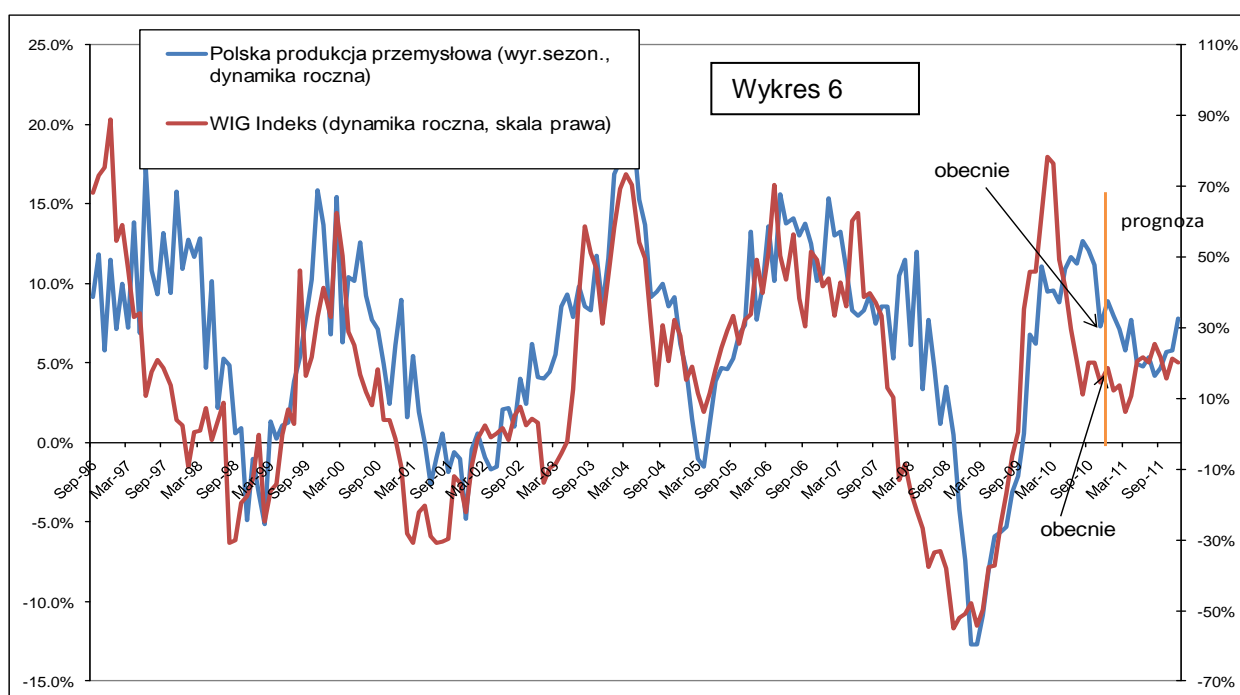
Nie powinno pociągnąć to za sobą istotnych negatywnych skutków dla polskiej gospodarki oraz przedsiębiorstw, ponieważ nominalny wzrost produkcji, sprzedaży oraz zamówień będzie trwał nadal, chociaż przy nieco mniejszej dynamice (wykres nr 5).



W pewnym stopniu najbliższe miesiące będą odpowiednikiem spowolnienia polskiej gospodarki, do jakiego doszło na przełomie 2004 i 2005 roku, tuż po akcesji do Unii Europejskiej w wyniku znaczącego umocnienia się naszej waluty.

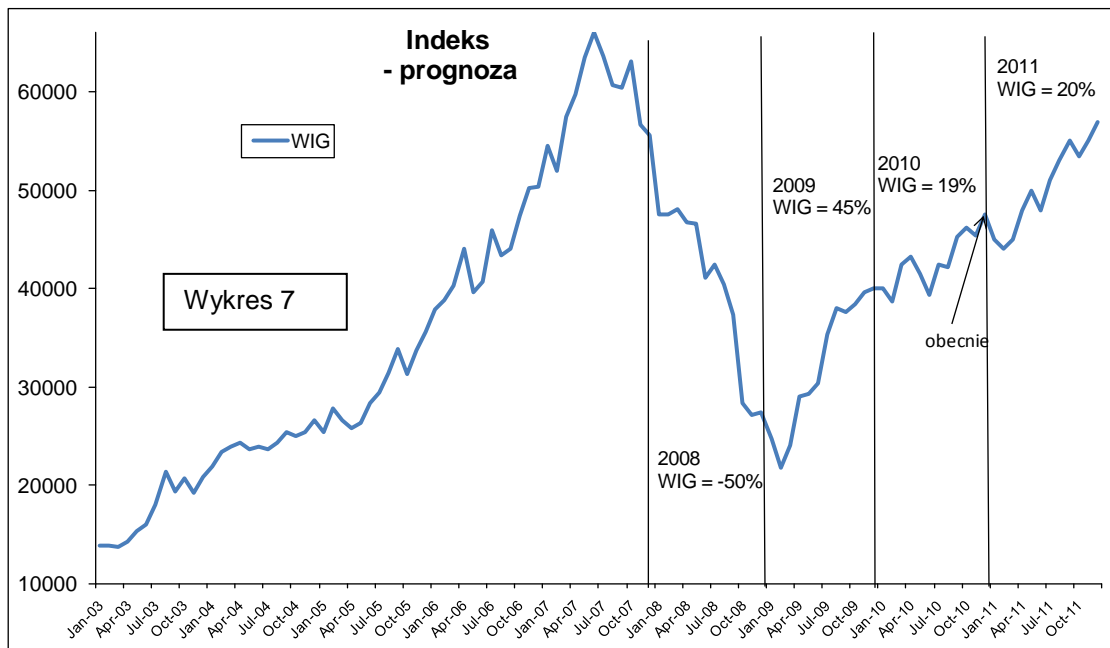
Oczekiwane przez nas zmniejszenie tempa wzrostu będzie zdecydowanie łagodniejsze od tego sprzed 6 lat i powinno zakończyć się w trzecim kwartale bieżącego roku. Inwestycje związane z wykorzystaniem funduszy europejskich powinny w zdecydowany sposób wspierać przychody krajowych firm, ale z drugiej strony obserwowany od ponad roku trend odbudowywania zapasów w przedsiębiorstwach, ulegnie istotnemu ograniczeniu.

