

# List do Inwestorów

Listopad 2015



## Szanowni Inwestorzy

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, rynki akcji na całym świecie w drugiej połowie trzeciego i na początku czwartego kwartału wykonały istotną korektę spadkową. W przypadku niektórych indeksów zniżki przekroczyły 20%. Niestety, zarówno charakter spadków, jak i wzrostów, które po nich nastąpiły, każą wątpić w trwałość dołków zanotowanych w sierpniu i wrześniu. O ile dla rynku polskiego ta konstatacja jest oczywista (bo na jednym z głównych indeksów - WIG20 - zeszliśmy już poniżej poziomu z tego okresu) to sądzimy, że ma ona uzasadnienie również na innych rynkach na świecie.

### Dlaczego?

Nasze podstawowe założenie dotyczące jesiennej fali spadkowej opierało się na przekonaniu, że wreszcie nastąpi w jej trakcie kryzysowe przesilenie na rynkach krajów wschodzących (emerging markets). Mielibyśmy wtedy na tych rynkach podstawę do czegoś więcej niż tylko krótkotrwałego odbicia. To wspomogłoby również polski rynek akcji. Do przesilenia nie doszło i w zasadzie jesteśmy w podobnej sytuacji jaka miała miejsce kilka miesięcy temu. Poniżej przedstawiamy naszą analizę.

Akcje rynków wschodzących wciąż wykazują słabość w stosunku do reszty świata, a surowce notują nowe minima trendu z cenami najniższymi od wielu lat. Tym samym pogłębia się rozbieżność pomiędzy tymi klasami aktywów a resztą rynków, co stanowi dla tych ostatnich coraz większe zagrożenie.



## Indeks rynków wschodzących MSCI EM, nominalnie i w relacji do rynków rozwiniętych – lata 2005 – 2015



Źródło: Bloomberg

## Indeks surowcowy CCI – lata 2000 – 2015



Źródło: Bloomberg



Tak jak oczekiwaliśmy, amerykański rynek akcji wykonał po raz pierwszy od czterech lat korektę spadkową przekraczającą 10%. Następnie błyskawicznie podszedł z powrotem pod szczyty notowań, a w przypadku indeksu największych spółek technologicznych (Nasdaq 100) nawet zanotował nowe maksima trendu. Załóżmy roboczo, że w następnych tygodniach na innych swoich indeksach Amerykanie też dokonają tego wyczynu. Gdyby tak się stało, to ponownie odbędzie się to przy fatalnych szerokościach rynkowych (rośnie coraz bardziej zmniejszająca się liczba największych spółek). Tym samym nawet po kolejnych szczytach będziemy w identycznym miejscu jak przed spadkami latem tego roku.

Czy spodziewana przez większość komentatorów podwyżka przez Amerykańską Rezerwę Federalną (FED) stóp procentowych w grudniu coś zmienia w obrazie rynku? Niespecjalnie. W tym momencie jest za późno na normalizowanie polityki pieniężnej, ponieważ ceny aktywów finansowych już zostały wywindowane do niebezpiecznych poziomów. Jedynym sposobem na zapewnienie pozytywnych realnych stóp zwrotu jest po prostu odpowiednia zniżka ich kursów. Zresztą wątpimy w jakikolwiek trwały cykl podwyżek stóp. Wydaje nam się, że przy kolejnej panice rynkowej członkowie FED szybko zapomną, że mieli podnosić stopy procentowe. Banki centralne są w pułapce, z której nie ma już dobrego wyjścia.

Wydaje się, że zaczęli to zauważać także inwestorzy. Fakt ten odzwierciedlony jest na rynkach akcji zmiennością i jej wahaniami, co na amerykańskiej giełdzie można zobrazować zmianami indeksu VIX. Największy procentowo kilkudniowy spadek oraz wzrost indeksu zmienności w całej historii jego notowań (od 1987 roku) miał miejsce w sierpniu bieżącego roku. Z dwudziestu przypadków największych zmian w historii siedem miało miejsce w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Czasy spokojnej hossy w Ameryce mamy raczej za sobą.

