



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Grudzień 2014



Amerykański niedźwiedź mocno śpi. Czas na przebudzenie polskich „misiów”.

Inwestorzy na większości giełd świata bez większego uszczerbku przetrwali okres typowej jesiennej zawieruchy na rynkach akcji. Stało się tak pomimo tego, że jeszcze w połowie października, gdy widmo krachu (a nawet bessy) krążyło po głównych parkietach Europy, nastroje ocierały się o panikę. Niecałe dwa miesiące później nikt już nie pamięta o tej traumie.

Było to możliwe dzięki dwóm niecodziennym zjawiskom towarzyszącym ostatniej fali wzrostów na giełdach. Pierwszym był omówiony przeze mnie w poprzednim komentarzu niespotykany sposób odreagowania spadków przez indeksy z Wall Street, czyli szybkie zanegowanie sygnałów sugerujących początek bessy i wyjście na nowe maksima. W powojennej historii amerykańskiej giełdy trudno znaleźć analogiczny przypadek. Drugim była siła wzrostów w listopadzie. Okazuje się bowiem, że przerwany dopiero na początku grudnia ciąg wzrostów w tempie umożliwiającym utrzymanie się indeksu S&P500 ponad swoją 5-sesyjną średnią był najdłuższy od 1928 roku. Ta uporczywość wzrostów była największym zaskoczeniem ostatnich tygodni.

Tyle historia. Teraz rodzi się zasadnicze pytanie – co dalej? Statystycznie grudzień z rajdem św. Mikołaja i początek roku z efektem stycznia, to dwa najlepsze pod względem stopy zwrotu miesiące na amerykańskiej giełdzie. Prawdopodobieństwo spadków w tym okresie jest znacznie mniejsze niż w pozostałych miesiącach roku. Problem w tym, że większość giełdowych graczy mocno wierzy w magiczną moc statystycznych danych. Wskaźniki mierzące nastroje zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych inwestorów w USA powróciły już do poziomów bliskich tegorocznym szczytom. Osób liczących się z jakąkolwiek korektą znacznie ubyło, a zarządzających obawiających się silniejszych spadków w najbliższych miesiącach jest rekordowo mało. Może się nawet okazać, że odsetek „niedźwiedzi” spadnie jeszcze bardziej ze względu na najwyższą od 2009 roku liczbę zamykanych funduszy typu *hedge fund*. Głównym powodem tej rzezi są oczywiście wyniki tego typu funduszy – osiągnane przez nie stopy zwrotu są zdecydowanie gorsze od zadziwiających dokonań zwykłego amerykańskiego indeksu akcji.

Patrząc z perspektywy wydarzeń w USA na dokonania krajowego parkietu, który w tym roku równie rozczarowuje równie mocno jak *hedge funds* w USA, należy się cieszyć, że nie grozi nam zamknięcie giełdowego interesu. Trwający już dwunasty miesiąc marazmu, podczas którego WIG z niewielkimi odchyleniami trzyma się przedziału 50-53 tys. punktów, spowodował, że nastroje polskich inwestorów są dalekie od amerykańskiego optymizmu. Nie chodzi nawet o jakieś wielkie pokłady pesymizmu, lecz raczej o brak wiary i zniechęcenie. Jeszcze pod koniec ubiegłego roku na fali mało-spółkowej hossy prześcigano się w prognozowaniu jak szybko pobijemy rekord z października 2007 roku (67 tys. pkt). Teraz, po pokazie słabości z listopada, na naszych oczach umiera nawet nadzieja na rychłe dotarcie do poziomu z września tego roku i listopada 2013 roku (56 tys. pkt.) Nic dziwnego, że optymistów wśród indywidualnych inwestorów jest zdecydowanie mniej niż rok temu przy

tym samym poziomie indeksu, a jedynym powodem do zadowolenia na rynku krajowych funduszy inwestycyjnych jest ostatnie zahamowanie tempa umorzeń w funduszach akcyjnych.

