

# Przewidywania rynkowe 2011



STYCZEŃ 2011

A dramatic, monochromatic image of a stormy sky with dark, heavy clouds and several bright, jagged lightning bolts striking downwards. The overall color palette is dark green and black, with the lightning providing a stark white contrast.

# Po burzy? Czy jeszcze przed?

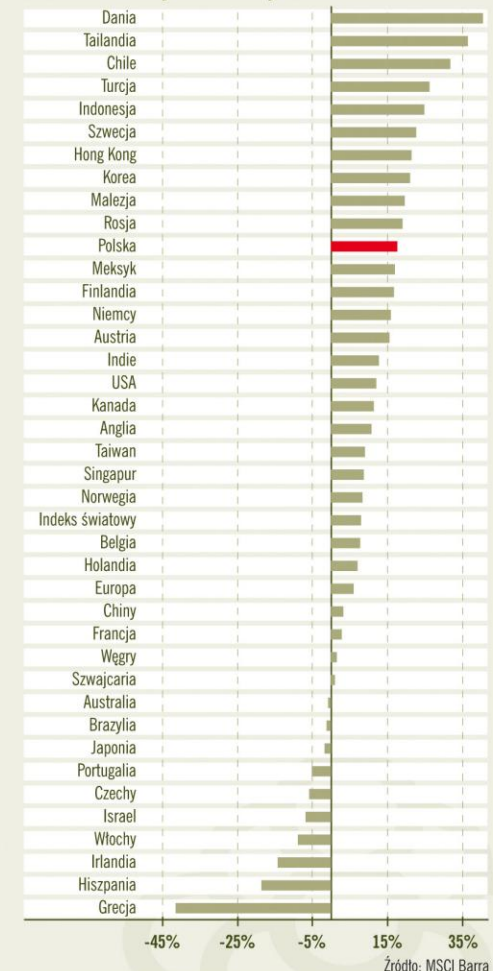


# Światowa gospodarka, czyli dlaczego skoro jest tak dobrze - jest tak źle?

# Koniec kłopotów...

- 20 września 2010 r. **NBER** ogłasza, że najdłuższa recesja w powojennej historii USA zakończyła się w lipcu 2009 roku.
- **Komisja Europejska** prognozuje, że w 2011 r. strefa euro ma się rozwijać w tempie 1,5%, zaś cała UE 1,7%, czyli podobnie jak w 2010 r.
- **FED** spodziewa się, że PKB USA wzrośnie w 2011 r. o 3% - 3,6%, po wzroście o 2,5% w 2010 r.
- **UBS**: Światowa gospodarka pozostaje na ścieżce ożywienia. Po wzroście o ok. 4% w 2010 r., wzrost w 2011 r. szacuje się na 3,7%, a w 2012 r. na 3,8%.
- **Bank of America-Merrill Lynch**: Oczekuje się kontynuacji trendów wzrostowych z ostatniego roku, z ryzykiem przegrzania rynków wschodzących. Powolny proces zdrowienia rynków rozwiniętych.
- **Deutsche Bank**: Gospodarka światowa powraca na ścieżkę wzrostu bliską długoterminowym trendom. Prognozuje się wzrost o ok. 4% w 2011 r. oraz nieznacznie więcej w 2012 r.
- **Nomura**: Prognozuje się wzrost światowego PKB o 4,3% w 2011 r. Rynki wschodzące nadal będą silnym motorem wzrostu.
- **Komisja Europejska** szacuje, że wzrost PKB Polski wyniesie w 2011 r. 3,9%, najwięcej w całej Unii Europejskiej.
- **Rząd** zakłada, że PKB Polski wzrośnie w latach 2011-2012 odpowiednio o 4,5% i 4,2%.

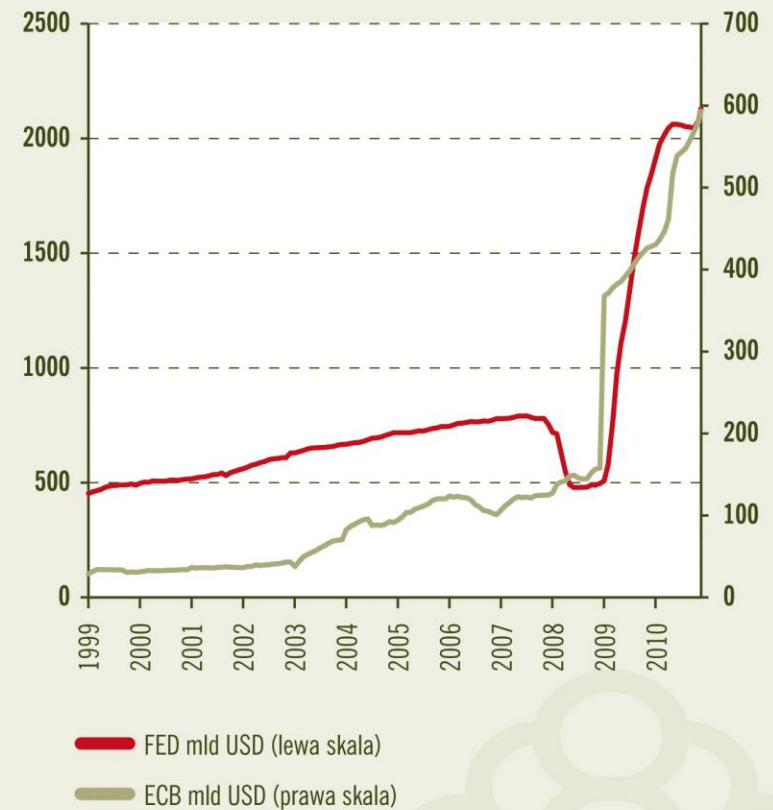
### Zachowanie rynków akcji w 2010 r.



# ...tylko po co kolejne interwencje?

- ECB – UE: **1 bilion USD w maju 2010 r.** (do tej pory wykorzystany w przypadku Grecji, Irlandii, Portugalii),
- ECB – UE: stworzenie stałego funduszu pomocowego od początku 2013 r.,
- FED: „QE lite”, **lipiec 2010 r.** – zamiana za **300 mld USD** wygasających papierów hipotecznych na obligacje skarbowe,
- FED: „QE 2”, **listopad 2010 r.** – zakup za **600 mld USD** obligacji skarbowych,
- FED: oczekiwania na „QE2.5” – **400 mld USD**,
- Bank Japonii kupuje za maks. **3,5 biliona JPY** obligacje korporacyjne, ETF-y, fundusze hipoteczne,
- Polska zwiększa interwencyjną linię kredytową z MFW z 21 mld USD do **29 mld USD**,
- NBP emituje w **2010 r.** bony o wartości ponad **40 mld PLN**, zmniejszając nadpłynność systemu oraz lokuje aktywa w zagranicznych obligacjach, walcząc z aprecjacją złotego.

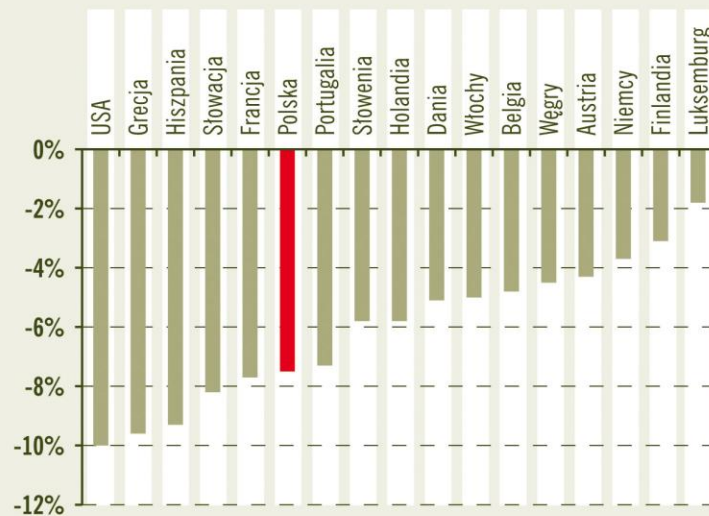
Papiery wartościowe w posiadaniu banków centralnych, lata 1999-2010



Źródło: ECB i FED

# Rządy na debecie

### Deficyty publiczne do PKB, 2010 r.



Źródło: Komisja Europejska, Bloomberg

...i dlaczego sytuacja finansów publicznych w większości krajów jest katastrofalna? Bez widoków na stabilizację w najbliższym czasie...