Biorąc pod uwagę korelację pomiędzy stanem gospodarki, a zachowaniem się rynku akcji, kursy giełdowych spółek zdołały już zdyskontować obstawiany przez nas scenariusz. Aby obserwowana od lat zbieżność nadal pozostawała w mocy, niepotrzebny jest dalszy spadek rocznej dynamiki głównych indeksów giełdowych, co oznacza, że spodziewamy się utrzymania średnioterminowego trendu wzrostowego na rynku akcji, pomimo zmniejszenia się tempa wzrostu produkcji (wykres nr 6).



Źródło: Bloomberg, opr. własne

Przekładając prognozy dotyczące dynamiki indeksu polskich akcji na nominalne wartości indeksu, można pokusić się o całoroczną prognozę dla szerokiego rynku akcji, opartą na założeniach makroekonomicznych. Zgodnie z przyjętym scenariuszem rok 2011 powinien być równie dobry dla inwestorów jak rok ubiegły. Indeks szerokiego rynku WIG, powinien wzrosnąć o kolejne 20%, kończąc rok na poziomie 57000 punktów (wykres nr 7).



Tym, co powinno odróżniać rok 2011 od poprzedniego będzie naszym zdaniem struktura wzrostu na rynku akcji, w podziale na segmenty rynkowe. Posługując się w dalszym ciągu analogią do poprzedniego cyklu gospodarczego, uważamy, że trwający od ponad roku okres korekty na siłę relatywnej mniejszych spółek w stosunku do firm o dużej kapitalizacji ma się ku końcowi. Jesteśmy zdania, że podobnie jak pod koniec 2005 roku, segment spółek o mniejszej kapitalizacji i płynności ma szansę rozpocząć trend bicia, zarówno indeksu dużych spółek z WIG20, jak i spółek średnich z mWIG40, czyli dokonać sztuki, która nie udała mu się w minionym roku (wykres nr 8).



Źródło: Metastock, obliczenia własne

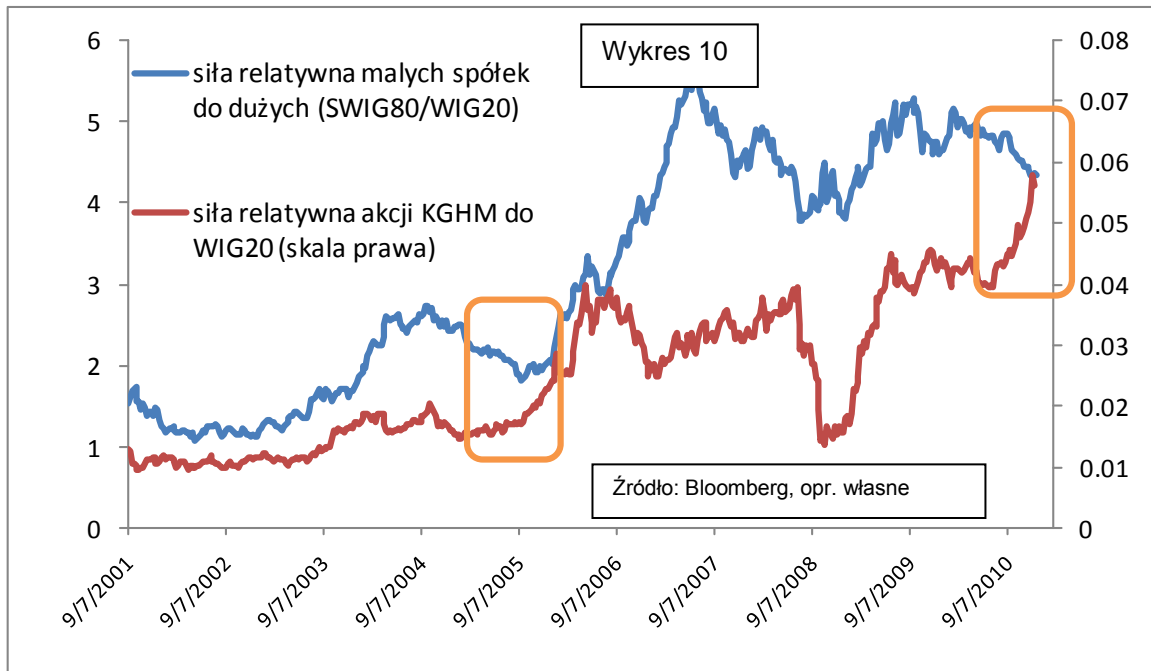
Nie zakładamy oczywiście, że przed nami jest porównywalna do tej z 2006 roku hossy na małych spółkach, ale wydaje się prawdopodobne, że podobnie jak w latach 2004/2005, obecny – trwający od sierpnia 2009 roku - przystanek, jaki indeks sWIG80 zrobił sobie na poziomie 11/12tys. punktów, skończy się wybiciem w górę (wykres nr 9).



