

10-07-2015 r.

Komentarz miesięczny



Michał Kopiczyński
Zastępca Dyrektora Inwestycyjnego
Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Udziałowymi
ING TFI S.A.

Jeśli nie akcje to co ?

Czerwiec należał do bardzo słabych miesięcy na rynkach akcji. Szeroki indeks światowych rynków spadł o 2,5%, zmniejszając tegoroczne wzrosty do zaledwie +1,5%. Indeks pozostaje w trendzie wzrostowym od 2009 roku czyli siódmy rok, z jednoroczną przerwą w 2011 roku. Akcje ze średnią wyceną „cena do zysku” (C/Z) na poziomie 18 oraz „cena do wartości księgowej” (C/WK) ok. 2,2 nie należą do tanich. Mimo to stopa dywidendy (ok. 2,5%), jest wyższa od oprocentowania dziesięcioletnich obligacji amerykańskich (2,35%) i znacznie wyższa od niemieckich (0,76%). Biorąc pod uwagę środowisko niespotykane niskich stóp, wydaje się, że akcje mimo raczej wysokich wycen, pozostają instrumentem, który ciągle daje szansę na pomnażanie zysków. Bardzo niskie historycznie stopy procentowe, praktycznie na całym świecie, powodują, że wyceny akcji, na poziomie zwykle uważanym za średni (C/Z) lub wysoki (C/WK), w dalszym ciągu należy uważać za atrakcyjne. Wydaje się, że łagodne ruchy stóp procentowych nie będą miały wpływu na atrakcyjność akcji, jednak bardziej dynamiczne podwyżki w ważnych globalnie krajach mogłyby tę sytuację zmienić.

Na rynkach akcji panuje nerwowość związana z długością obecnego cyklu koniunkturalnego, wysokim stopniem ingerencji instytucji państwowych i finansowych na rynkach, głównie poprzez gigantyczny dodruk pieniędzy, zmianami bilansu na rynkach surowców (np. wydobywanie ropy) oraz tarciami geopolitycznymi zwiastującymi wielkie zmiany na rynkach.

W czerwcu głównym wydarzeniem absorbującym uwagę inwestorów była Grecja. Z jednej strony inwestorzy oczekują, że Grecy ugną się pod żądaniami międzynarodowych instytucji finansowych bo nie mają wyjścia. Z drugiej strony Grecy nie mają też wiele do stracenia biorąc pod uwagę tragiczną sytuację ludności, bezrobocie (ponad 25%) czy brak dostępu do środków w bankach. Wydaje się, że powoli i systematycznie Grecja zmierza do rozwiązania,

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacjiach z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

które może przynieść stabilizację – to jest opuszczenia strefy euro połączonego z dużą redukcją długów. Oczywiście na rynku panuje różnica zdań co do tego czy to nastąpi, a także co do skutków tego ewentualnego wyjścia. Z jednej strony Niemcy będą robić wszystko, żeby do tego nie doszło, będąc największym beneficjentem słabego euro. Z drugiej strony, kolejka państw obserwujących „eksperyment” grecki i także będących w niełatwej sytuacji (jak Portugalia czy Hiszpania) rośnie a Grecja została postawiona tak bardzo pod ścianą, że przestaje mieć cokolwiek do stracenia.

Z tej perspektywy warto porównać mechanizm wychodzenia z kryzysu Węgier i Grecji, państw będących w UE, podobnych jeśli chodzi o liczbę mieszkańców. Jeden kraj wybrał konfrontację z międzynarodowymi instytucjami finansowymi i własną drogę rozwoju, drugi poszedł drogą ugodową. Obydwa rozwiązania jawią się jako pewnego rodzaju eksperymenty, a efekt będzie determinował zachowania innych państw w podobnych sytuacjach. Na dzień dzisiejszy wydaje się, że coraz więcej państw będzie podążać raczej drogą węgierską. Na takich mniej więcej dywagacjach koncentrują się obecnie inwestorzy, próbując popatrzeć nieco dalej na rynki niż aktualne zyski, prognozy inflacji etc.

Rynki rozwijające spadły nieco mocniej niż rozwinięte (-3,2% vs. -2,5%), a od początku roku są na podobnym plusie (+1,7% vs. +1,5%). Z naszego regionu najmocniej rośnie od początku roku (w USD) – rynek węgierski (+22%) i rosyjski (+25%), a najslabiej zachowują się (też w USD) Turcja (-16%) oraz Grecja (-11%). Polskie akcje (również liczone w USD dla podobnej bazy porównawczej) spadają od początku roku o 2,3% a w czerwcu spadły o ok. 4%.

Biorąc wszystko powyższe pod uwagę pytanie jest następujące : jeśli nie inwestować akcje to w co ?

W Polsce, oprócz wpływu sytuacji geopolitycznej, na uwagę zasługują ostatnie już w wybory w ostatnim maratonie wyborczym. Po wyborach do Parlamentu Europejskiego, wyborach samorządowych i prezydenckich, nadchodzi najważniejsze – wybory parlamentarne. Sytuacja jest o tyle istotna, że polska scena polityczna stabilizuje się i te wybory mogą to potwierdzić. Jedna koalicja rządzi już dwie pełne kadencje. Opozycja ma szansę demokratycznie przejąć władzę, co zakreśliłoby mniej więcej połowę cyklu politycznego dojrzałej demokracji. Cykliczna zmiana władzy jest niezbędnym czynnikiem kontrolującym i korygującym działania służby publicznej. Dlatego wydaje się, że wybory będą raczej potwierdzeniem stabilności Polski niż ryzykiem dla rynku.