### Wydatki rządowe do PKB w USA, lata 1900-2010

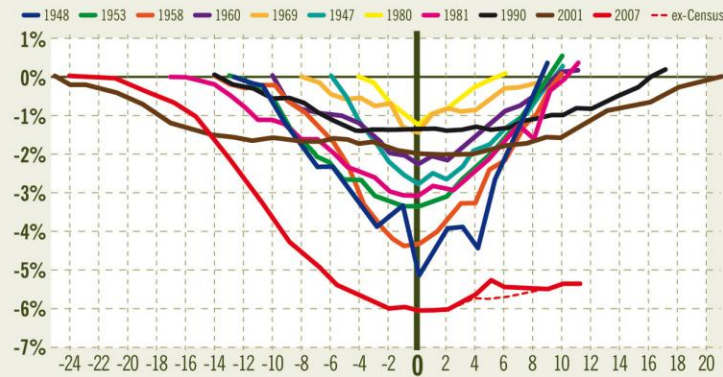


Źródło: FED

...a udział państwa w gospodarce dochodzi do historycznych szczytów, porównywalnych jedynie do **okresów wojennych**.

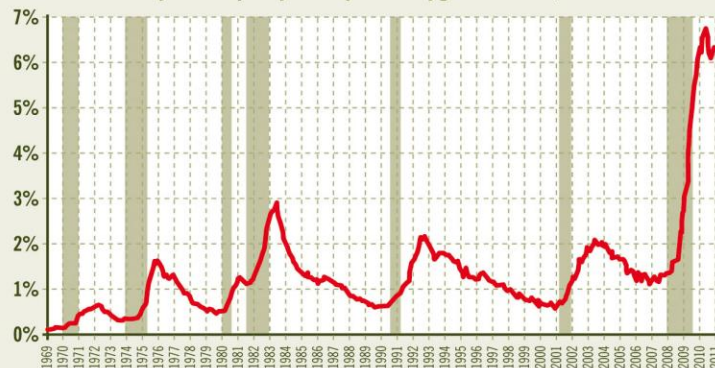
# I co się dzieje z bezrobociem?

### Zmiana zatrudnienia we wszystkich powojennych recesjach w USA, lata 1945-2010



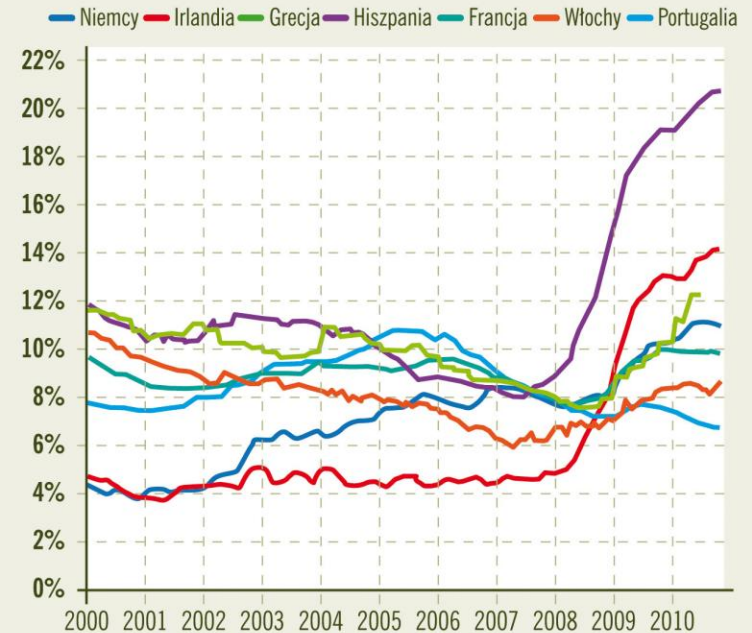
Źródło: Calculatedriskblog.com

### Ilość bezrobotnych bez pracy dłużej niż 26 tygodni – USA, lata 1969-2010



Źródło: Calculatedriskblog.com

### Stopa bezrobocia – wybrane kraje UE, lata 2000-2010



Źródło: Eurostat

Mimo trwającego już drugi rok „ożywienia”, bezrobocie uparcie nie chce spadać. **Powojenne, normalne, cykliczne ożywienia były w tym względzie zupełnie inne.** Sugeruje to, że obecna sytuacja ma bardziej złożony, strukturalny charakter.

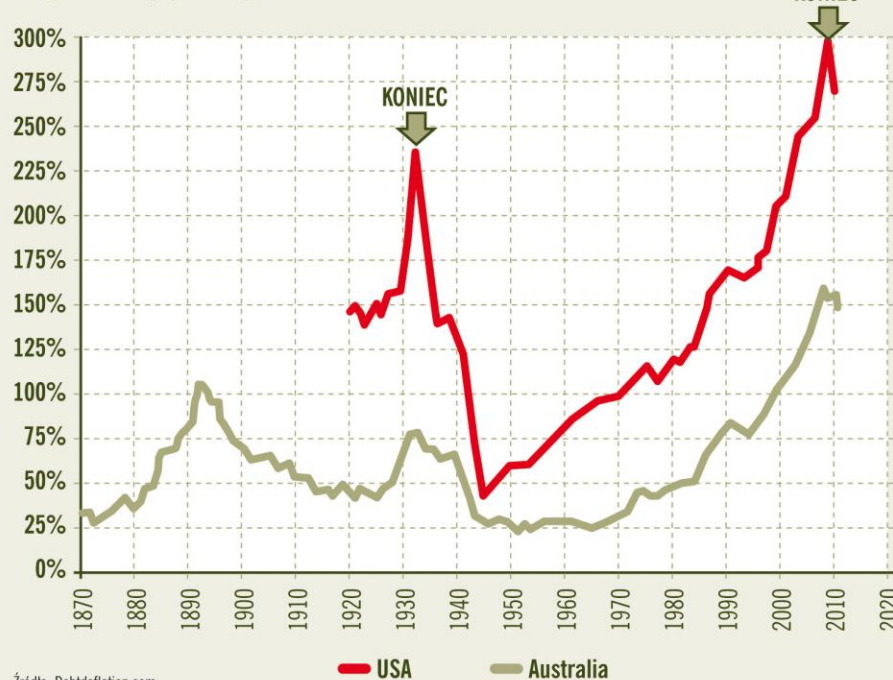


**Dług,**  
czyli droga bez odwrotu



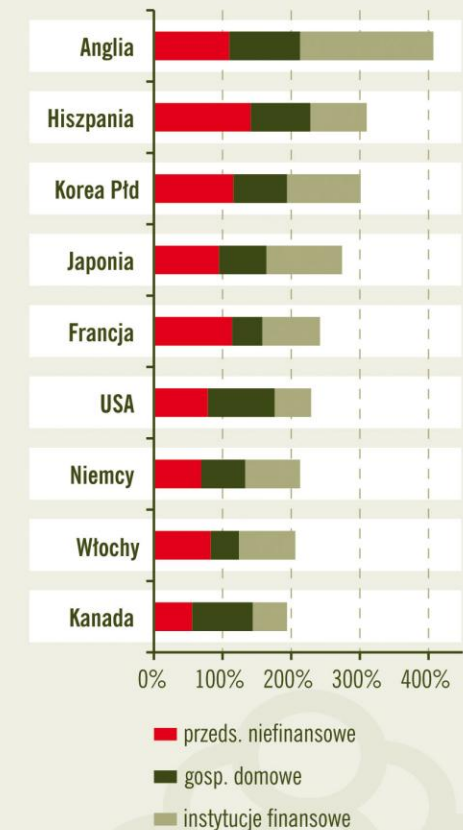
# Hipoteza 1: Szczyt lewara

Dług sektora prywatnego do PKB w USA i Australii, lata 1870-2010



Nasze główne założenie jest następujące: **gospodarki USA i innych krajów rozwiniętych osiągnęły szczyt zadłużenia w relacji do PKB w 2007 r.** W konsekwencji od tego momentu mamy do czynienia z wieloletnim trendem spadku wartości długu do PKB, który potrwa jeszcze przez kilka - kilkanaście następnych lat i doprowadzi do resetu systemu finansowego.

Dług sektora prywatnego do PKB, 2010 r.