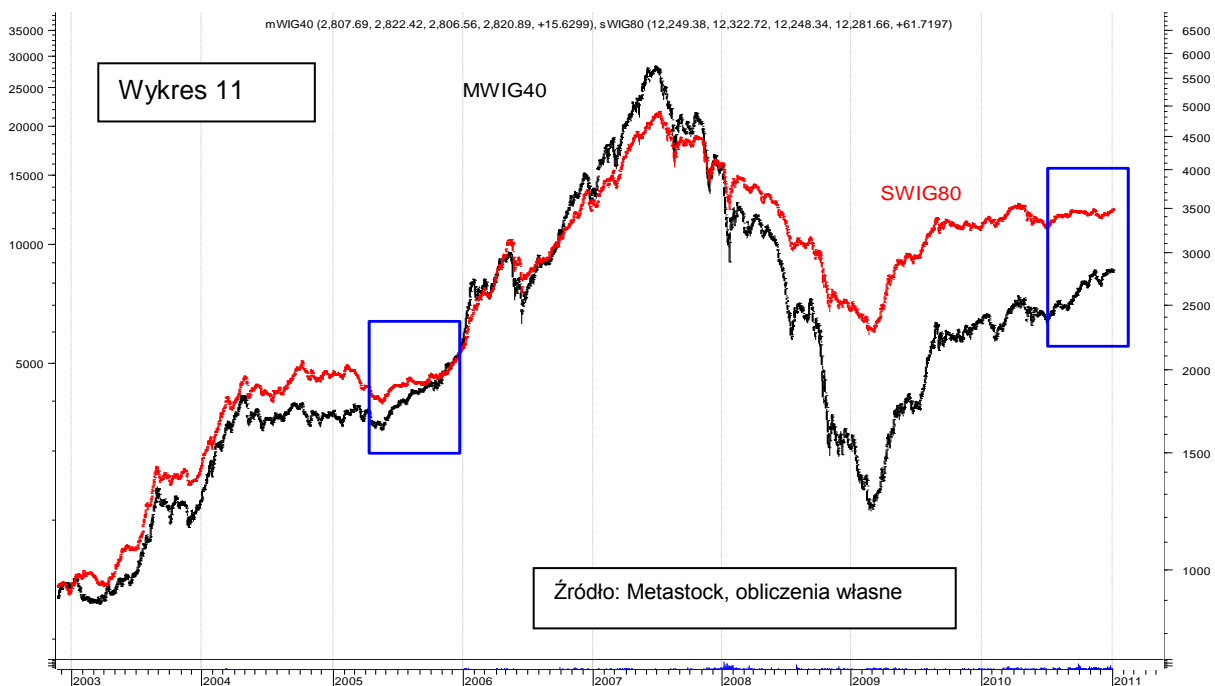
Wybicie się z tak długiej konsolidacji powinno skutkować dość znaczącym wzrostem indeksu małych spółek, którego zasięg szacujemy na poziomie 15700 punktów, co przekłada się na 28% wzrost sWIG80 w 2011 roku.

Paradoksalnie, jednym z czynników, które wspierają porównanie obecnej sytuacji w segmencie mniejszych spółek do końcówki 2005 roku, jest zachowanie się akcji KGHM na tle rynku w ostatnich kilku miesiącach. Bardzo wyraźny wzrost siły KGHM w stosunku do WIGu20 w drugiej połowie 2010 roku przypomina zachowanie się kursu krajowego producenta miedzi w ostatnich miesiącach 2005 roku. Zgodnie ze schematem nakreślonym 5 lat temu, znaczący wzrost siły spółki KGHM powinien o kilka miesięcy wyprzedzić powrót małych spółek na najwyższy stopień giełdowego podium (wykres nr 10).

