




Szanowni Czytelnicy,

Tak to już jest, że obecna sytuacja zazwyczaj pociąga za sobą niezliczoną ilość pytań dotyczących przyszłości, które możemy sprowadzić do jednego: co dalej? Analitycy i ekonomiści starają się zazwyczaj choć częściowo wyjaśniać znaki zapytania odnoszące się do zachowania rynków finansowych w bliższym i dalszym terminie. Dlatego w bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion naszym ekspertom postawiliśmy kilka kluczowych pytań - czy pięcioletnia dobra koniunktura na światowych rynkach będzie kontynuowana, kiedy możemy spodziewać się szczytów w wycenie polskich akcji, jaki wpływ na gospodarkę globalną będzie miała sytuacja na giełdzie amerykańskiej... Przyszłość rynków finansowych to kluczowy temat aktualnego numeru.

A Piotr Kuczyński podzieli się z nami swoim spostrzeżeniami poczynionymi wybitnym analitycznym okiem już w następnym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

-  5-letnich przepowiedni dokonuje Paweł Homiński z Noble Funds TFI S.A.,
-  szczytu na polskim rynku akcji wyczekuje Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,
-  o wpływie gospodarki amerykańskiej na resztę świata opowiada Piotr Kuba ze Skarbiec TFI S.A.



Platforma Xelion

na bieżąco sprawdzaj
swoje inwestycje...

Więcej na www.xelion.pl

Hossa i co dalej? Perspektywy na najbliższe 5 lat.

Ostatnie pięć lat na światowych rynkach finansowych to okres bardzo dobrej koniunktury. Trudno wręcz znaleźć klasę aktywów, która przyniosła w tym okresie straty. Indeks S&P500 wzrósł od I kwartału 2009 roku o ponad 100%, podobne zyski można było osiągnąć lokując w fundusze inwestujące w obligacje high yield, czyli emitowane przez spółki bez ratingu inwestycyjnego. Hossa nie ogranicza się do rynków finansowych: obejmuje także aktywa rzeczowe: ziemię, dzieła sztuki, domy, butelki whisky. W Londynie ceny domów wzrosły w ciągu ostatnich lat o 40% i znacząco przekroczyły już poziom z roku 2007.

Hossa – definiowana jako długoterminowy trend wzrostowy na jakimś rynku – z reguły towarzyszy poprawie ogólnej koniunktury gospodarczej, a właściwie powinna ją trochę wyprzedzać, gdyż mówimy, że „gielda dyskontuje przyszłość”. Pierwsze oznaki poprawy na rynkach finansowych często obserwujemy wtedy, gdy w tzw. sferze realnej gospodarki nie widać nic dobrego. Później trend wzrostowy rozpędza się i giełdy ochoczo reagują na wszelkie pozytywne informacje makroekonomiczne.

Z taką sytuacją - jak się wydaje na pierwszy rzut oka – mamy do czynienia teraz. Produkcja przemysłowa rośnie i na przykład w Stanach Zjednoczonych przekroczyła już poziom z roku 2007, czyli poprzedniego szczytu koniunktury. Zyski amerykańskich spółek też rosną dynamicznie. Podobne trendy, choć być może w mniejszej skali, obserwujemy również na innych rynkach. **Nie wszystko jednak na świecie jest tak różowe, jak mogłoby się wydawać, gdyby patrzeć nań przez pryzmat rynków finansowych.** W ostatnich latach istotnie wzrosło bezrobocie w wielu krajach, zwłaszcza wśród najmłodszych uczestników rynku pracy. Produkcja przemysłowa w

większości krajów rozwiniętych nie osiągnęła jeszcze – w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych – poziomu z poprzedniego okresu dobrej koniunktury. Spada tzw. „stopa partycypacji” mierząca, ilu Amerykanów w wieku produkcyjnym pracuje, a mediana realnego (tj. po uwzględnieniu inflacji) dochodu w USA spada z małymi przerwami od kilku lat. Kosztem pracowników bogacą się przedsiębiorstwa, których marże silnie ostatnio rosną. Rośnie rozwarstwienie sytuacji majątkowej najbogatszej i najuboższej części społeczeństw.