# Hipoteza 2: Koniec Ponzi w USA

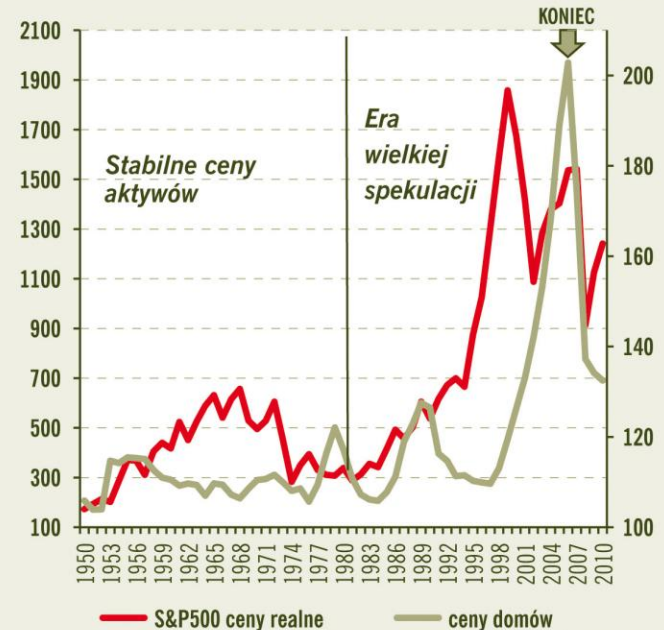
Dług całkowity do PKB w USA, lata 1950-2010



Źródło: FED

Dlaczego uważamy, że szczyt lewarowania mamy już za sobą? W ostatniej fazie opierało się ono głównie o **samonapędzające się spekulacje na różnych aktywach (Ponzi)**. Tego typu mechanizmy raz uruchomione potrafią działać długo i dynamicznie, jednak po wyczerpaniu **bardzo trudno zatrzymać ruch powrotny...**

Realne ceny akcji oraz nieruchomości w USA, lata 1950-2010

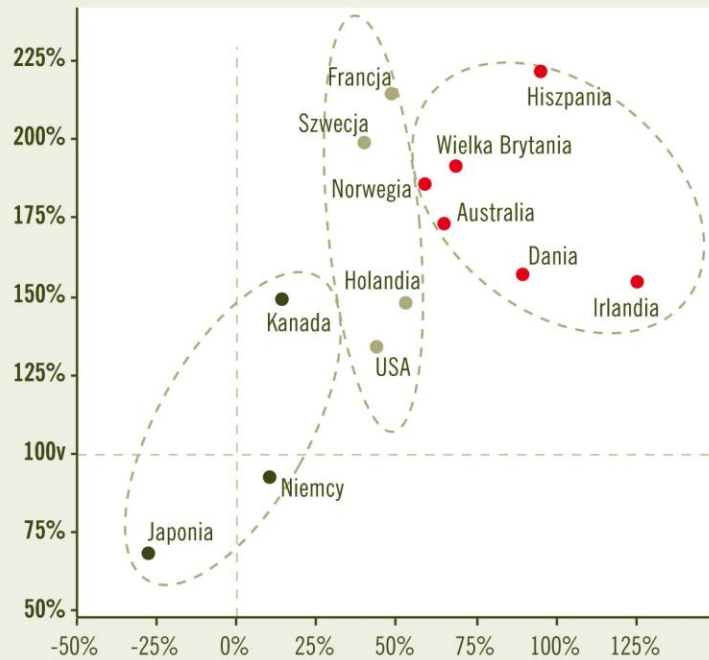


Źródło: Prof. Robert Shiller

...a wygląda na to, że trendy wzrostowe na głównych klasach aktywów mamy dawno za sobą.

# Hipoteza 3: (Koniec) Ponzi idzie w świat

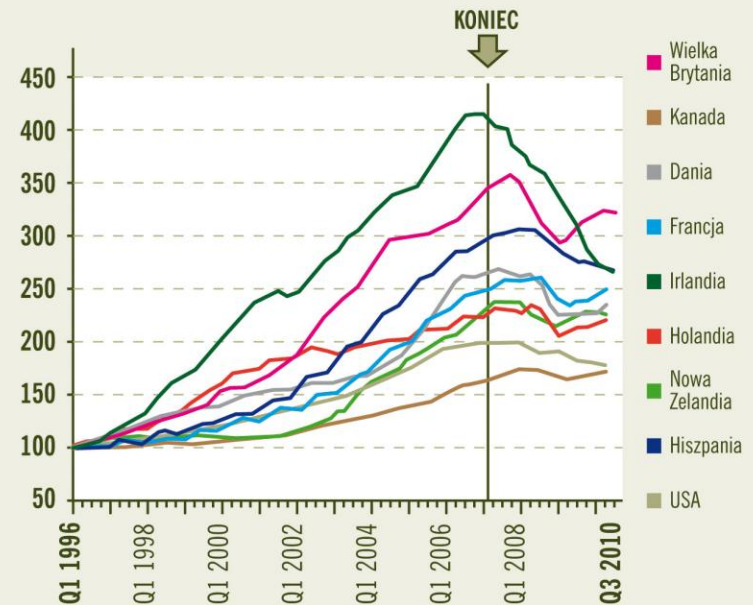
Zmiana cen domów oraz przyrost zadłużenia prywatnego w wybranych krajach w okresie 1999-2009



Źródło: SEB Xasset

Bańki kredytowe oparte na nieruchomościach były w niektórych krajach bardziej intensywne niż USA...

Ceny domów w wybranych krajach, lata 1996-2010

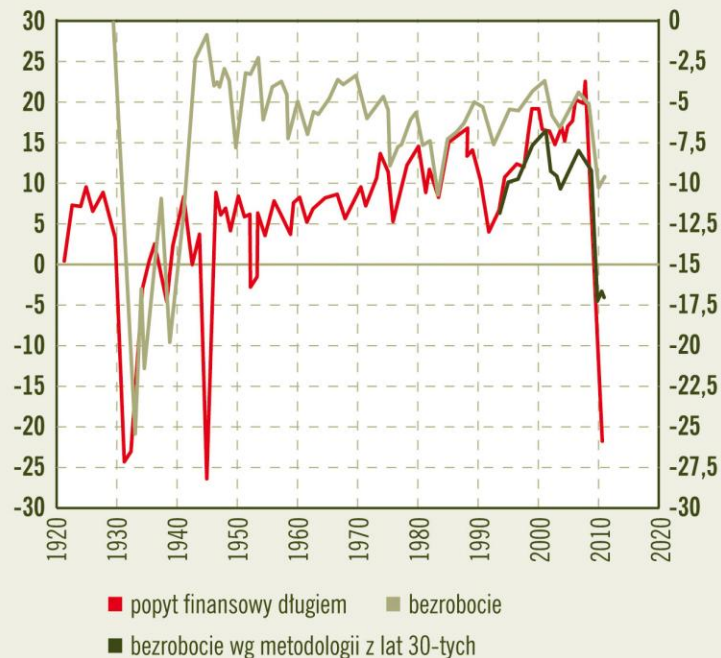


Źródło: Economist

...wydaje się jednak, że i to mamy za sobą.

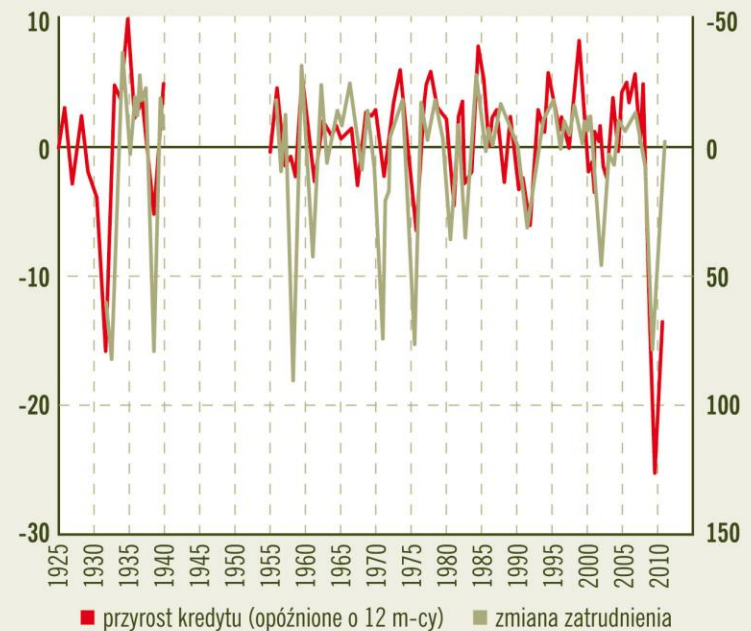
# Dlaczego dług jest tak ważny?