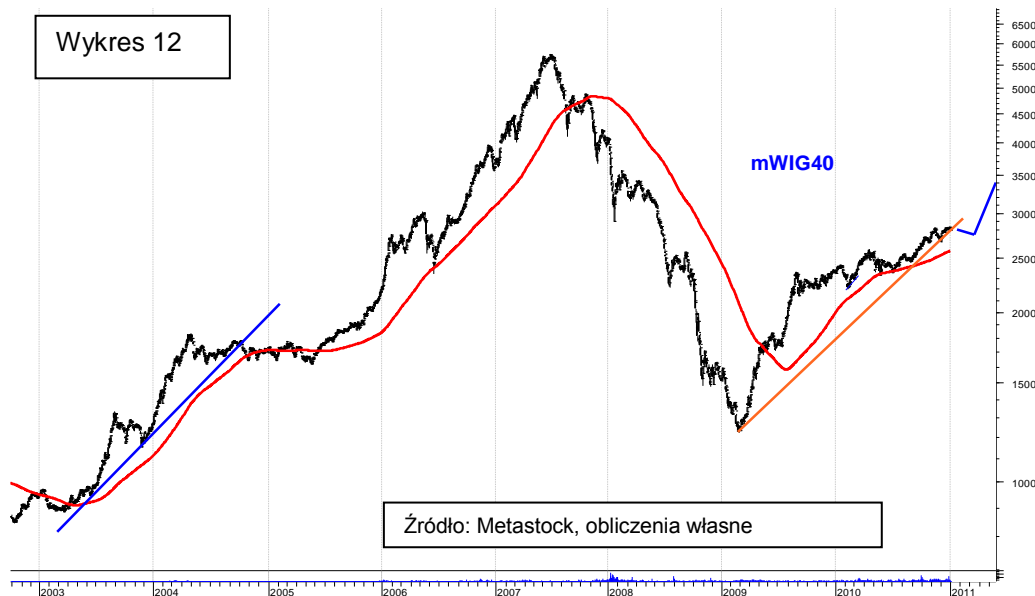
Ponieważ akcje KGHM uznawane są za najbardziej cykliczne i wrażliwe na koniunkturę, a więc naznaczone sporym ryzykiem, aktywność wśród plejady dużych spółek, wyraźny wzrost zainteresowania tą firmą może świadczyć o wznowieniu trendu pogoni za ryzykiem, czytaj pogoni za potencjalnie większym zyskiem. Z tej perspektywy, wzrost zainteresowania akcjami mniejszych firm w 2006 i mamy nadzieję w 2011 roku, może być uznany za kolejny krok w poszukiwaniu większych stóp zwrotu z inwestycji przy akceptowaniu jeszcze większego ryzyka, również ryzyka płynności.



W podobny sposób można wyjaśnić dobre zachowanie się akcji średnich spółek w ostatnich miesiącach 2010 roku. Ostatecznie indeks mWIG40, reprezentujący ten segment rynku, uzyskał najwyższą stopę zwrotu spośród głównych indeksów warszawskiego parkietu w ubiegłym roku. Ten wzrost zainteresowania średnimi spółkami w 2010 roku bardzo przypomina rok 2005, kiedy nastąpiło wybiecie się „górá” z wcześniejszej konsolidacji tego indeksu (wykres nr 11).



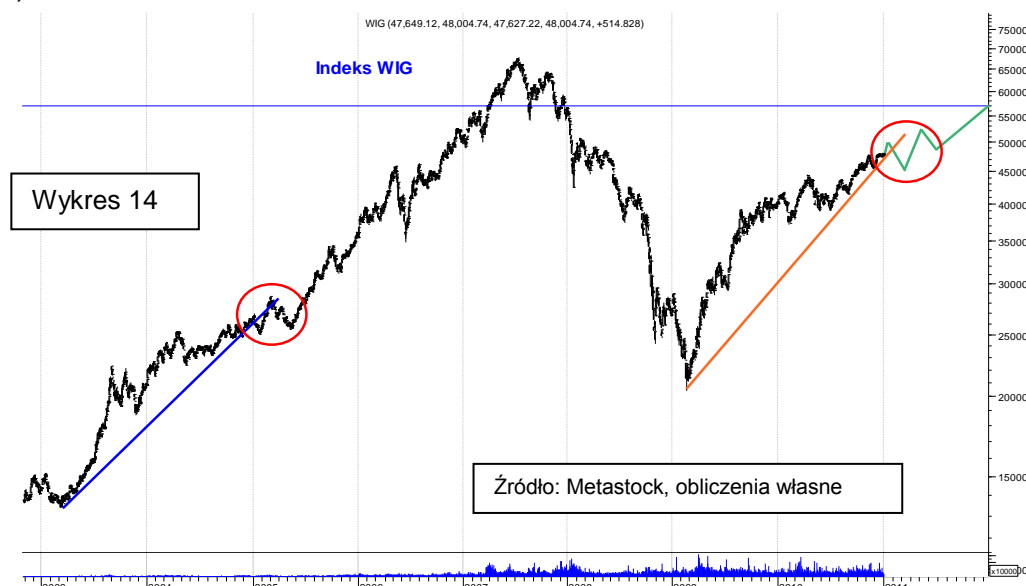
W naszym scenariuszu na 2011 zakładamy, że chociaż mWIG40 odda palmę pierwszeństwa indeksowi małych spółek, to jednak całoroczny wzrost segmentu średnich spółek w dalszym ciągu będzie imponujący i wyniesie 18%, a indeks zakończy rok na poziomie 3300 punktów (wykres nr 12).