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacjiach z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.



Jarosław Karpiński, CFA
Zarządzający Funduszami
ING TFI S.A.

Od euforii do paniki

Za nami już pierwsze półrocze 2015 roku. Opisując jednym zdaniem zachowanie obligacji na przestrzeni tych sześciu miesięcy śmiało można powiedzieć, że rynek przeszedł od euforii do paniki. Tuż po rozpoczęciu roku ceny obligacji poszybowały w górę sprowadzając rentowności długu skarbowego na nowe minima. Co dzień otrzymywaliśmy informacje o historycznie niskich poziomach rentowności w większości krajów rozwiniętych. Z jednej strony można powiedzieć, że była to kontynuacja długoterminowego trendu. Z drugiej strony jednak tempo styczniowego ruchu musiało robić wrażenie. Pod koniec stycznia rentowność 10-letniej polskiej obligacji skarbowej spadła poniżej 2%, w Europie aż w 9 krajach występowały w różnych segmentach ujemne rentowności, a w ekstremalnym przypadku Szwajcarii, nie było żadnej skarbowej obligacji, która oferowała pozytywną stopę zwrotu w okresie do jej wykupu. Głównym powodem takiego zachowania rynków był brak inflacji (a w zasadzie deflacja) zarówno w Polsce jak i w Europie oraz nadmiar pieniądza w efekcie wprowadzenia programu tzw. luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego. Początek roku był więc bardzo pozytywny dla posiadaczy obligacji zarówno nominalnie, jak i relatywnie w stosunku do innych rynków. Różnica pomiędzy rentownością polskich i niemieckich obligacji 10-letnich spadła nawet do poziomu 160 punktów, czyli najniższego poziomu od września 2008, a więc od upadku banku Lehman Brothers. Już wtedy jednak na rynku zaczęły tlić się pewne ogniska zapalne. Wybory w Grecji przyniosły zwycięstwo opozycyjnej partii Syriza, co wzbudziło pewne obawy o pozostanie Grecji w strefie euro.

Z początkiem lutego jednak sytuacja zmieniła się dość znacząco. Umacniający się dolar amerykański spowodował odwrócenie się inwestorów od rynków *Emerging Markets* wskutek czego przez większość rynków rozwijających się przeszła fala wyprzedaży. Nasz rodzimy rynek obligacji czekał jeszcze na ruch Rady Polityki Pieniężnej, która na początku marca niespodziewanie obniżyła stopy o 50pb. Dokonując jednak tej znaczniejszej niż oczekiwanej obniżki jasno dała do zrozumienia, że zakończyła cykl luzowania polityki monetarnej. Ten ruch umocnił złotego i nieznacznie osłabił rynek długu mimo, że odczyt inflacji za luty okazał się ponownie rekordowo niski. Począwszy od okresu wiosennego amerykańska Rezerwa Federalna powoli zaczęła zmieniać nastawienie. Wcześniej w komunikatach pojawiał się

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacji z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

zwrot, że Rezerwa Federalna będzie „cierpliwa” odnośnie podnoszenia stóp. W marcowym komunikacie usunięto to stwierdzenie otwierając tym samym drogę do zmiany stóp w tym roku, czym także nie przyczyniła się do polepszenia nastrojów. Co ciekawe, mniej więcej do końca kwietnia obligacje państw strefy euro cały czas drożały dzięki programowi luzowania ilościowego przez EBC, a przecena dotyczyła obligacji na rynkach rozwijających się. W efekcie różnica pomiędzy rentownościami polskich i niemieckich obligacji 10-letnich w ciągu tych zaledwie 3 miesięcy wzrosła do 240 punktów, choć nominalnie rentowności wzrosły mniej więcej o 50 punktów.

W kolejnych dwóch miesiącach wyprzedaż obligacji nabrała tempa. W Polsce wybory prezydenckie przyniosły znaczną zmianę w obrębie krajowej polityki. Wybór Andrzeja Dudy na nowego Prezydenta Polski przyspieszył tempo przetasowań na scenie politycznej. Obecnie deklarowane przez ankietowanych poparcie wskazuje na zupełnie inną od obecnej kompozycję sił w parlamencie. I choć niektórzy wskazywali, że powodem dalszej wyprzedaży polskich obligacji skarbowych były właśnie zmiany na scenie politycznej to patrząc szerzej trudno o poparcie tej tezy. Owszem zmiany w lokalnej polityce raczej nie pomogły, ale spread pomiędzy rentownością polskich i niemieckich obligacji 10-letnich oscyluje pomiędzy 220 a 260 punktów, czyli mniej więcej utrzymuje się na tym samym poziomie, gdzie kończył się kwiecień. O wiele większe znaczenie miała generalnie ogólnoświatowa przecena obligacji wywołana polepszającymi się danymi gospodarczymi i w końcu odbijającą od dna inflacją. W zaledwie 6-7 tygodni rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wzrosła o ponad 100 punktów. Poza tymi czynnikami podwyższona zmienność rynku długu była spowodowana odwróceniem się Grecji od stołu negocjacyjnego i jej bankructwem.

Choć nie znamy jeszcze ostatecznego rozwiązania, to wydaje się iż nawet jeśli jeszcze Grecja uzyska jakąś pomoc, to temat wyjścia ze strefy euro tego kraju i tak za jakiś czas powróci. Krótkoterminowo wygląda jednak, iż niezależnie od najbliższego rozwiązania w sprawie Grecji, obligacje krajowe, i nie tylko, mają potencjał do przynajmniej krótkoterminową poprawę sentymentu.

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacjach z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.