Popyt finansowany długiem oraz stopa bezrobocia w USA, lata 1920-2010



Źródło: Debtdeflation.com

Dynamika przyrostu kredytu oraz zmiany zatrudnienia w USA, lata 1925-2010

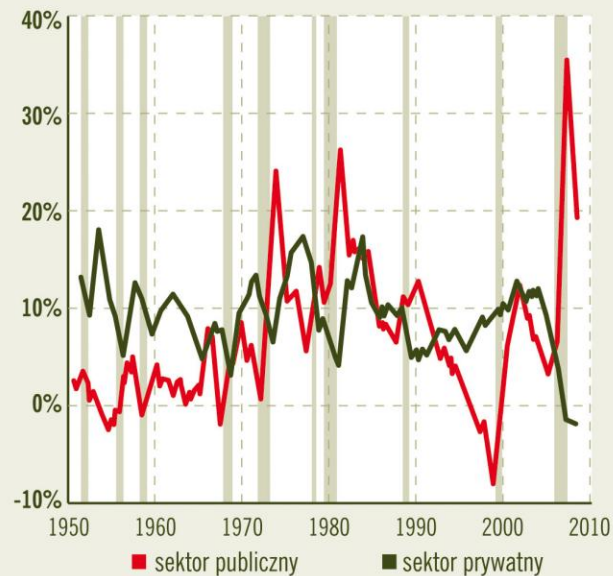


Źródło: Debtdeflation.com

W naszym systemie bankowym **dług to popyt, a popyt to wzrost gospodarczy i zatrudnienie**. Kraje o wysokim poziomie ogólnego zadłużenia będą cierpieły znaczny spadek ogólnej aktywności gospodarczej w sytuacji zatarcia się mechanizmu kreacji kredytu. Jest to niestety bolesne doświadczenie, dlatego banki centralne i rządy robią wszystko, aby opóźnić ten proces.

# Rząd kontra masa

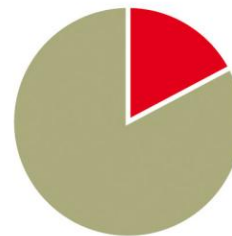
Przyrostu długu: sektor prywatny i publiczny w USA  
(zmiana roczna), lata 1950-2010



Źródło: FED

Rząd jednak stwierdził, że delewarowanie jest niekonstytucyjne i źle wpływa na morale obywateli. Postanowił więc, że zatrzyma nawałnicę, samemu kredytując się na potęgę.

Dług w podziale  
na sektory - USA



■ Rząd Federalny  
■ Pozostałe podmioty

Dynamika przyrostu całości zadłużenia w USA  
(zmiana roczna), lata 1950-2010



Źródło: FED

Ponieważ jednak **sektor prywatny ciągle jest wielokrotnie większy niż publiczny**, wysiłki rządów mają umiarkowany wpływ na wzrost całości kredytowania w gospodarce.

# Ostatnia bańka XX wieku...

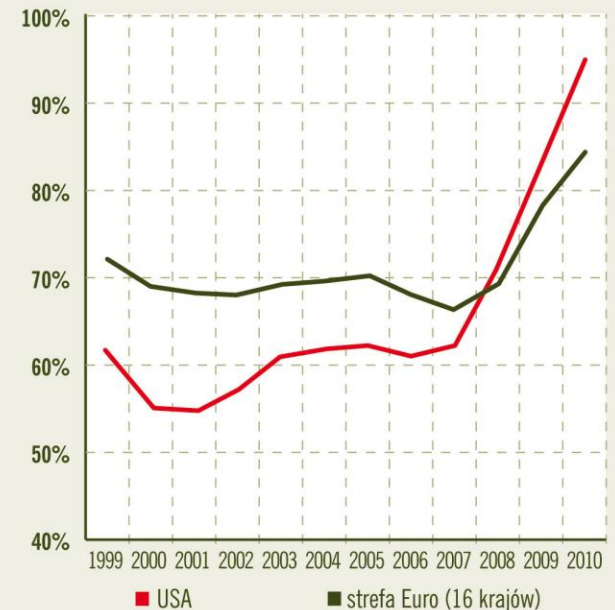
Indeks cenowy obligacji rządowych USA, lata 1977-2010



Źródło: Eidetic Research

Wszystkie te rządowe interwencje są ciągle możliwe, ponieważ ogólny standing kredytowy rządów ciągle nie jest kwestionowany. Sektor obligacji rządowych (głównych gospodarek) jest **ostatnim rynkiem**, jaki do tej pory opierał się grawitacji.

Dług rządowy do PKB w USA i strefie euro, lata 1999-2010

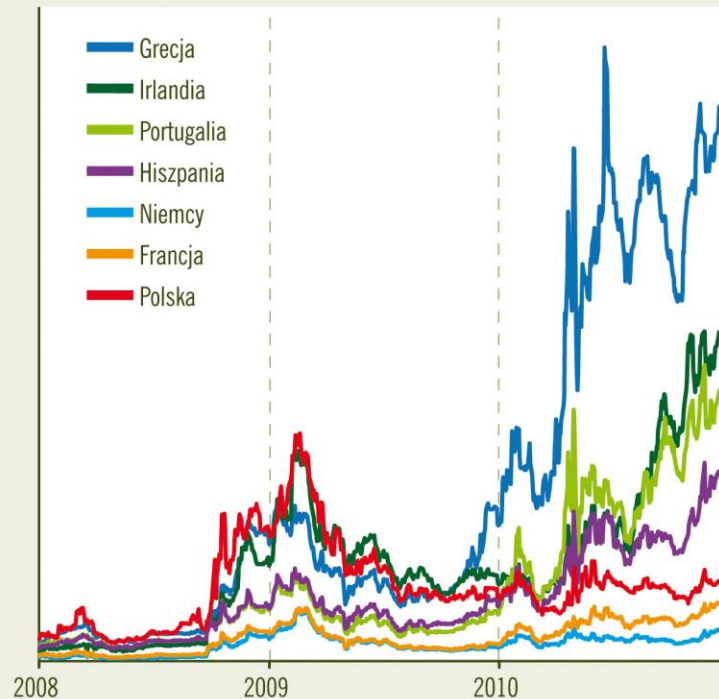


Źródło: MFW

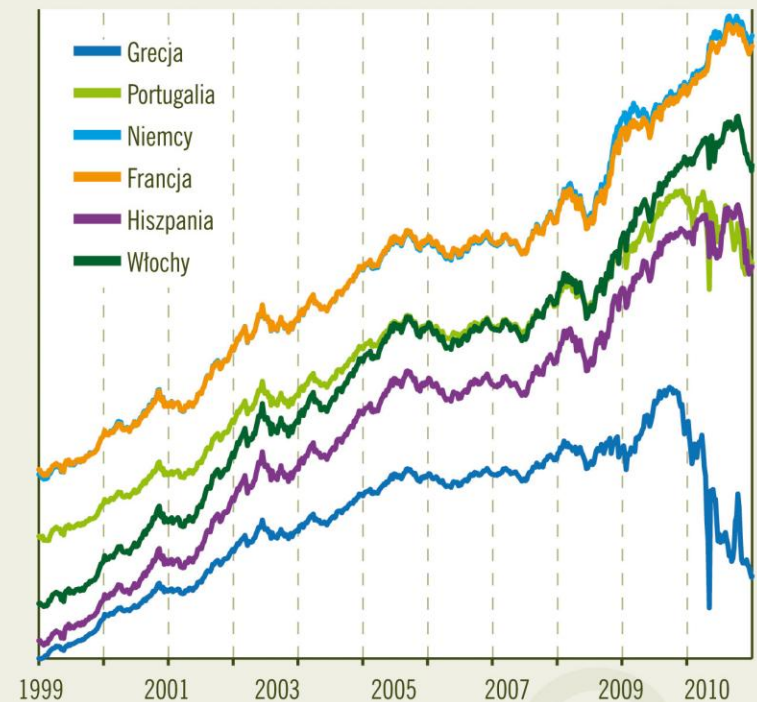
Pytanie tylko, kiedy i przy jakim poziomie zadłużenia rynek zakończy romans z coraz mniej wiarygodnym dłużnikiem?

# ...zbliza się do końca

Ryzyko bankructwa kraju – CDS na pięcioletnie obligacje państwowe wybranych krajów, lata 2008-2010



Indeksy cenowe dla obligacji rządowych wybranych krajów, lata 1999-2010



Przykład Grecji i Irlandii może sygnalizować, że przynajmniej dla niektórych krajów koniec nieograniczonego wzrostu sektora publicznego jest bliski. W takiej sytuacji **ostatni aktor w bitwie o ekspansję kredytową odpada z gry**.