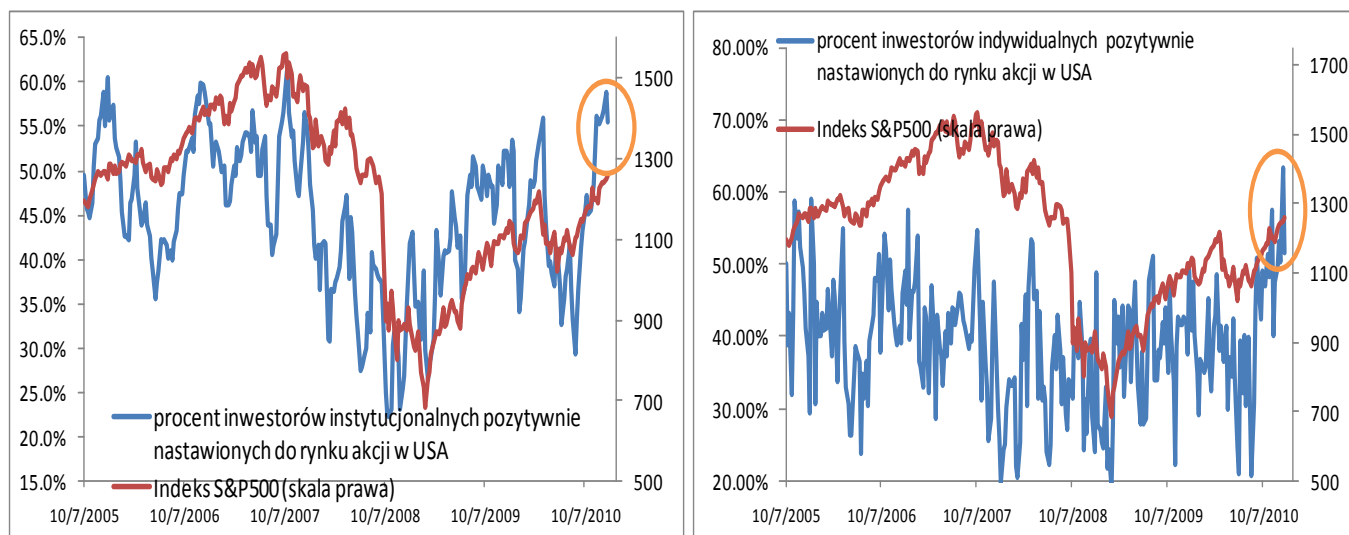
W przypadku indeksu dużych spółek, wzrosty będą nieco mniejsze od konkurencyjnych indeksów, ale WIG20 zdoła przekroczyć barierę 3 tys. punktów, kończąc rok na poziomie 3150 pkt. Zakładamy, że pokonanie tej bariery zabierze indeksowi dużych spółek co najmniej pół roku i nie będzie wcale takie proste jak się może z pozoru wydawać. Koniec końców, 15% stopa zwrotu z WIGu20 będzie musiała zadowolić krajowych inwestorów (wykres nr 13).



