



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Listopad 2014



Kiedy Wall Street zarazi hossą resztę świata?

W powszechnej opinii uczestników rynków finansowych październik nie ma najlepszej reputacji. Jest wręcz uważany za miesiąc krachów. Niewiele brakowało, żeby październik 2014 roku zapisał się w giełdowych annałach, jako kolejny dowód potwierdzający słusność rynkowych przesądów.

Sz szczególnie dramatycznie sytuacja wyglądała na europejskich parkietach, gdzie indeks DAX już po raz drugi w tym roku stanął na krawędzi krachu, który mógł się skończyć ponad 30-proc. przeceną, taką samą, jak trzy lata temu. Wygląda jednak na to, że kolejny raz udało się europejskim inwestorom uciec katu spod topora. Z tego całego zamieszania dobre jest to, że skala niepewności i pesymizmu wśród giełdowych graczy na całym świecie zdecydowanie wzrosła. Oczyszcziło to przedpole do dalszych zwyżek giełdowych indeksów akcji. Chociaż zarówno indeks DAX, jak i WIG znajdują się na tym samym poziomie co rok temu, to obecny stan ducha inwestorów jest diametralnie różny od optymizmu, jakim tryskali pod koniec 2013 roku.

Na naszym rodzimym podwórku, zgodnie z danymi Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, odsetek optymistów skurczył się ostatnio do 36%, podczas gdy rok temu dochodził do 70%. Nawet Amerykanie, przyzwyczajeni w ostatnich latach do permanentnej hossy na Wall Street, spanikowali w czasie październikowej przeceny. Dotyczy to szczególnie profesjonalnych zarządzających, spośród których „bycze” nastawienie reprezentował pod koniec ubiegłego miesiąca jedynie co trzeci, choć na początku roku, przy niższym poziomie indeksu, odsetek ten sięgał nawet 60%. Co ciekawe, udział niezdecydowanych inwestorów, których określa się często jako zwolenników korekty (correction camp) wzrósł do poziomu nienotowanego od 30 lat. Wygląda na to, że oczekiwanie na „tą właściwą” korektę po dwóch latach „męczących” wzrostów stało się powszechne. Być może tu należy szukać źródła jej szybkiego i bardzo spektakularnego zakończenia.

O tym, że październikowa wolta amerykańskich indeksów nie była typowym zachowaniem rynku akcji może świadczyć fakt, że nie byłem w stanie znaleźć dobrych analogii do obecnej sytuacji w całej powojennej historii giełdy z Wall Street. Oczywiście bywały momenty, w których w ciągu miesiąca od ustanowienia historycznego szczytu S&P500 spadał o ponad 7% przebijając jednocześnie dwie długoterminowe średnie (200 i 250-sesyjną) oraz łamał 2-3 letnią linię trendu wzrostowego. Podobny schemat miał miejsce pięciokrotnie: w roku 1950, 1966, 1990, a także w roku 2000 oraz 2007. Niemal we wszystkich tych przypadkach (poza pierwszym) taki splot okoliczności oznaczał wejście rynku akcji w dłuższy i głębszy spadek, a nawet zmianę trendu z hossy na bessę. Jednak ustanowienie przez S&P500 nowego rekordu w zaledwie 6 tygodni po poprzednim szczycie i po zaliczeniu spadków noszących cechy początku bessy nie zdarzyło się nigdy w ciągu ostatnich 70 lat. W przypadku najbardziej oczywistego porównania za szczytem z lipca 2007 roku ponowny atak na rekord, który okazał się jedynie chwilowym, fałszywym wybiciem nastąpił dopiero trzy miesiące później. Również w 1950 roku osiągnięcie nowego maksimum zabrało indeksowi akcji cztery miesiące.

Dlatego ostatnie zachowanie amerykańskich indeksów, ten wręcz ostentacyjny pokaz siły trendu wzrostowego, jest tak niezwykle i interesujące. Natomiast sama korekta, skutkująca chwilowym przebicciem przez S&P500 200-sesyjnej średniej, nie powinna być specjalnym zaskoczeniem. Już na początku roku okres, w którym indeks znajdował się ponad długoterminową średnią był jednym z najdłuższych w ostatnich trzech dekadach. Taki stan rzeczy nie mógł trwać wiecznie, choć muszę przyznać, że wcześniej liczyłem się z jego zakończeniem zarówno podczas marcowej, jak i lipcowej korekty. Dopiero w październiku, gdy już praktycznie dałem za wygraną, rynek gwałtownie pociągnął za ręczny hamulec. Ostatecznie więc wzrosty z ostatnich dwóch lat nie zdołały pobić najdłuższego okresu, w którym indeks znajdował się bez przerwy ponad swoją długoterminową średnią, czyli trwającej ponad 500 sesji hossy z lat 1996-1998. Co warto podkreślić, we wszystkich trzech analogicznych do obecnego okresach z lat 90-tych, przebiccie średniej nie oznaczało zmiany trendu. Korekty okazywały się sposobem rynku na złapanie oddechu niezbędnego do kontynuowania hossy.