Nie wszystko jest więc różowe, a jednak rynki finansowe zachowują się tak, jakby żadne negatywne procesy nie zachodziły. Z pewnością wpływ na to ma polityka władz monetarnych. Działania Fed-u i innych banków centralnych nie ograniczają się do rynku długu, na którym następują bezpośrednie interwencje w postaci osławionych programów QE (quantitative easing). **Poprzez wiele kanałów zwiększona podaż pieniądza znajduje drogę na inne segmenty rynku: np. ceny akcji otrzymują impuls wzrostowy, bo w środowisku niskiego**

oprocentowania obligacji rządowych wielu inwestorów przesuwają się na rynek długu korporacyjnego, co pomaga firmom finansować się taniej oraz zmienić strukturę kapitału (więcej długu, mniej akcji – operacje buy-back podbijają ceny). Nie bez znaczenia jest utrzymywanie realnych stóp procentowych na ujemnym poziomie – w Wielkiej Brytanii od pięciu lat oszczędzający w bankach tracą realnie średnio 2% rocznie i nic dziwnego, że szukają alternatywnych sposobów lokowania nadwyżek, byle tylko utrzymać realną wartość kapitału. Inflacja wypycha oszczędności z banków i puszcza je w obieg – niestety nie w obrót gospodarczy, ale na rynki finansowe. To czynniki, które mają nie mały wpływ na koniunkturę na giełdach.

Jaki wniosek płynie z tego dla inwestujących w akcje? **Za nami pięć lat dobrej koniunktury i nie spodziewajmy się kolejnych pięciu lat bez zawirowań. Hossa jest fazy dojrzałej (ale nie schyłkowej!) i warto pomyśleć o skróceniu horyzontu inwestycyjnego.** Choć spodziewamy się dobrego roku 2014, to gdzieś w drugiej połowie dekady na pewno zdarzy się jakiś słaby rok, w którym zyski spółek spadną, a inwestorzy stwierdzą, że zamiast wyceniać akcje na średniocyklicznym P/E 16, bezpieczniej jest poczekać, aż wyceny spadną. Warto zacząć myśleć, jak przygotować na to portfele.

Paweł Homiński

Członek Zarządu, CFA

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Kiedy szczytowanie na polskim rynku akcji?

Począwszy od dołka w I kwartale 2013 r. polska gospodarka wspina się po kolejnych szczeblach cyklu koniunkturalnego, napędzając przy okazji hossę na GPW. Prawdopodobnie jest jeszcze miejsce na dalsze ożywienie, ale w drugiej połowie tego roku realne stanie się wejście cyklu wzrostowego w finałowy etap.

Nie od dziś wiadomo, że na koniunkturę giełdową składają się pojawiające się na przemian cykle wzrostowe i spadkowe. Po tym, jak w drugiej połowie 2011 r. polskim rynkiem akcji wstrząsnęła minibessa (dla wielu mniejszych spółek była to bessa z prawdziwego zdarzenia), mniej więcej od drugiej połowy 2012 r. trwa dla odmiany cykl wzrostowy. Dzięki niemu indeksy znalazły się na poziomach najwyższych od mniej więcej sześciu lat.

Naszym zdaniem przyczyną falowania na warszawskim parkiecie jest analogiczne falowanie w polskiej gospodarce, czego potwierdzeniem jest wykres dynamiki PKB.

Jak widać od lat powtarza się ten sam schemat, na który składają się naprzemiennie fazy przyspieszenia i spowolnienia w gospodarce. Cykl nie jest idealnie regularny, ale fakt jego istnienia nie pozostawia wątpliwości. Po naniesieniu na wykres punktów krytycznych w historii GPW okazuje się, że cykl w gospodarce rządzi z kolei rynkiem akcji. Szczyty hossy na GPW występowały w przeszłości w okolicach szczytów na wykresie dynamiki PKB (za wyjątkiem lat 2004/2005, kiedy spowolnienie gospodarcze nie miało brzemienne skutków).

W tym kontekście nie ma się co łudzić, że obecny cykl wzrostowy będzie trwał wiecznie. Wręcz przeciwnie, historia pokazuje, że fazy wzrostowe kończą się zwykle wówczas, gdy wszyscy mają apetyt na dużo więcej. Pojawia się więc naturalne pytanie: kiedy cykl wzrostowy osiągnie punkt kulminacyjny?