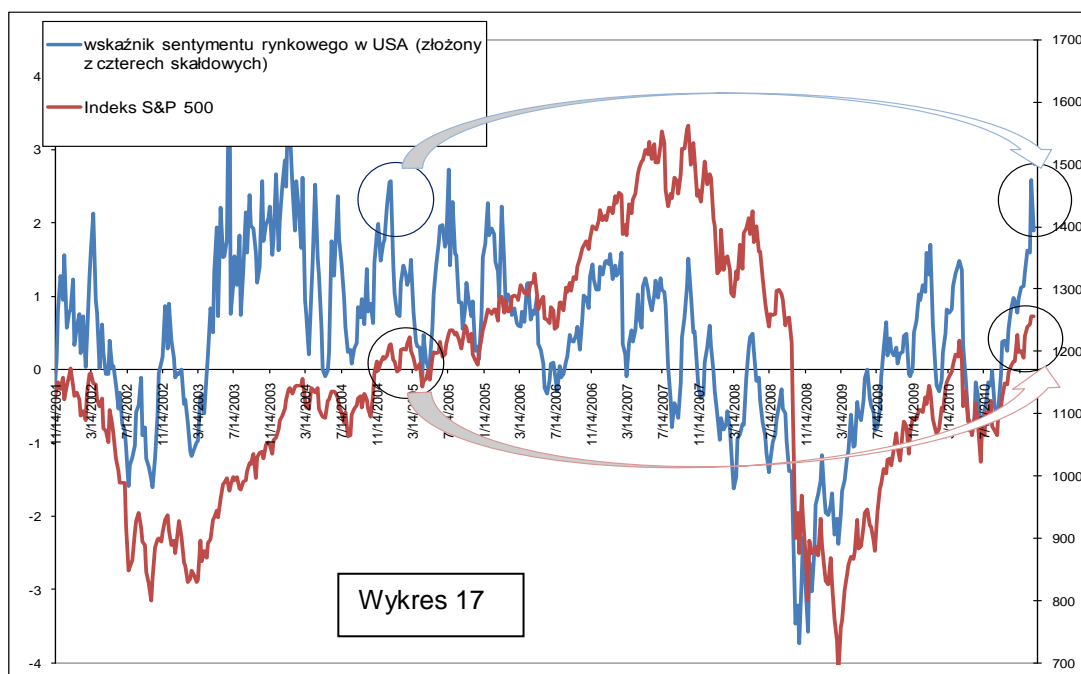
Podsumowując całoroczną prognozę dla polskiego rynku akcji, dostrzegamy podobieństwo pomiędzy zachowaniem się szerokiego indeksu akcji (WIG) w 2011 roku, a wzrostami z 2005 roku, ale z inną niż 6 lat temu strukturą generującą te wzrosty. Charakter wzrostów w roku bieżącym powinien być bardziej zbliżony do roku 2006, w którym mniejsze spółki odzyskały utraconą wcześniej siłę. Ostatecznie, nasza prognoza dla WIGu zakłada 20% wzrost indeksu i uzyskanie poziomu 57000 punktów pod koniec roku. Zanim to jednak nastąpi, podobnie jak w roku ubiegłym, pierwsze półrocze może przynieść dość znaczące wahania giełdowych indeksów (wykres nr 14).



W szczególności pierwszy kwartał 2011 roku może okazać się mało łaskawy dla giełdowych graczy. Co ciekawe, będzie to w dużej mierze związane z ich bardzo jednostronne pozytywnym nastawieniem do rynku akcji, z jakim mamy do czynienia od kilku tygodni. Sentyment mierzony, zarówno wśród inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych wykazuje już od początku grudnia szczytowe poziomy (wykresy nr 15 i 16).



Dodając do tego historycznie niskie odczyty wskaźnika zmienności dla indeksu S&P500 – VIX oraz indeks pokazujący relację opcji sprzedaży w stosunku do opcji kupna (put-call ratio), otrzymujemy całościowy wskaźnik sentymentu rynkowego dla rynku akcji w USA. Jak się okazuje jego odczyt jest bliski rekordowym poziomom, które po raz ostatni widziane były w 2005 roku i oznaczały nadejście fali korekcyjnej (wykres nr 17).



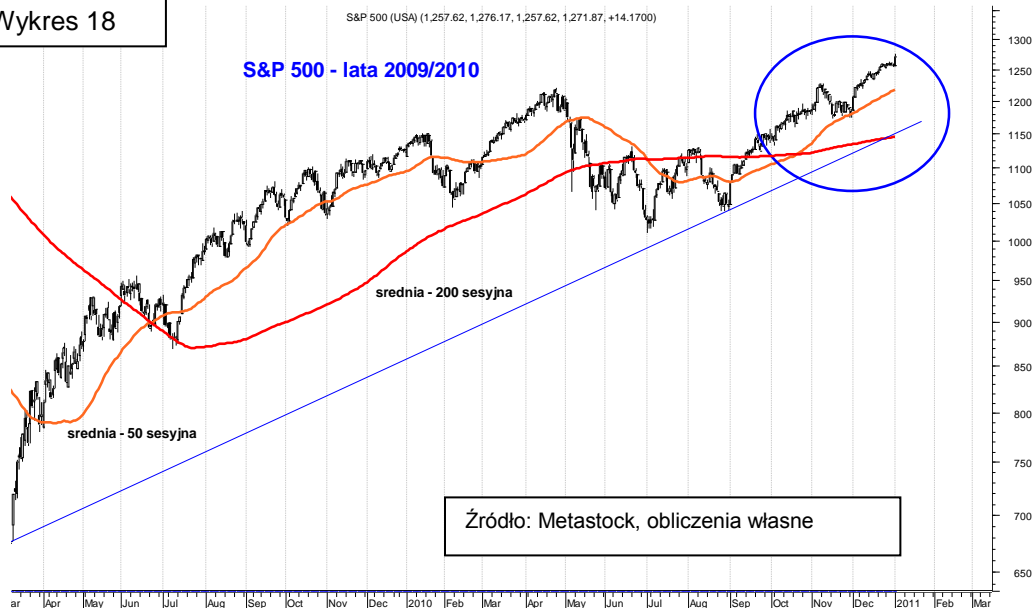
Przyglądając się obydwu okresom z bliska nie tylko pod względem nagromadzonego wśród inwestorów optymizmu, ale i z technicznego punktu widzenia, można dostrzec pewne analogie, a tym samym wskazówki na najbliższe miesiące dla amerykańskiego rynku akcji.