Jak już wielokrotnie pisałem, dziwny zbieg okoliczności łączący ostatnie dokonania rynku akcji w USA z przebiegiem notowań i historią gospodarczą drugiej połowy lat 90-tych ubiegłego stulecia wcale nie musi być przypadkowy. Ostatnie miesiące znowu przynoszą dowody na poparcie tezy, że (wzorem wydarzeń sprzed dwóch dekad) wyraźna siła ekonomiczna Ameryki będzie w stanie „wyciągać za uszy” inne gospodarki z objęć recesji lub nawet pobudzać je do życia (wykres 1). Odczyt PKB za trzeci kwartał w dalszym ciągu wskazuje na solidny, zrównoważony i oparty na kilku filarach wzrost gospodarczy w Stanach. Jednak z punktu widzenia reszty świata, najważniejszą kwestią jest zadowolenie amerykańskiego konsumenta oraz dobre samopoczucie tamtejszych przedsiębiorców. Szczęśliwy i optymistycznie nastawiony Amerykanin wspiera wzrost importu dóbr, które mogą być dostarczone zarówno przez trwające w stagnacji rynki wschodzące, jak i przeżywającą kłopoty Europę.

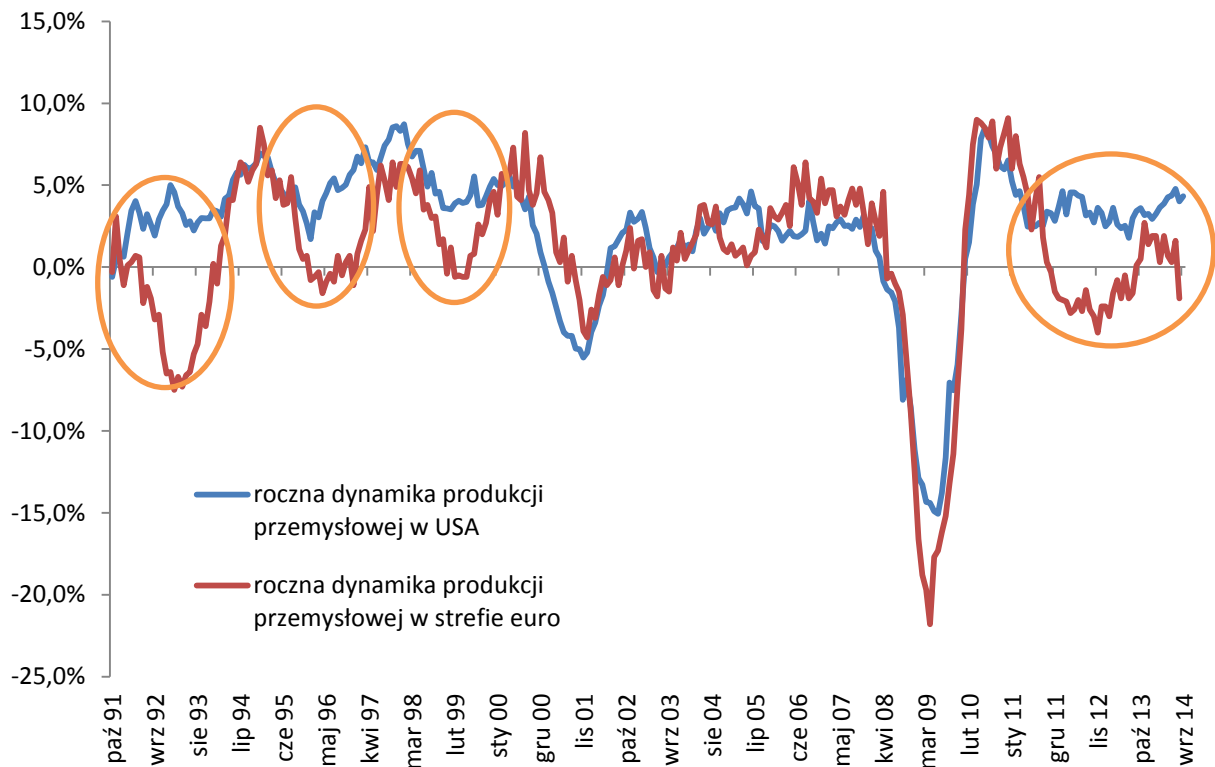
Wyraźny wzrost wskaźników zaufania konsumentów w USA w ostatnich miesiącach był efektem z jednej strony ciągłej poprawy na rynku pracy (co podbiło ich ocenę obecnej sytuacji), a z drugiej - dobrej koniunktury giełdowej i mocnego spadku kosztów benzyny (co wpłynęło na poprawę oczekiwań) (wykres 2). W takich warunkach trudno się dziwić, że wartość deficytu handlowego Stanów (po wyłączeniu handlu produktami petrochemicznymi) pobiła rekord z 2008 roku (wykres 3). Model z ubiegłej dekady, w którym Chiny produkują, a Stany konsumują nadal działa. Na tym skorzystała też Europa, a szczególnie Niemcy, których bilans w handlu z USA wzrósł w stosunku do 2008 roku o 50% i przewyższa już sumę nadwyżki generowanej przez wszystkie pozostałe kraje Unii Europejskiej. Ta tendencja może trwać dalej. Może się okazać wręcz niezbędna, żeby wznowić przerwane na wiosnę ożywienie w strefie euro. Być może najnowsze inicjatywy i działania ECB wspomogą ten proces, jednak na razie akcja kredytowa w zachodniej Europie nie pokazuje żadnych oznak życia. Dlatego przy braku popytu wewnętrznego amerykański konsument, który nie ma problemu z pracą i dostępem do kredytu oraz przedsiębiorca, niemalże śpiący na gotówce,