Widzę jednak dwa pozytywne wnioski, jakie można wysnuć z tego obrazu naszego rynku. Po pierwsze, nie stoimy na granicy wielkiej bessy, ponieważ obecna sytuacja zupełnie nie przypomina euforii z czasów hossy. Pod drugie ... może być tylko lepiej. Skoro Niemcom udało się wręcz niewiarygodna sztuka, czyli ucieczka z objęć krachu zwieńczona grudniowym atakiem na czerwcowy rekord, to my również mamy szansę na wyjście z okopów, w jakich tkwimy od roku. W końcu, patrząc na wzrost PKB, nasza gospodarka całkiem nieźle trzyma fason w obliczu europejskiego spowolnienia, a wymiana handlowa z zachodnim sąsiadem wcale się nie skurczyła (wykres 1).

Są trzy czynniki niezbędne do zakończenia okresu smuty na warszawskim parkiecie. Po pierwsze, kontynuacja hossy na zachodnich parkietach, nawet w formie bocznego trendu. Jest to oczywiste założenie, choć jak widzimy w tym roku jego spełnienie niczego nam nie gwarantuje. Po drugie, gwałtownie przerwane ożywienie, zarówno w naszej, jak i w unijnej gospodarce musi wrócić na właściwe tory. Po trzecie wreszcie, nasze tzw. „misie” (w tym szczególnie małe spółki) muszą przebudzić się z letargu.

W przypadku hossy na Wall Street sprawa jest dość jednoznaczna. Sygnałów do zakończenia trendu na razie nie ma, a gdy się pojawiają (jak w przypadku październikowego tąpnięcia), to ich pesymistyczny wydźwięk szybko jest negowany. Istotne konsekwencje może mieć tutaj zachowanie cen surowców, w tym przede wszystkim ropy, której spadek stał się w ostatnim miesiącu wiodącym tematem na pierwszych stronach gazet. Pominę na razie mniej lub bardziej spiskowe teorie opisujące przyczyny tego zjawiska, podobnie jak dalekosiężne skutki tej przeceny. Skupię się jedynie na najbardziej oczywistym aspekcie spadku cen ropy o 30% w ciągu ostatnich kilku miesięcy, czyli na spowolnieniu inflacji. Efekt związany z obniżeniem cen paliw na stacjach jest pozytywny zarówno dla kierowców, jak i dla banków centralnych, które dostają kolejny argument usprawiedliwiający agresywną politykę monetarną. Prezes EBC będzie mógł z czystym sumieniem przystąpić do walki z deflacją (wykorzystując w tym celu papier i tusz do drukarek), a nasza RPP powinna rozważyć ponowne „przeliczenie głosów” w kwestii obniżek stóp procentowych.

Najważniejsze jednak, że widmo podwyżek stóp procentowych przez FED może się dość znacznie odsunąć w czasie. Jest to o tyle istotne, że jak pokazuje historia, amerykański rynek akcji generalnie rósł do momentu przeprowadzenia pierwszej podwyżki stopy referencyjnej. Później następował dłuższy przystanek, po którym hossy przyspieszała, co kończyło się zawsze tak samo - pękającą bańką spekulacji. Musimy niestety pamiętać, że tak duże spadki cen ropy bardzo rzadko miały miejsce w czasach gospodarczej prosperity. Zazwyczaj były forpocztą bądź świadectwem nadciągających kłopotów w gospodarce światowej. Raz to wyprzedzenie było szybsze (jak w 2001 czy w 2008 roku) innym razem wolniejsze (jak w 1997 czy 2006 roku), ale zazwyczaj surowcowa bessa miała swoje niemiłe konsekwencje.