Naszym zdaniem istnieją przesłanki do porównania obecnego stanu indeksu S&P500 do formacji, która zagościła na rynku akcji na przełomie lat 2004/2005.

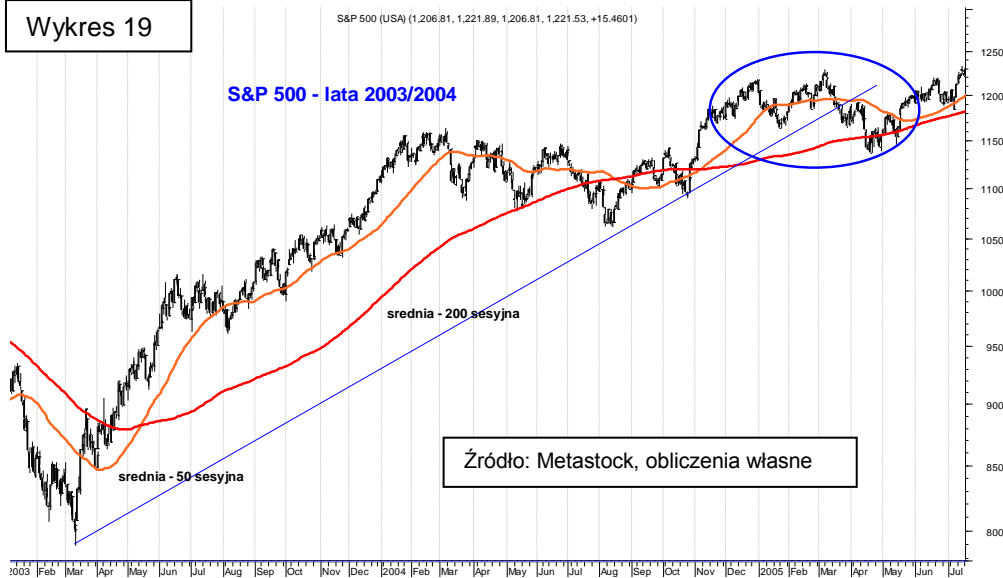
W ciągu pierwszych 4 miesięcy 2005 roku akcje z indeksu S&P500 przeżywały falę korekcyjną, która może nie zmniejszyła istotnie portfeli inwestorów, ale na pewno zniwelowała jedynomyślność inwestorów, co do kontynuacji trendu wzrostowego (wykresy nr 18 i 19).



Wykres 18



Wykres 19



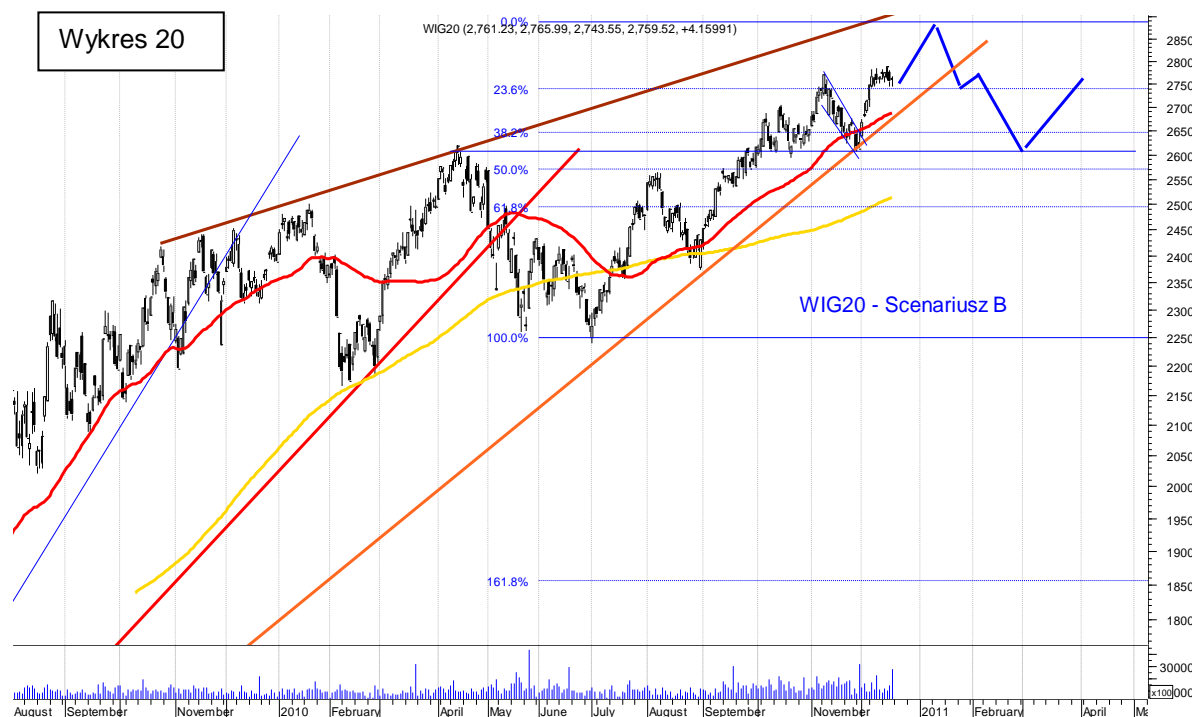
Właśnie ten ostatni aspekt powinien być główną siłą napędową obecnej korekty. Nie jej wielkość czy dynamika będą najważniejsze, najbardziej istotny powinien być czas, w jakim wskaźniki sentymentu inwestorów zdołają znacząco zejść z rekordowych w tym momencie poziomów.

Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe czynniki jakie mogą naszym zdaniem, wpływać na koniunkturę giełdową w najbliższych miesiącach, pokusiliśmy się o stworzenie (jak co kwartał) scenariuszy inwestycyjnych na pierwszy kwartał bieżącego roku. Ponieważ, skonstruowaliśmy je jeszcze przed Wigilią, nasz scenariusz bazowy (B) zakładał wystąpienie efektu stycznia, chociaż o dość ograniczonym zasięgu.

Indeks WIG 20 miał osiągnąć 2850 punktów i w drugiej połowie stycznia rozpocząć dwumiesięczną falę korekcyjną. Powinna ona znieść ok. 50% wcześniejszych wzrostów, liczonych od początku lipca 2010 roku i zepchnąć indeks dużych spółek do poziomu 2600 punktów lub lekko poniżej (wykres nr 20).

Niestety, pierwszy tydzień nowego roku zdecydowanie bardziej przypomina rozwój wypadków jaki założyliśmy dla scenariusza negatywnego (C) – (wykres nr 21). W tej wersji wydarzeń, efekt stycznia praktycznie nie występuje, a indeks WIG20 bardzo szybko dociera do poziomu 2600 punktów. Ostateczny zasięg dwumiesięcznej korekty szacowaliśmy na poziom 2450 punktów, co stanowi 60% zniesienie półrocznych wzrostów.

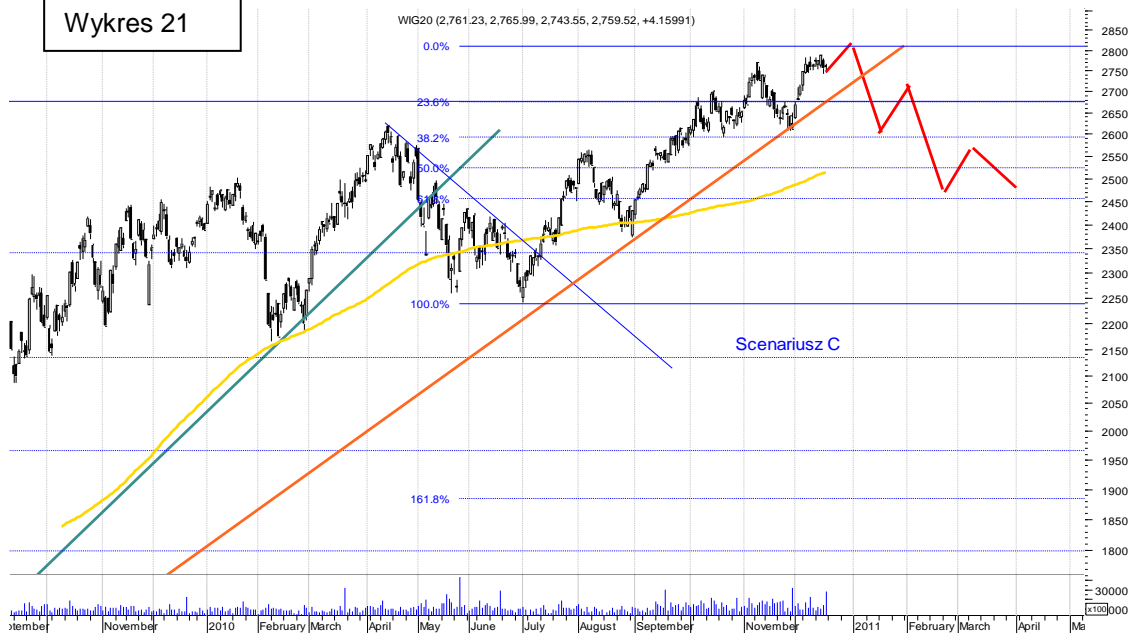
Ponieważ, w ciągu pierwszych sesji 2011 roku, polski rynek akcji zachowuje się zdecydowanie gorzej od innych światowych parkietów, trudno jest jednoznacznie wyrokować, czy to my wyprzedzamy świat pokazując właściwy kierunek na najbliższe tygodnie, czy też uda nam się jeszcze zniwelować obecną słabość. W pierwszym przypadku scenariusz negatywny zyska zdecydowanie na aktualności, w drugim, rynek akcji może wybrać rozwiązanie pośrednie pomiędzy obydwoma scenariuszami, bazowym i negatywnym.



Źródło: Metastock, obliczenia własne



Wykres 21



Wykres 22



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](http://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).