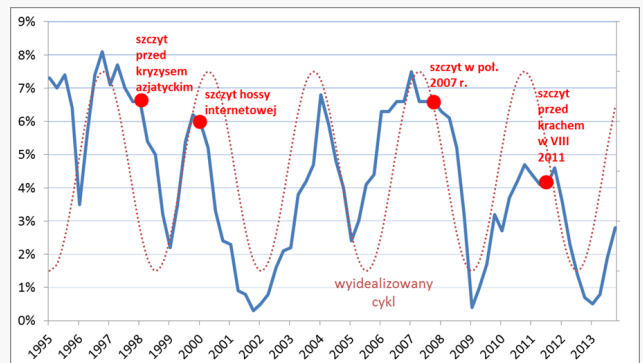
Przypomnijmy, że w dołku w I kwartale 2013 r. polski PKB urósł w tempie zaledwie 0,5% (rok do roku). W IV kw. ub.r. tempo zbliżyło się już do 3%, co oznacza zwielokrotnienie dynamiki, które przełożyło się na silną hossę, szczególnie w segmencie akcji małych i średnich spółek. Polska gospodarka wkroczyła na ścieżkę ożywienia i to jest oczywiście dobra informacja. Pytanie jednak ile jest jeszcze miejsca na dalsze przyspieszenie, zanim cykl zacznie się odwracać?

Sięgnijmy znów do historii. Jaka była długość poprzednich pięciu fal wzrostowych na wykresie dynamiki PKB? Średnio było to 6 kwartałów (półtora roku), a w najlepszych przypadkach gospodarka przyspieszała przez 8-9 kwartałów. Odnieśmy te liczby do obecnej sytuacji. Od ostatniego dołka PKB przyspieszał dotąd już przez 3 pełne kwartały. Odejmując to od wymienionych wcześniej liczb otrzymujemy odpowiednio jeszcze od 3 (licząc względem historycznej średniej) do maksymalnie 5-6 kwartałów. **Czyli teoretycznie szczytowania w gospodarce można się spodziewać w okresie od III kw. br. (wariant realistyczny) do najpóźniej II kw. 2015 r. (wariant bardzo optymistyczny).**

Warto przy tym zwrócić uwagę, że gdyby dynamika PKB miała nadal przyspieszać w tempie takim, jak w minionym roku (średnio ok. 0,8% na kwartał), to już we wspomnianym III kwartale br. osiągnęłaby pułap rzędu 5%. Szczyt poprzedniego cyklu wzrostowego (IV kw. 2010 r.), to dla porównania 4,7%. Chyba mało kto liczy, że w obecnym cyklu uda się „wycisnąć” więcej z naszej gospodarki.

Z jednej strony dobra wiadomość jest więc taka, że zostało nam prawdopodobnie jeszcze trochę czasu na szczytowanie w gospodarce i na giełdzie, a z dru-

Wykres nr 1: Roczna dynamika polskiego PKB (linia) i punkty zwrotne na warszawskiej giełdzie.



Źródło: Qnews.pl.

giej – już w drugiej połowie roku taki scenariusz zrobi się niebezpiecznie realny.

Warto przy tym zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię. Historycznie gwałtownie to trumny okazywały się często (z pewnym opóźnieniem) podwyżki stóp procentowych. Poprzednie dwa szczyty trendów wzrostowych na wykresie WIG-u (IV 2011 r. i VI 2007 r.) miały miejsce mniej więcej po trzech miesiącach od rozpoczęcia podwyżek stóp przez RPP.

Oczywiście, aby zaostrzenie polityki monetarnej mogło się okazać ostatecznym ciosem dla giełdowego byka, wcześniej musi odrodzić się inflacja. Na razie jej tempo jest na szczęście bliskie rekordowo niskim poziomom, chociaż jednocześnie jest prawdopodobne, że inflacja będzie stopniowo przyspieszać w miarę dalszej wspinaczki dynamiki PKB po kolejnych szczebelkach cyklu wzrostowego.

Reasumując, na razie ożywienie w polskiej gospodarce ma się dobrze. Ale w drugiej połowie 2014 roku cykl wzrostowy może wkroczyć w finałowy etap.

Tomasz Hońdo
Starszy Analityk, CFA

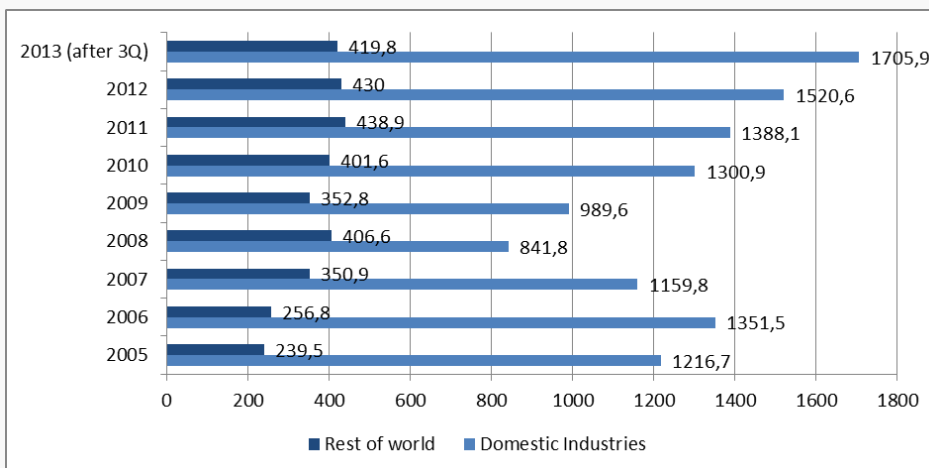
Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Czy Stany Zjednoczone kolejny raz pociągną resztę świata za sobą?