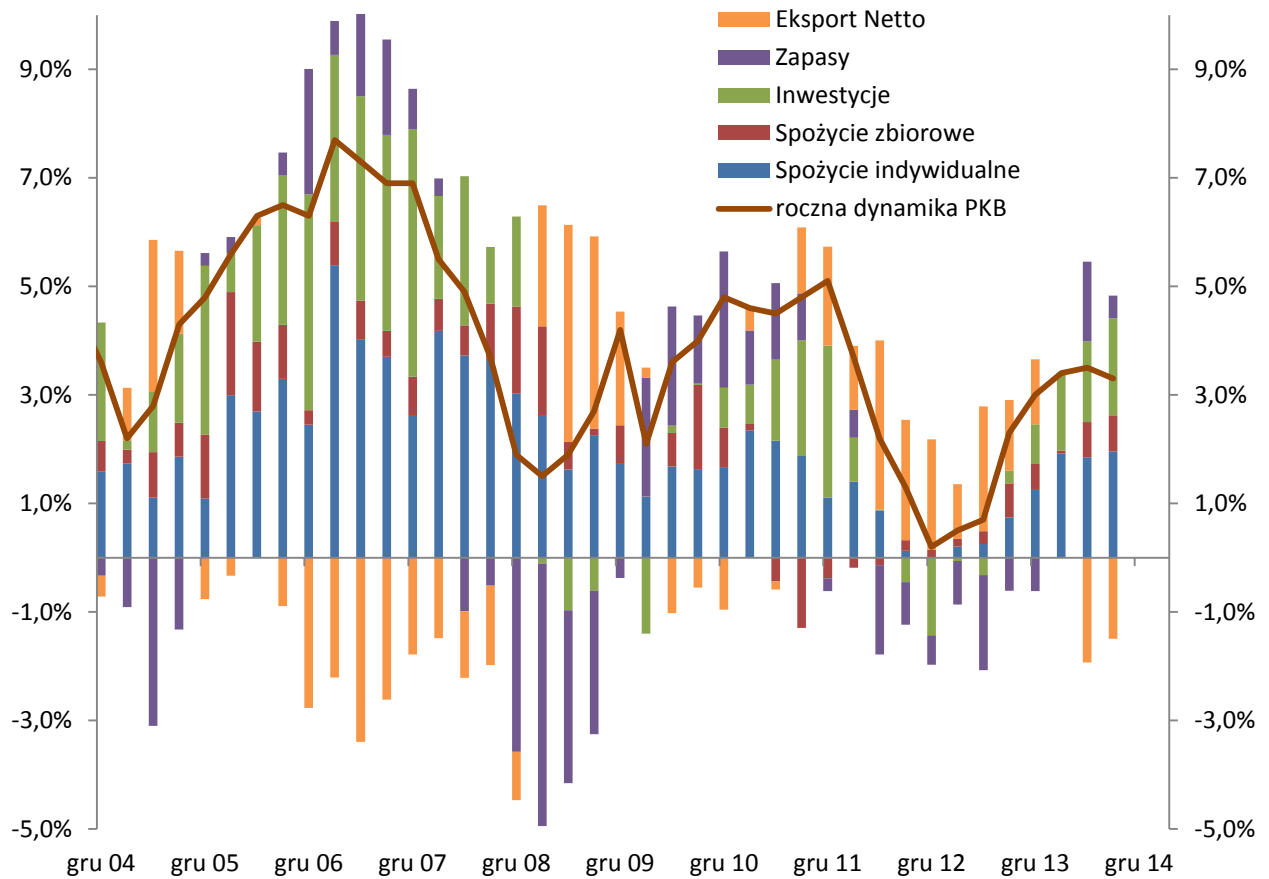
Odciskała swoje piętno także na rynkach wschodzących, dla których spadki cen ropy były często bardziej powodem do obaw niż gospodarczą ulgą. Nie jestem w stanie rozstrzygnąć jak będzie tym razem. Nie wiem co tak naprawdę stało za tak gwałtowną zmianą trendu. Nie wiem nawet czy to była zmiana rynkowa czy też stała się efektem manipulacji kilku banków, które jak się właśnie dowiadujemy były w stanie „kontrolować” niemal każdy rynek i nie była to bynajmniej rola animatora. Podobnie, obserwując kontrowersje wokół krajowych wyborów samorządowych, mogę mieć tylko nadzieję, że system komputerowy w GUS jest nieco lepszy, a wiarygodność danych dotyczących naszego PKB większa niż wyników głosowania. Ponad trzyprocentowy wzrost PKB w drugim i trzecim kwartale, przy dość słabej dynamice produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, może nieco zaskakiwać. Ja wolę to zjawisko potraktować, jako potwierdzenie stanu ożywienia w polskiej gospodarce, którego zatrzymanie jest jedynie chwilowym przystankiem w dłuższym cyklu. O tym, że zakończyliśmy już ten postój mogą świadczyć ostatnie dobre odczyty wskaźnika PMI dla naszego kraju (wykres 2). Biorąc pod uwagę korelację tego wskaźnika z produkcją przemysłową i sprzedażą nadzieja, na poprawę sytuacji przestaje być jedynie kwestią wiary. Już samo zatrzymanie spadku dynamik działalności w przemyśle czy obrotów w handlu detalicznym, jest sygnałem świadczącym o wyczerpaniu się potencjału spowolnienia. Natomiast niższe stopy procentowe oraz nieco słabsza waluta zgodnie z historycznym schematem powinny zacząć niebawem wspierać dzieło odbudowy (wykres 3).