stają się wybawieniem dla gospodarek strefy euro. W rezultacie, ostatnie spadki indeksów PMI, a także ZEW czy IFO mierzących zarówno obecne nastroje jak i oczekiwania, nie muszą jeszcze oznaczać poważniejszych perturbacji ekonomicznych. Wzorem końcówki lat 90-tych, czyli okresu, w którym Stary Kontynent zmagał się ze skutkami kryzysu rosyjskiego, siła amerykańskiej gospodarki pozwoli nam przejść przez ten trudny moment w cyklu względnie suchą stopą.

Zresztą nie tylko Niemcy i strefa euro powinny kibicować wzrostowi dobrobytu konsumentów i przedsiębiorców z USA. Również rynki wschodzące mogą skorzystać na amerykańskiej ekspansji i na powrocie ożywienia w Europie. Import do krajów rozwiniętych pochodzi w dużej mierze z krajów rozwijających się. Co prawda ostatnie lata względnie dobrej koniunktury w USA nie przyczyniły się jeszcze do wyraźnego zdynamizowania eksportu rynków wschodzących, ale to się może zmienić w przyszłym roku. Już teraz zaczynają napływać dane świadczące o lekkiej poprawie w światowym handlu. Natomiast biorąc pod uwagę wyraźną korelację pomiędzy importem kierowanym do Stanów z rynków wschodzących, a wskaźnikiem PMI w USA, która działa z prawie trzy kwartalnym wyprzedzeniem, można dowieść, że poprawa ta powinna być wyraźna (wykres 4).