Pytanie o to, czy rynek amerykański pociągnie za sobą kolejne światowe rynki, jest w zasadzie pytaniem retorycznym. Mając świadomość wielkości amerykańskiej gospodarki, jej wpływu na kondycję gospodarki globalnej, wpływu amerykańskiej giełdy i parametrów polityki pieniężnej na kondycję innych giełd, odpowiedź wydaje się oczywista. **W chwili obecnej, dużo ważniejszym pytaniem jest, w którym kierunku USA pociągnie resztę świata, a w uproszczeniu, w którym kierunku giełda nowojorska pociągnie inne giełdy.**

Próbując odpowiedzieć na to pytanie, należy przede wszystkim spojrzeć na kondycję gospodarki USA, prognozy jej wzrostu, a także prognozy dotyczące wzrostu globalnego. Rok 2014 i 2015 to będą lata relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego, może nie aż tak wysokiego, jak to bywało w latach przed kryzysem, ale podkreślić należy, iż wzrost ten będzie z roku na rok przyspieszał. Prognoza wzrostu na 2015 jest wyższa niż oczekiwania na 2014, który z kolei powinien być dla gospodarki amerykańskiej lepszy niż 2013. **Obraz makro jest więc korzystny w z punktu widzenia możliwości poprawy wyników finansowych spółek amerykańskich, a przede wszystkim zwiększenia zysków przypadających na jedną akcję**

Wykres nr 1: Zyski przedsiębiorstw ze względu na pochodzenie .



Źródło: Opracowanie własne.

(czyli EPS), które są podstawą wycena na giełdzie. To wszystko wiemy. Chciałbym jednak zwrócić uwagę na kilka dodatkowych aspektów.

Po pierwsze, przyglądając się bliżej spółkom z USA można zauważyć, że zyski amerykańskich przedsiębiorstw w coraz większym stopniu pochodzą z działalności realizowanej poza rynkiem USA, coraz większą masę zysku można atrybuować z działalności zagranicznej spółek notowanych na giełdzie w Nowym Jorku. W zasadzie jest to zupełnie naturalne zjawisko, z którym spotykamy się na co dzień kupując produkty Apple czy też korzystając z serwisu Google. W efekcie, z punktu widzenia wycen giełdowych amerykańskich spółek, ważna jest nie tylko kondycja samej gospodarki amerykańskiej, ale również kondycja gospodarki globalnej. A tu mamy równie korzystne prognozy, czyli przyspieszające tempo wzrostu.

Na wykresie nr 1 widzimy, jak zyski za trzy kwartały dorównały praktycznie zyskom za cały 2012 r., co pozwala oczekiwać, że za kolejne cztery kwartały będzie to o wiele więcej.

Po drugie, na podstawie dostępnych danych dotyczących zadłużenia gospodarstw domowych w USA można stwierdzić, że proces delewarowania został

zakończony, a więc konsument amerykański uznał, że nie ma potrzeby na dalsze oddłużanie. Ostatnie odczyty wskaźnika dynamiki długu wskazują wyraźnie na to, że konsumenci amerykańscy zaczęli się ponownie zadłużać. Z punktu widzenia perspektyw gospodarki jest to o tyle pozytywne, że może być ona dodatkowo „dopalona” właśnie popytem konsumpcyjnym finansowanym kredytem.