W takich warunkach szanse na wyjście naszego rynku akcji górą z długiego marazmu rosną. Powinno to także rozbudzić zainteresowanie segmentem małych i średnich spółek, których zachowanie uzależnione są od fazy cyklu koniunkturalnego i dynamiki produkcji przemysłowej czy zachowania się wskaźnika PMI (wykres 4). Tak się składa, że dochodzimy właśnie do dołka wyznaczonego przez (może teoretyczny, ale dość regularnie występujący w naszym kraju) cykl siły małych spółek, którego długość waha się od 2,5 do 3,5 roku. Ostatnie „uklepywanie dna” przez sWIG80 miało miejsce w 2012 roku, a jego następstwem była hossa 2013 roku, towarzysząca fali, przerwanego na wiosnę tego roku, gospodarczego odbicia. Posługując się tymi zależnościami można szacować, że w pierwszej połowie 2015 roku, wraz ze zmartwychwstaniem ożywienia, do łask inwestorów powinny powrócić spółki o mniejszej kapitalizacji. Wiem, że na razie brzmi to równie wiarygodnie, jak wróżenie z fusów, a rynkowych sygnałów do zmiany trendu na „misiach” jest jeszcze niewiele.

Jednak w ubiegłym roku 40-proc. wzrost na mało-spółkowych indeksach też był zupełną niespodzianką, czymś, co teoretycznie nie miało prawa się zdarzyć. Zresztą w tym roku część tego segmentu, czyli spółki o średniej kapitalizacji, zachowuje się bardzo przyzwoicie, pomimo sprawy OFE, fali umorzeń w TFI i niskiej płynności. Żeby zmienić obecne postrzeganie mniejszych firm wystarczy, że sWIG80 odrobi zaległości względem mWIG40. Natomiast napływ pieniędzy do funduszy akcyjnych, w tym funduszy inwestujących w „misie”, który może wspierać i napędzać potencjalną hossę, uzależniony jest jeszcze od rynku obligacji i jego siły względem indeksów akcji. Hossie z 2013 roku pomogła silna korekta cen obligacji, która została uznana (jak się okazało niesłusznie), za koniec długiego trendu spadku