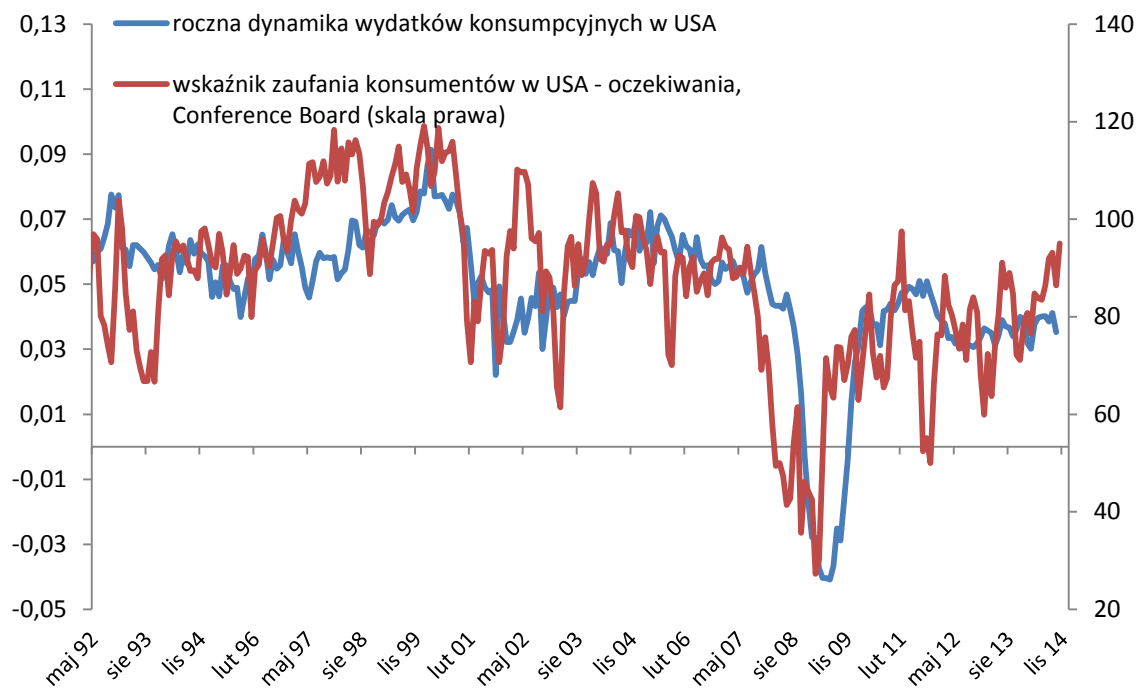
Ponieważ istnieje silny związek między dynamiką eksportu a produkcją przemysłową i co za tym idzie wzrostem krajowej konsumpcji na wielu rynkach, amerykańska hossa powinna rozlać się w końcu na resztę świata. Nie będzie to już tylko proces oparty o zwykły mechanizm przepływu kapitałów na rynkach finansowych, co jak widzimy w tym roku nie zawsze się sprawdza. Trwałe przeniesienie „wirusa” hossy z Wall Street będzie możliwe na tych rynkach, których gospodarki w najbardziej efektywny sposób będą w stanie wykorzystać powiązania handlowe z najsilniejszą gospodarką świata.

Wykres 1: Wzorem lat 90-tych Ameryka powinna wyciągnąć Europę z gospodarczego dołka.



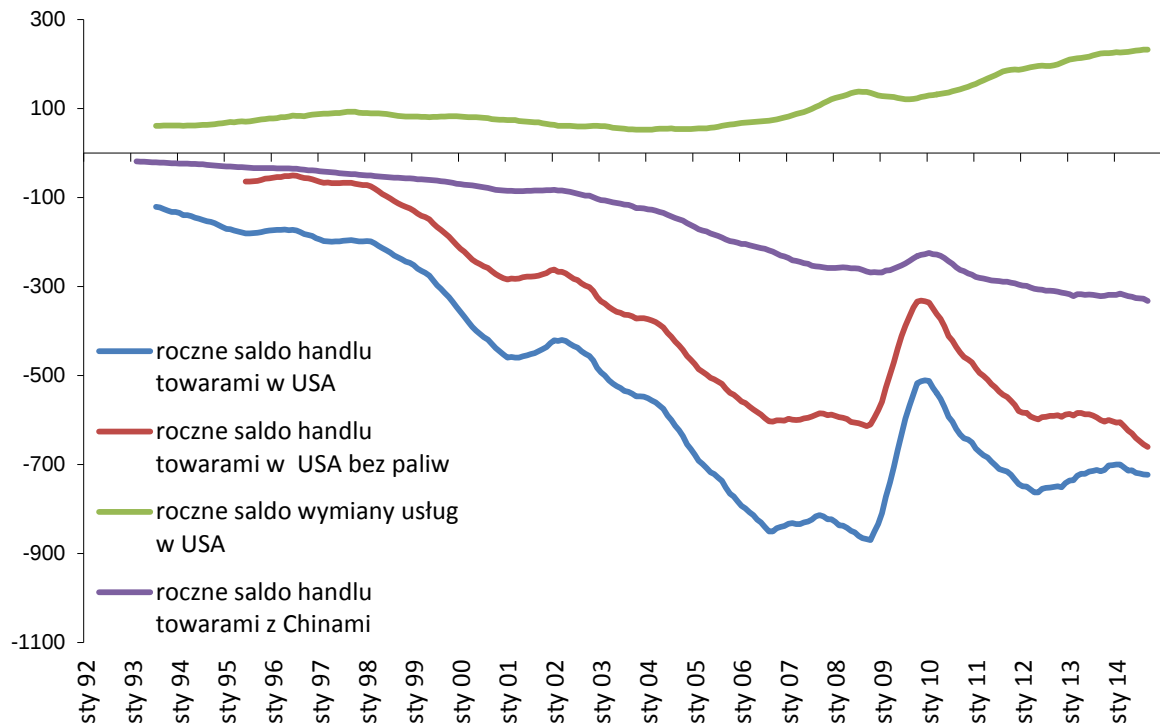
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Zadowolony konsument w USA więcej i chętniej kupuje, także towarów z importu.