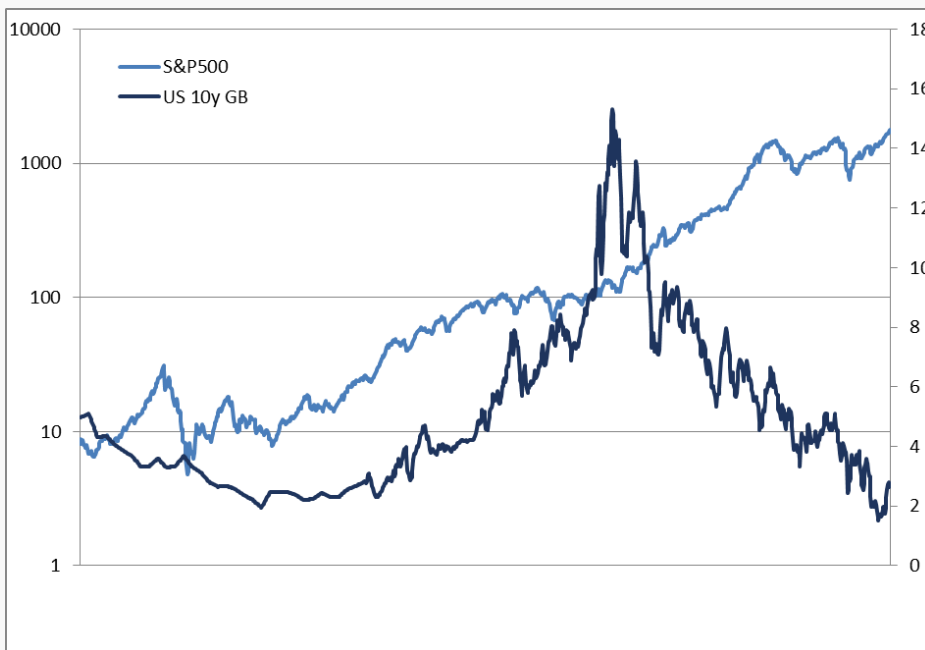
Po trzecie, zacieśnienie fiskalne w USA w dużej mierze już się dokonało, a znaczny wzrost gospodarczy w 2013 r. w wysokości ok. 2% odbył się mimo przeszkód stawianych przez amerykański rząd w postaci właśnie zacieśnienia fiskalnego. **Oczywiście, proces równoważenia deficytu jeszcze się nie zakończył, ale jego negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w kolejnych latach będzie relatywnie znacznie mniejszy.** Dodatkowo, można oczekiwać iż w przypadku pojawienia się ewentualnych symptomów świadczących o spowolnieniu, rząd amerykański będzie w stanie antycyklicznie wesprzeć gospodarkę. Dokonane zacieśnienie fiskalne zostawia w tym względzie spore pole manewru.

Dodatkowo, patrząc na gospodarkę amerykańską nie można zapomnieć o rewolucji łupkowej, która poprzez niższe ceny energii wspierać będzie od strony niższych kosztów amerykańską produkcję przemysłową.

Podsumowując, spojrzenie makro pozwala z optymizmem patrzeć na potencjał poprawy wyników spółek amerykańskich, a w konsekwencji, przy założeniu utrzymywania się wskaźników wycen na niezmiennych poziomach, pozwala oczekiwać na kilku-, kilkunastoprocentowy wzrost giełdy nowojorskiej w tym roku.

Ciekawe wnioski co do perspektyw wzrostu amerykańskiej giełdy w dalszej perspektywie można wysnuć analizując

Wykres nr 2: USA – czy stoimy u progu kolejnego wieloletniego trendu wzrostowego?



Źródło: Opracowanie własne.

historyczne cykle na rynku stóp procentowych w powiązaniu z wykresem głównego indeksu SP500. Analiza podobieństw sytuacji aktualnej z sytuacją z początku poprzedniego cyklu stóp pro-

centowych, jaki zaczął się w początkach lat 50. ubiegłego wieku, pozwala na snucie optymistycznych scenariuszy na kolejne lata. W latach 50-tych, rozpoczęcie nowego cyklu wzrostu rentowności ame-

rykańskich obligacji 10-letnich było powiązane z rozpoczęciem nowego, kilkunastoletniego trendu wzrostowego na giełdzie w USA. W chwili obecnej właściwie nikt nie dyskutuje z tym, iż nowy cykl wzrostu rentowności amerykańskich obligacji właśnie się rozpoczął. Czy w związku z tym czeka nas w perspektywie następnych kilku lat powolny marsz w górę? Myślę, że z punktu widzenia czynników, o których wspominałem, wcześniej jest to możliwe. Oczywiście, po drodze na rynki oddziaływać będzie szereg ryzyk i od ich zmaterializowania się (bądź nie) zależeć będzie faktyczna trajektoria rynku amerykańskiego i w konsekwencji, pozostałych rynków akcji.

Piotr Kuba

Wiceprezes Zarządu

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Informacje Prawne

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, www.xelion.pl