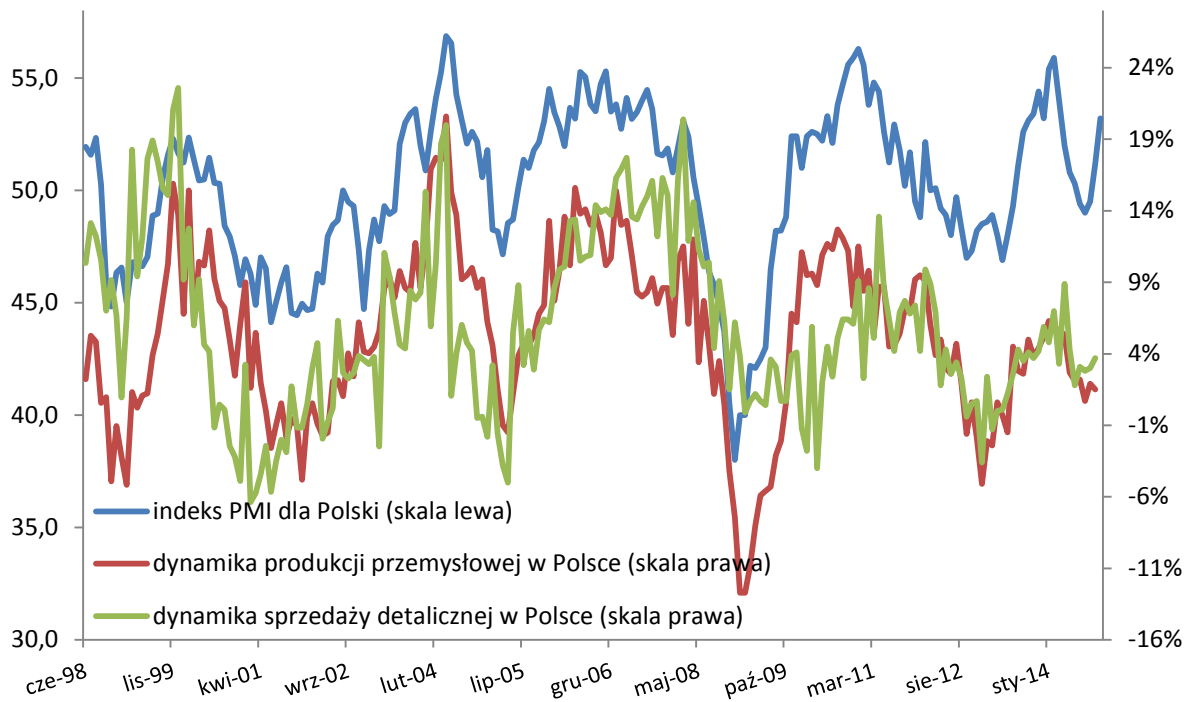
rentowności. Po ostatnim tąpnięciu cen ropy i przy sile obecnego trendu na rynku obligacji, na ich dłuższą chwilę słabości możemy jeszcze trochę poczekać, ale nie takie cuda się ostatnio inwestorom przytrafiały.

Wykres 1: Wpływ poszczególnych składników na wzrost gospodarczy w Polsce.



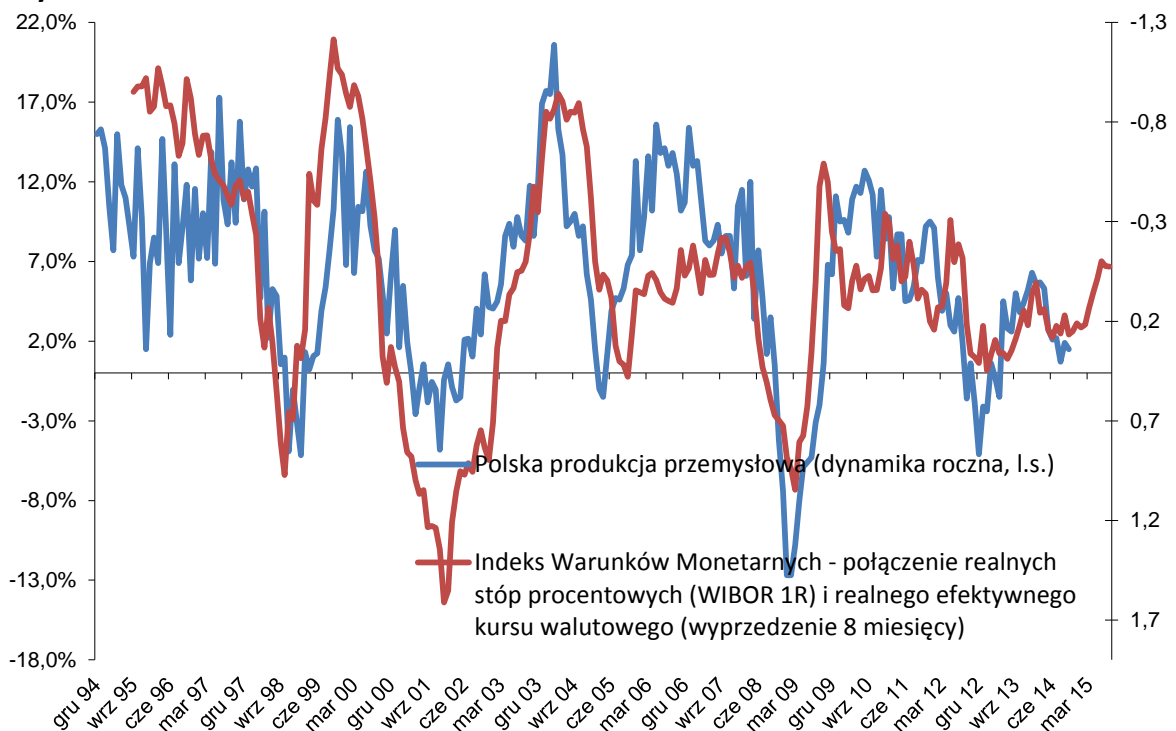
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Wskaźnik PMI sugeruje zmartwychwstanie ożywienia w polskiej gospodarce.