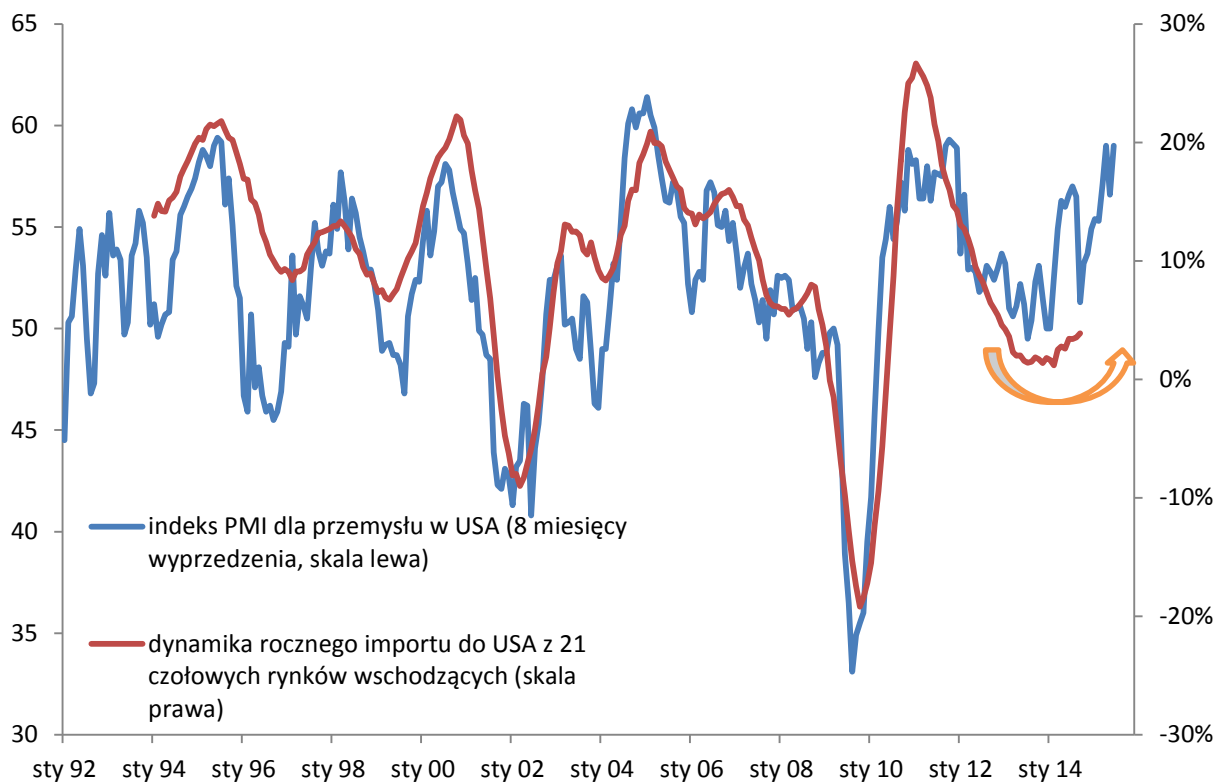
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 3: Import ropy spada dzięki rewolucji łupkowej, ale Amerykanie nie rezygnują z innych zagranicznych towarów.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 4: Poprawa kondycji amerykańskiej gospodarki zwiększa skłonność do zakupu towarów z rynków wschodzących.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter reklamowy. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne, co do inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektem Informacyjnym/Prospektem Emisyjnym funduszu, zawierającym szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. W/w Prospekty Informacyjne/Prospekty Emisyjne dostępne są w punktach dystrybucji funduszy, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie www.investors.pl.

Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym funduszu. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych lub konwersji jednostek uczestnictwa. Wartość certyfikatów/jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.).

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

investors.pl | office@investors.pl