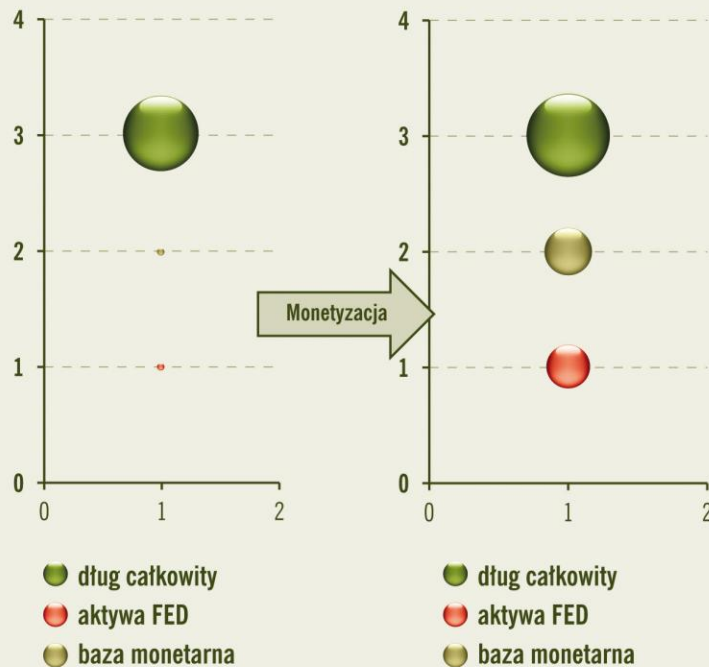


# Monetyzacja, czyli ostatnia linia obrony



# Opcja nuklearna – totalna monetyzacja

Wielkość aktywów FED w relacji do całości kredytu w gospodarce  
- stan obecny i hipotetyczny



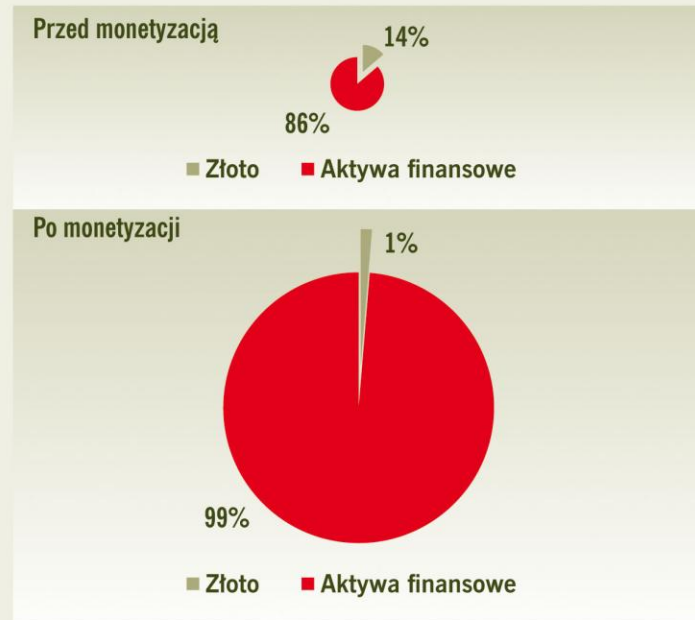
Źródło: FED, obliczenia własne

W chwili obecnej baza monetarna USA, na której opiera się cała piramida kredytowa, to ok. **4%** całości kredytu w systemie.

- Gdy kryzys sięgnie sektora obligacji rządowych, jedyną rzeczą stojącą na drodze totalnej deflacji jest bank centralny.
- Aby zatrzymać spadek cen aktywów finansowych, kupuje wszystko, co tylko banki i rząd zechcą mu sprzedać, powiększając w ten sposób bazę monetarną.
- Sam ten fakt nie musi przełożyć się od razu na inflację, jeśli banki będą (jak do tej pory) kumulowały rezerwy - może się okazać, że złagodzi to tylko trendy deflacyjne.
- Największym problemem banku centralnego będzie moment, gdy rynki stwierdzą, że aktywa, które nabyły w trakcie monetyzacji, nie są nic warte.
- W tym momencie następuje ran na bank centralny, czyli ucieczka od waluty, czyli totalny spadek jej wartości, czyli **hiperinflacja**.

# Monetyzacja – wpływ na złoto

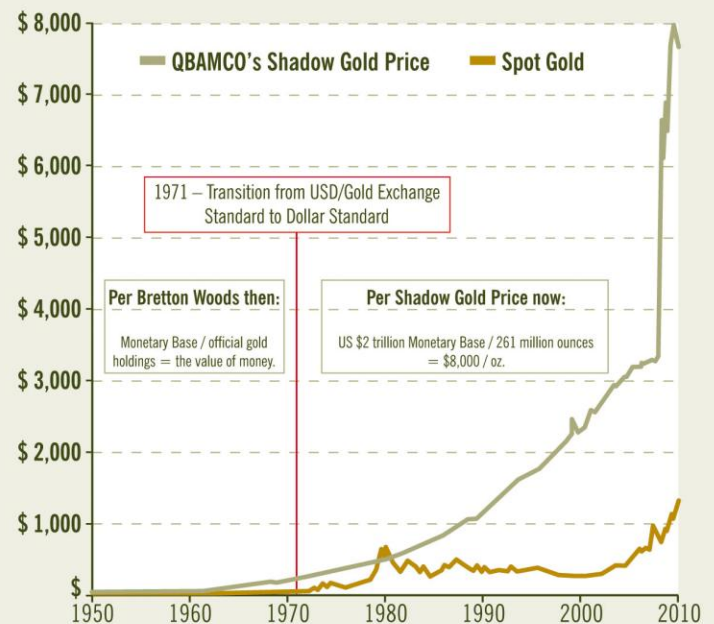
## Kompozycja aktywów FED - stan obecny i hipotetyczny



Źródło: FED, szacunki własne

Totalna monetyzacja powoduje, że aktywa, jakie stoją za dolarem (lub inną jednostką), są coraz gorszej jakości. Udział złota maleje na korzyść aktywów finansowych. W takiej sytuacji cena złota (w danej walucie) ma spory potencjał wzrostowy.

## Cena złota przy 100% pokryciu bazy monetarnej, lata 1950-2010



Źródło: QBAMCO

W chwili obecnej, gdyby rynek wymagał 100% pokrycia dolara w złocie, cena uncji musiałaby wzrosnąć 6-krotnie. Tak wymagający rynek jednak bywa rzadko, **nawet w czasach standardu złota 50-60% było poziomem wystarczającym.**

# Złoto kontra inne aktywa

Cena roboczogodziny wyrażona w uncjach złota w USA, lata 1930-2010



Źródło: FED, World Gold Council

Relacja wartości indeksu S&P500 do ceny złota, lata 1870-2010



Źródło: Prof. Rober Shiller, World Gold Council

- Czy w kontekście monetyzacji złoto będzie najlepszą inwestycją obecnej dekady?
- Wydaje się, że złoto ma ciągle szanse **zyskiwać na wartości w stosunku do aktywów finansowych** i to głównie tych, które będą przedmiotem ewentualnej monetyzacji (prawdopodobnie głównie papiery dłużne).
- Mimo znaczącego spadku relacji wartości rynku akcji do złota, historyczne dołki ciągle są znacznie niżej.
- Główny trend wzmocnienia się złota w stosunku do siły nabywczej roboczogodziny chyba się już jednak wyczerpuje.
- Może to oznaczać, że jeżeli będziemy mieli do czynienia z hiperinflacją, koszty siły roboczej będą już rosły podobnie jak złoto.
- Jeżeli zaś będziemy mieli do czynienia z deflacją, ceny złota będą wrażliwe na spadki (jednak w znacznie mniejszym stopniu niż inne aktywa finansowe).