Tym bardziej, że na rynkach zmniejsza się płynność. Rynek długu i metali szlachetnych z wyprzedzeniem w stosunku do akcji reaguje na jej wahania. Poniżej przedstawiono wskaźnik płynności skonstruowany na bazie tych dwóch klas aktywów. Użyliśmy:

- spreadów kredytowych (różnica rentowności pomiędzy długiem korporacyjnym i rządowym, ulega zwiększeniu w przypadku zmniejszania się płynności),
- relacji złota do srebra (jest to odpowiednik spreadów kredytowych na rynku metali szlachetnych, złoto zyskuje w relacji do srebra w przypadku zmniejszania się płynności).



## Indeks płynności – lata 2005 – 2015



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

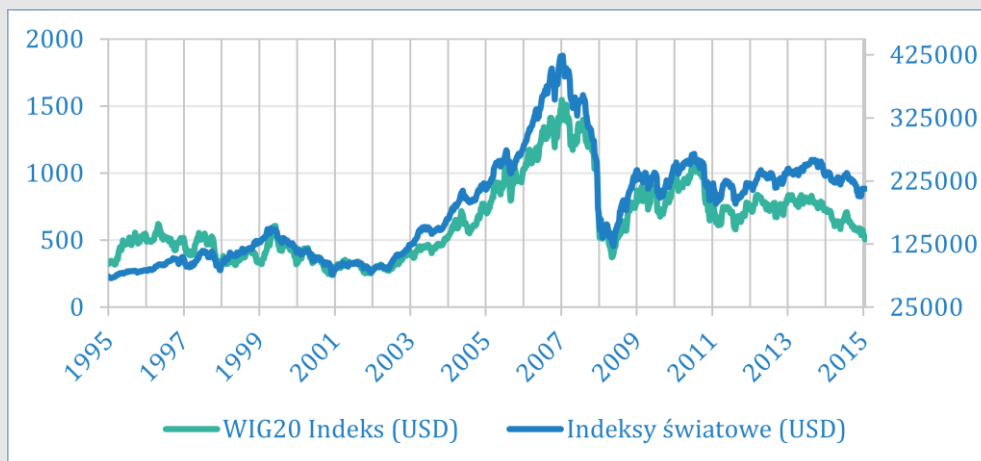
Indeks płynności jest na najniższych poziomach od 2009 roku i w ostatnich tygodniach słabo zareagował na odbicie na rynkach akcji.

Ponownie pisząc o rynku polskim, że wygląda całkiem nieźle na tle innych rynków pod względem relacji zysk/ryzyko, możemy być odbierani jako straceńcy. Zwłaszcza, że największe polskie spółki zachowują się w relacji do innych indeksów świata bodaj najgorzej w historii.



Intrygująca jest przy tym zmiana zachowania krajowej giełdy. Jako kraj teoretycznie bardziej ryzykowny powinniśmy mieć betę powyżej jedności (zmiany cen u nas powinny być większe zarówno na spadkach jak i na wzrostach) w stosunku np. do krajów Europy Zachodniej.