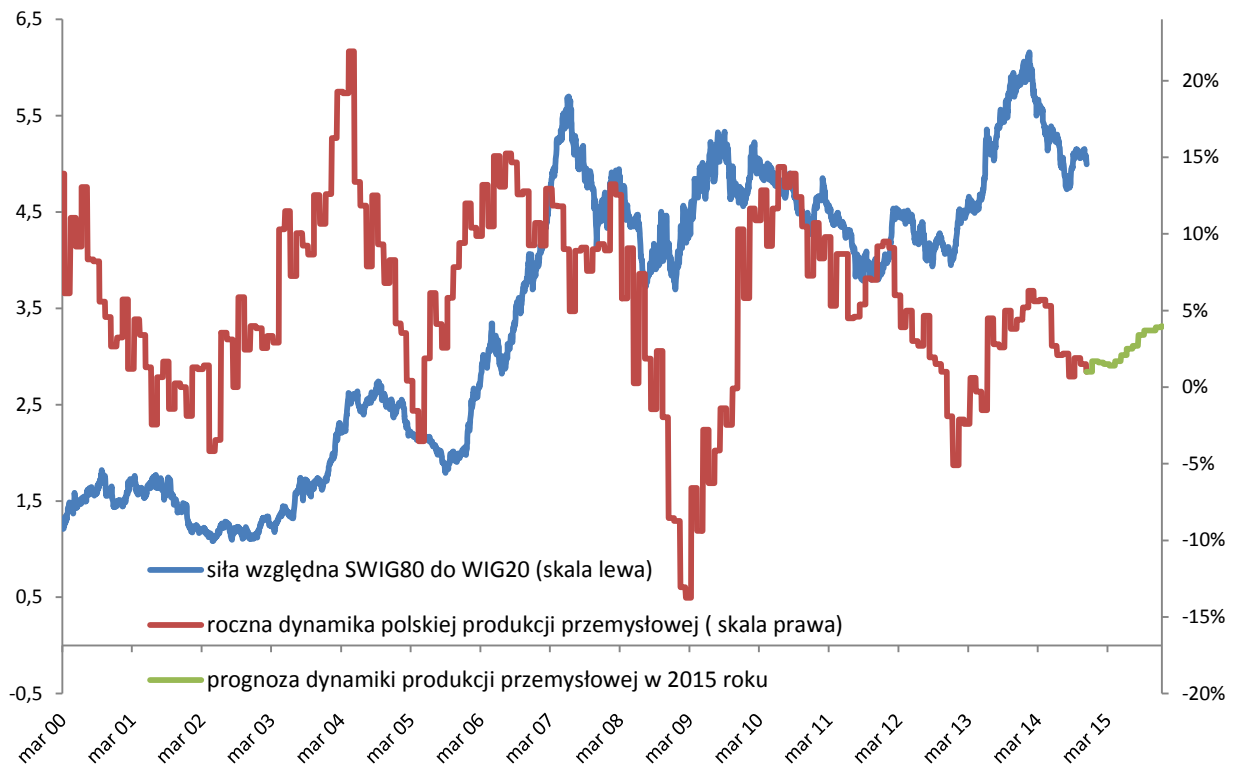
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 3: Niskie realne stopy procentowe i lekkie osłabienie waluty wspierają powrót ożywienia.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 4: Siła względna indeksu małych spółek – sWIG80 do WIG20 na tle dynamiki produkcji przemysłowej.



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