# Podsumowanie

- Obecny optymizm rynków, banków centralnych oraz rządów uważamy za nieuzasadniony - strukturalny problem, jakim jest zbyt duże i nieproduktywne zadłużenie, nie został w ostatnich dwóch latach nawet dobrze zrozumiany.
- Uważamy, że **w 2007 r. osiągnęliśmy szczyt zadłużenia i od tego momentu system finansowy wszedł w długoterminową fazę redukcji długu.**
- Różnej maści interwencje przesuwają tylko ten problem na barki rządów oraz banków centralnych, **przygotowując grunt do kolejnego kryzysu.**
- Wydaje się, że przykład Grecji zwiastuje zbliżanie się kłopotów sektora rządowego.
- Prawdopodobny kryzys finansów publicznych pozostawi banki centralne jako jedyne aktora w walce z deflacyjnymi trendami.
- W zależności od determinacji banków centralnych, rozwiązanie powyższych problemów będzie miało charakter **deflacyjny** (odpisanie znacznej części zadłużenia) lub hiperinflacyjny (upadek waluty). **Naszym zdaniem, prawdopodobieństwo hiperinflacji znacznie rośnie po uprzednim mocnym uderzeniu deflacyjnym.**
- Niezależnie jednak od scenariusza, **wyceny** aktywów finansowych powinny znacząco spadać w następnych latach.
- Stopy procentowe dla ryzykownych podmiotów (np. obligacje korporacyjne, papiery hipoteczne) powinny znacząco wzrosnąć.
- Złoto powinno kontynuować trend wzmocnienia się do pozostałych aktywów finansowych.



**Timing,**  
czyli dlaczego już czas  
na kolejną odsłonę kryzysu...

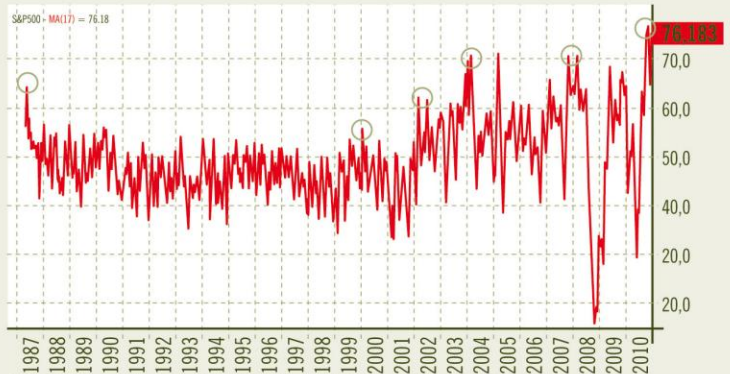
# Cykl dekadowy

Faza I Kryzys (data dołka rynku akcji)	Faza II Odreagowanie (szczyt spekulacji na najsilniejszym rynku dekady)	Faza III Echo (data dołka rynku akcji)
1957 sowiecka inwazja na Węgry	1961 średnioterminowy szczyt rynku akcji	1962 "Kennedy Panic", kryzys kubański
1969/70 kryzys walutowy, odejście od standardu złota	1972 szczyt na Nifty Fifty	1974 kryzys naftowy, market crash
1978 kryzys energetyczny	1980 szczyt na metalach szlachetnych	1982 recesja, kryzys S&L
1987 krach rynków akcji	1989 szczyt na NIKKEI	1991 recesja, wojna w zatoce Perskiej
1997/1998 krach azjatycki i rosyjski	2000 szczyt na NASDAQ	2002 recesja, Enron, WTC
2008 krach na papierach hipotecyjnych	2010/2011 szczyt na EM i surowcach ????	2012 recesja ??????

- Rynki mają tendencję do cykliczności w okresach dekadowych.
- Zwykle przed końcem dekady następuje kryzys związany z jakimś konkretnym wydarzeniem.
- Po tym kryzysie z reguły następuje odreagowanie trwające **ok. dwóch lat**.
- Odreagowanie to czasami przynosi nowy szczyt na rynku, który w danej dekadzie był najsilniejszy.
- Potem następuje kolejny kryzys, w trakcie którego kształtowany jest długoterminowy dołek i podstawa do następnego cyklu dekadowego.

# Sentyment

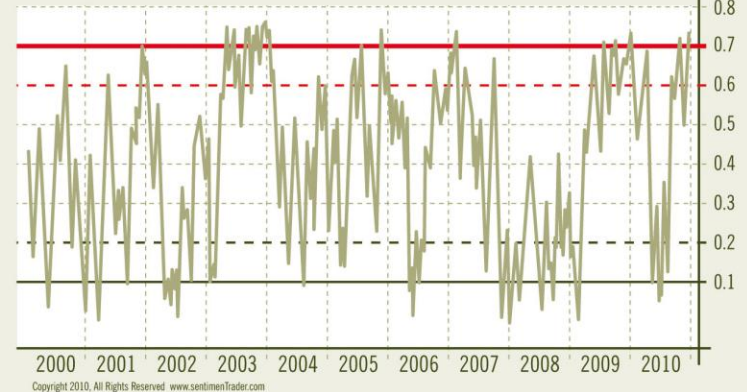
### Zagregowany sentyment dla rynków akcji w USA i surowców



Created with AmiBroker - advanced charting and technical analysis software. <http://www.amibroker.com>

Źródło: Tradefutures.com, obliczenia własne

### Zagregowany indeks różnych badań sentymentu rynku akcji w USA



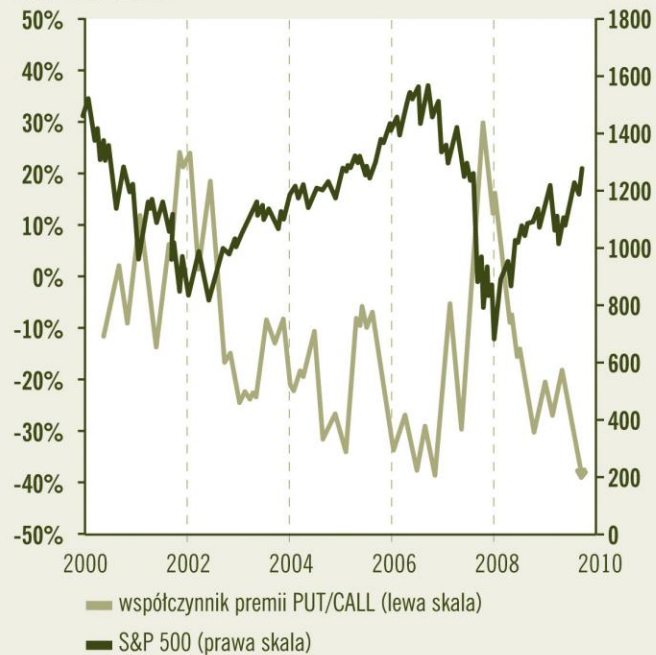
Copyright 2010. All Rights Reserved. [www.sentimentrader.com](http://www.sentimentrader.com)

Źródło: Sentimentrader.com

Rynki uwierzyły wreszcie w ożywienie gospodarcze oraz w zapewnienia banków centralnych dotyczących napływu taniego pieniądza. Wskaźniki sentymentu są na poziomach historycznych maksimum, co sugeruje przynajmniej średnioterminowe kłopoty.

# Sentyment cz. 2

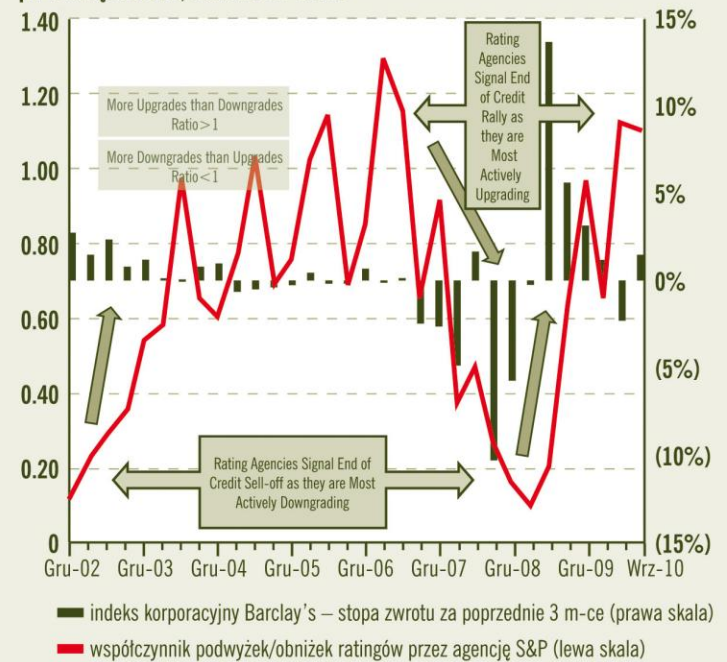
Nadwyżka ceny opcji PUT nad ceną opcji CALL w USA, lata 2000-2010



Źródło: Sentimetrader.com

Cena opcji put (zabezpieczającej przed spadkiem) w relacji do ceny opcji call jest obecnie na ekstremalnie niskich poziomach. Zdecydowana większość inwestorów przewiduje tylko wzrosty w najbliższym czasie...