WIG 20 vs. nieważony koszyk indeksów światowych 1995 - 2015

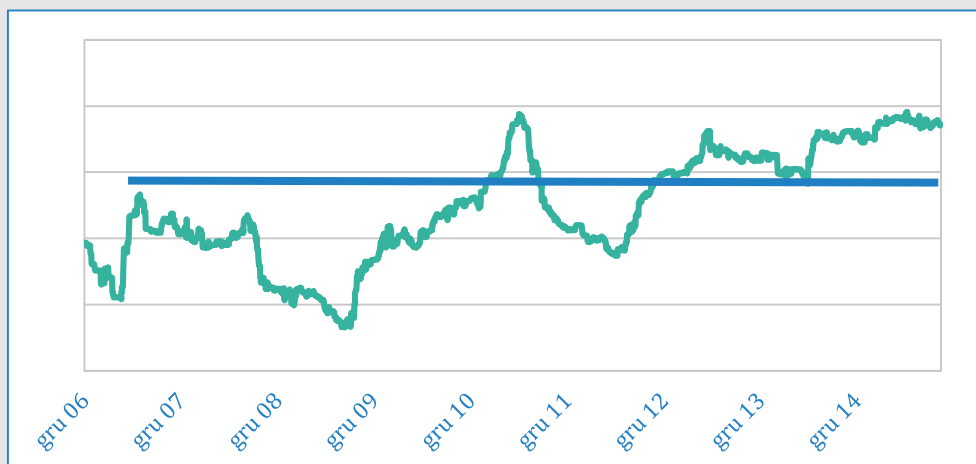


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Na powyższym wykresie przedstawiono zachowanie cen polskiego indeksu w porównaniu do indeksu ogólnoeuropejskiego. Jeżeli zielona linia jest w pobliżu niebieskiej to na spadkowych sesjach w Europie przekraczających 1% nie ma większej różnicy pomiędzy tymi indeksami. Jeżeli zielona linia jest poniżej, spadki u nas są odpowiednio większe, jeżeli powyżej – mniejsze. Od 2013 roku coś się zmieniło we wzajemnej relacji. W tym okresie zielona linia znajduje się stale znacznie powyżej linii niebieskiej co oznacza, że przy mocnych sesjach spadkowych w Europie nasz rynek niżkuje dużo mniej. Pomimo tego jest gorszy w ujęciu całosciowym, ponieważ również na wzrostach nie zwyżkuje tak jak inne giełdy. Na naszej giełdzie zmienność zanika.



### Zachowanie WIG 20 na spadkach vs. EuroStoxx50 – lata 2005 - 2015



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Trend na polskiej giełdzie nie jest jednoznaczny. O ile indeks WIG20 w chwili pisania tego tekstu jest około 13% (!) na minusie od początku roku, to wszystkie indeksy mniejszych spółek i indeks cenowy całego rynku są na solidnym plusie. I pod tym względem Polska wypada całkiem dobrze w relacji do większości rynków na świecie.

Równie istotna jest wspomniana wcześniej relacja zysku do ryzyka. Pod kątem politycznym zmniejszyło się ono znacznie, również w ocenie inwestorów zagranicznych. Powodem jest skala wygranej w wyborach parlamentarnych dotychczasowej opozycji, gwarantująca samodzielne rządy, bez tarc z koalicjantem i z pełną odpowiedzialnością za podejmowane decyzje. Z kolei w kontekście wycen, sektor małych i największych spółek wciąż wygląda rozsądnie. Celowo pomijamy tutaj spółki o średniej kapitalizacji (odzwierciedla ich zachowanie indeks mWIG 40), których wyceny są generalnie według nas zbyt wysokie.



W podsumowaniu poprzedniego listu wskazaliśmy na dwa problemy:

*„ze względu na zagrożenie ze strony innych rynków oraz politykę wydaje się, że najrozsądniejsze z punktu widzenia zysk/ryzyko jest zwiększenie ekspozycji na akcje we wrześniu/październiku bieżącego roku”.*

Politykę mamy za sobą, ale zagrożenie ze strony innych rynków jest wciąż aktualne. Z uwagi na to, że jesteśmy w sezonowo korzystniejszym okresie dla akcji (jesień-wiosna) możliwe jest, że pomimo nagromadzenia ciemnych chmur, rynki przetrwają bez większego szwanku najbliższe miesiące. O ile nie nastąpi jakiś przełom w ich zachowaniu (duża poprawa szerokości rynkowych i spreadów kredytowych), to problematyczne dla giełd powinny się stać wtedy pierwsze miesiące 2016 r., przy czym z punktu widzenia **poziomów cenowych** podtrzymujemy tezę, że

*„rynki surowcowe i emerging markets oraz metale szlachetne znajdują się niedaleko od istotnych, przynajmniej z punktu widzenia średnioterminowego, dołków”.*

Zwłaszcza interesująco wyglądają metale szlachetne. Po naszym poprzednim liście inwestorskim wykonały dynamiczny wzrost, który został w całości skasowany w ostatnich tygodniach. Niezależnie od trafności naszych przewidywań co do kierunku, w którym podążą giełdy akcji, uważamy, że w najbliższych miesiącach zawarcie transakcji polegającej na kupnie złota i jednoczesnej sprzedaży indeksów akcji powinna okazać się bardzo zyskowna.

Z wyrazami szacunku,

*Opoka TFI*

Warszawa, 18 listopada 2015 r.