Relacja ilości podwyżek do obniżek ratingów kredytowych przedsiębiorstw, lata 2002-2010



Źródło: Bloomberg, Barclays

...a agencje ratingowe masowo podnoszą ratingi dla papierów korporacyjnych.



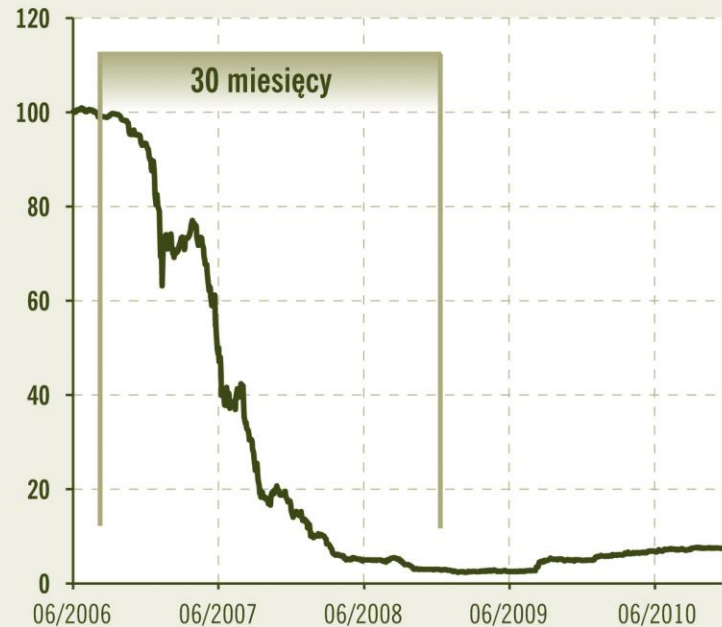
## 2012 - game over?

Indeks cen obligacji rządowych Grecji, lata 1999-2010



Źródło: Bloomberg

Indeks cen obligacji opartych na hipotekach - Markit ABX BBB, lata 2006-2010

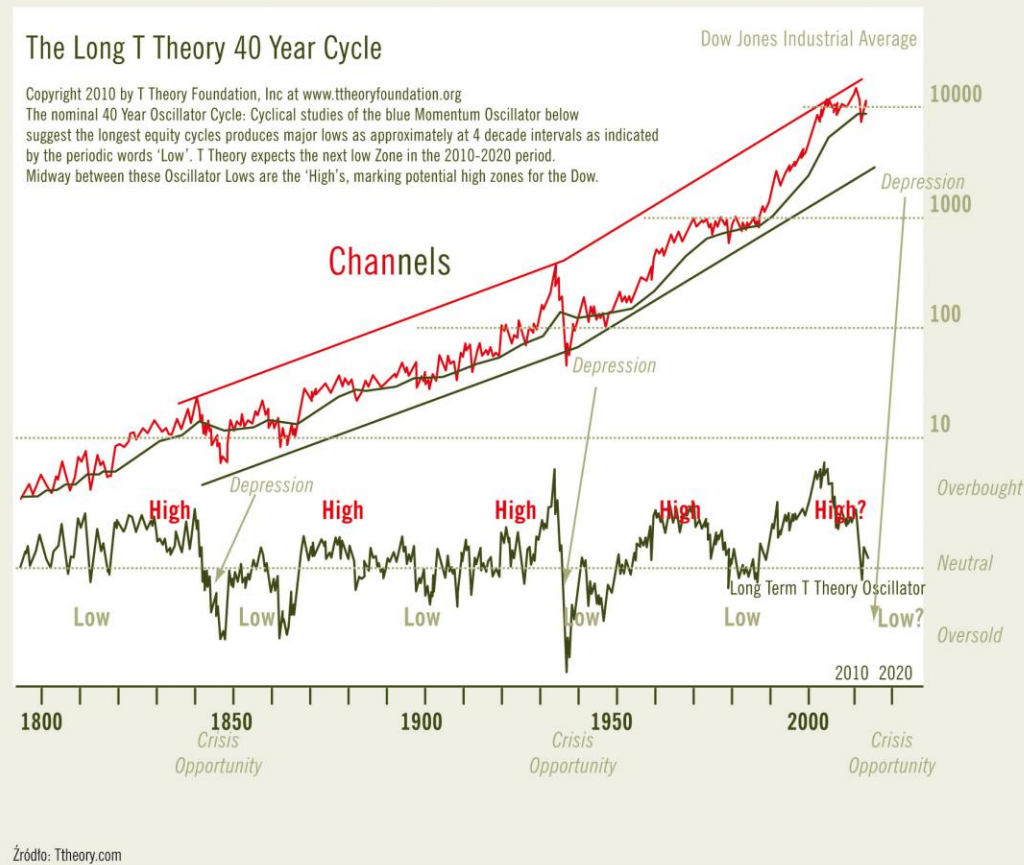


Źródło: Bloomberg

Cztery lata temu ktoś, kto obserwował zachowanie papierów opartych o hipoteki, wiedział, że mamy przed sobą spore problemy. Papiery te zrobiły szczyt w połowie 2006 roku, czyli ponad 2,5 roku przed apogeum kryzysu z 2008r. Jeśli założymy że Grecja może być podobnym wskaźnikiem wyprzedzającym światowy kryzys finansów rządowych, kolejnej apokalipsy należałoby się spodziewać w 2012 roku.

# Cykl depresji

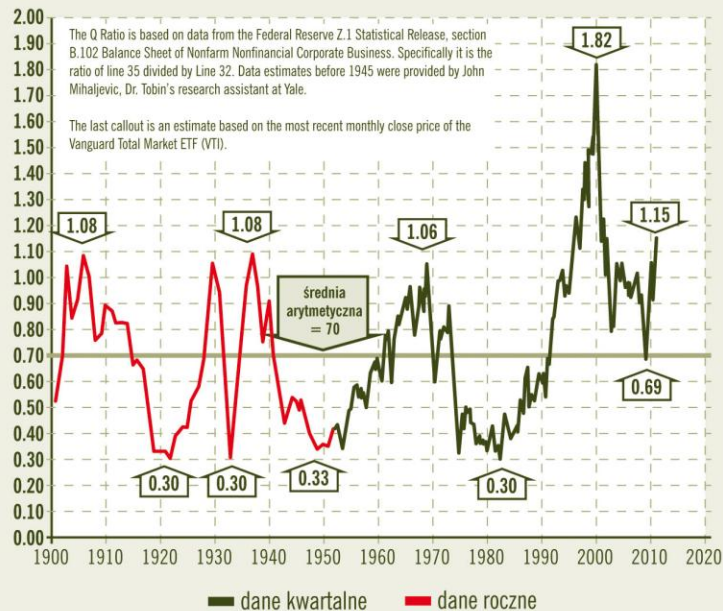
Rynek akcji (DJIA do 2010 r., a przed 1900 r. indeks angielskiego rynku akcji)



- W obecnej **dekadzie** powinniśmy być świadkami kształtowania się **dołka cyklu 80-letniego**.
- Cykl ten był odpowiedzialny za wyprodukowanie ostatnich dwóch wielkich depresji.
- Towarzyszyły im konflikty militarne i wielkie ruchy społeczne (wojna secesyjna i wiosna ludów oraz II wojna światowa).
- Może to być dość traumatyczne zdarzenie, ale z drugiej strony dekada ta powinna być „pokoleniową” okazją do długoterminowej akumulacji majątku.

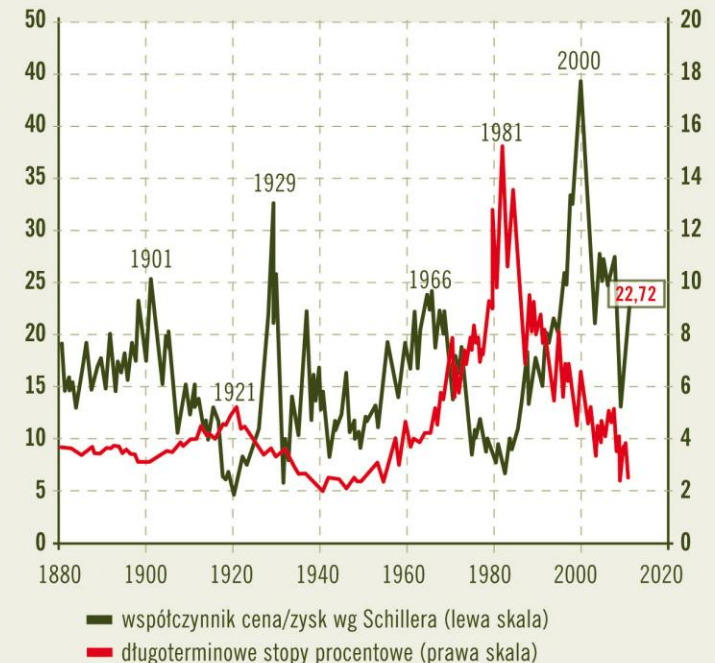
# Wyceny - długa droga do dołka

Wskaźnik Tobina (relacja rynkowej ceny aktywów do kosztów wytworzenia tych aktywów) dla spółek giełdowych w USA, lata 1900-2010



Źródło: Dshort.com

Wskaźnik Shillera P/E oraz stopy procentowe w USA, lata 1880-2010

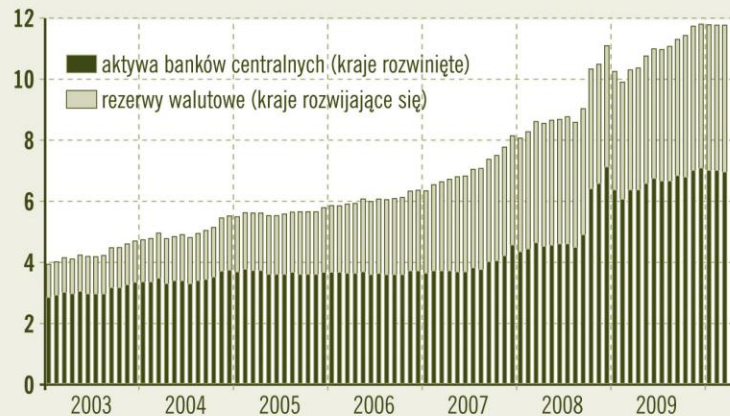


Źródło: Prof. Robert Shiller

Wyceny akcji ciągle są bardzo wysokie i jeśli cykl 80-letni ma być tutaj jakimś drogowskazem, to przed nami jeszcze długa droga do inwestycyjnie atrakcyjnych poziomów.

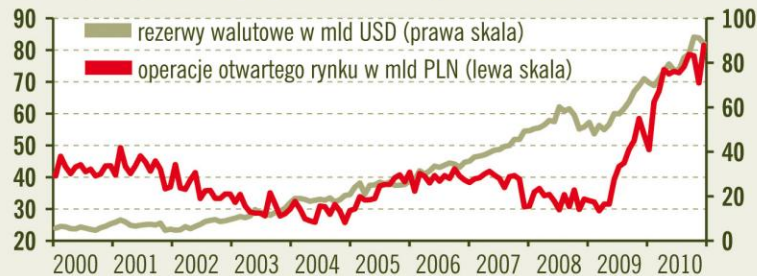
# Joker – ryzyko krótkoterminowego spekulacyjnego wystrzału

Aktywa banków centralnych G7 oraz rezerwy walutowe krajów wschodzących, lata 2003-2010 (w bilionach USD)



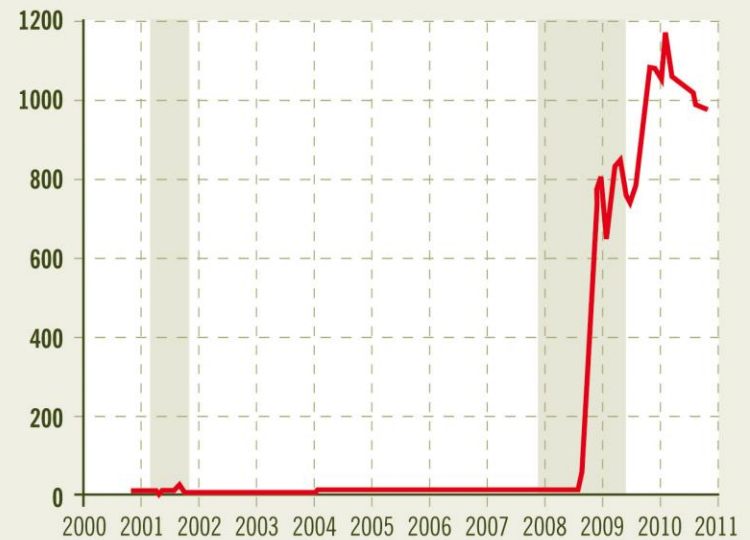
Źródło: BIS

NBP – operacje otwartego rynku oraz rezerwy walutowe, lata 2000-2010



Źródło: NBP

Nadwyżka rezerw obowiązkowych w bankach w USA, lata 2000-2010 (w mld USD)



Źródło: FED

Dotychczasowe interwencje banków centralnych spowodowały akumulację sporych rezerw, zarówno w sektorze finansowym, jak i w postaci rezerw walutowych na rynkach wschodzących.

# Joker – ryzyko krótkoterminowego spekulacyjnego wystrzału

### Względna siła rynków wschodzących do rozwiniętych - indeks MSCI



Źródło: MSCI Barra

### Indeks cen surowców produkcyjnych



Źródło: MWF

Rezerwy te, w przypadku braku jakichś negatywnych zdarzeń w najbliższym czasie, mogą spowodować kontynuację spekulacyjnych trendów na najbardziej gorących rynkach. Inwestorzy mogą sobie wziąć do serca, że mamy do czynienia z najlepszym rokiem w cyklu prezydenckim i zafundować nam niezłą jazdę. Scenariusz ten tak czy inaczej zakłada, że **szczyt spekulacji** powinien wypaść w **pierwszej połowie roku**.

# Podsumowanie

- Naszym zdaniem okres odreagowania pierwszej fazy kryzysu „hipotecznego” mamy już za sobą.
- **Następne 2-3 lata powinny przynieść kolejne kryzysowe wybuchy, wzmożoną niestabilność rynków i bardzo trudne środowisko inwestycyjne.**
- Wysoki poziom optymizmu i ciągle historycznie wysokie wyceny rynków akcji powodują, że **obecnie ryzyko znacznych spadków jest naszym zdaniem bardzo duże.**
- Cykl dekadowy oraz zachowanie bardziej ryzykownych obligacji rządowych sugeruje, że kryzys sektora finansów publicznych, który dotknie wiele krajów jednocześnie, może być blisko.
- Naszym zdaniem **długoterminowego dołka na rynkach można się spodziewać dopiero w 2012-2013 roku.**
- Istnieje jednak **krótkoterminowe** ryzyko dla powyższego scenariusza w postaci ostatniego wystrzału na bardziej spekulacyjnych aktywach (rynki wschodzące, surowce przemysłowe i spożywcze, metale szlachetne).
- Scenariusz taki jest możliwy przy założeniu względnego spokoju w słabszych elementach systemu finansowego oraz dzięki ciągle rosnącym rezerwom pochodzącym z interwencji banków centralnych. Naszym zdaniem scenariusz ten jednak ma szanse realizacji **tylko w krótkim terminie (pierwsze półrocze 2011 r.).**
- Główną strategią na okres **najbliższych dwóch lat jest przede wszystkim ochrona kapitału i trzymanie się płynnych inwestycji.**
- Złoto ciągle pozostaje dobrą inwestycją, lecz jego siła ujawni się **głównie w relacji do innych aktywów finansowych.**

Treść tej prezentacji:

- została przygotowana przez Opoka Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dalej „Towarzystwo” lub „Opoka TFI”) wg danych na dzień 31 grudnia 2010 roku;
- jest wyrazem opinii Opoka TFI, które mogą ulec zmianie, a Opoka TFI nie ma obowiązku informowania o tych zmianach;
- ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może stanowić wystarczającej podstawy dla podjęcia decyzji inwestycyjnej;
- nie stanowi rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców;
- została przygotowana w oparciu o dane i informacje pochodzące ze źródeł uznanych przez Opoka TFI za wiarygodne, ale Towarzystwo nie może zapewnić o ich kompletności, dokładności i wiarygodności.

Pomimo dochowania staranności przy opracowaniu niniejszej prezentacji, Opoka TFI nie może zagwarantować, że opinie wyrażone na tych stronach okażą się trafne. Sytuacja na rynkach finansowych może ulec zmianie. Towarzystwo nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie treści niniejszej prezentacji ani za szkody poniesione w wyniku takich decyzji.



**OPOKA  
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.**

ul. Nowogrodzka 21  
PL, 00 - 511 Warszawa  
[www.opokatfi.pl](http://www.opokatfi.pl)  
[biuro@opokatfi.pl](mailto:biuro@opokatfi.pl)

Tel. +48 22 630 83 34  
Fax +48 22 630 83 35