Przewidywania rynkowe 2014

OPOKA
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Styczeń 2014

Prezentacja 2013 - przypomnienie tez

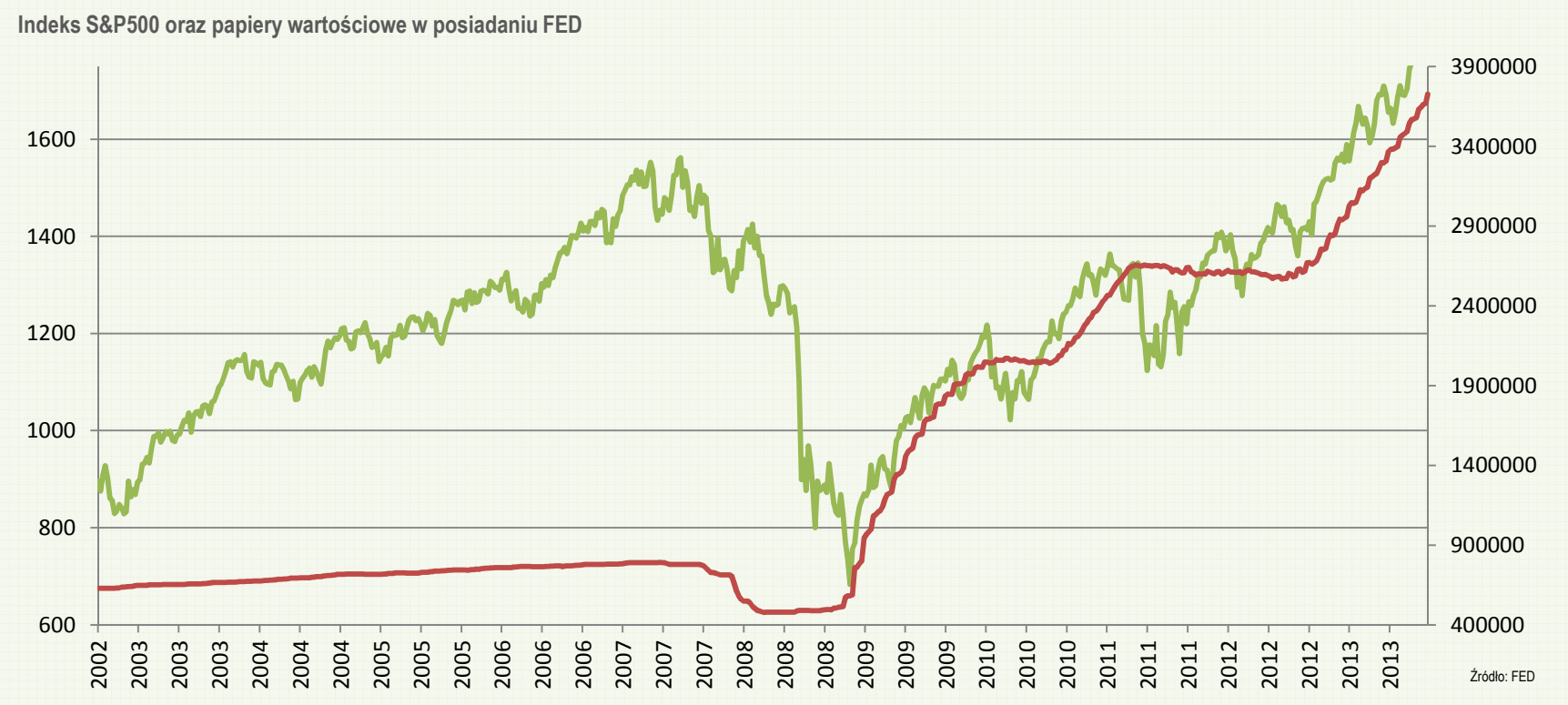
- **Żaden** z problemów, które naszym zdaniem leżą u źródła kryzysu, nie został rozwiązany. Co więcej, zdecydowana większość z nich jeszcze bardziej się pogłębiła. W tym sensie dotychczasowy kryzys zupełnie **nie spełnił swojego zadania, tzn. nie przyniósł żadnych jakościowych zmian,** jakie dałyby podstawy do szybszego wzrostu w przyszłości.

- Wszystkie powyższe czynniki działają i na razie będą działały hamująco na gospodarki. Naszym zdaniem, przy braku systemowego rozwiązania niestety musimy przyzwyczaić się do niskiego długoterminowego tempa wzrostu, przerywanego częstymi recesjami.

- W latach **2012–2016** należy spodziewać się ważnego dołka na rynkach akcji.

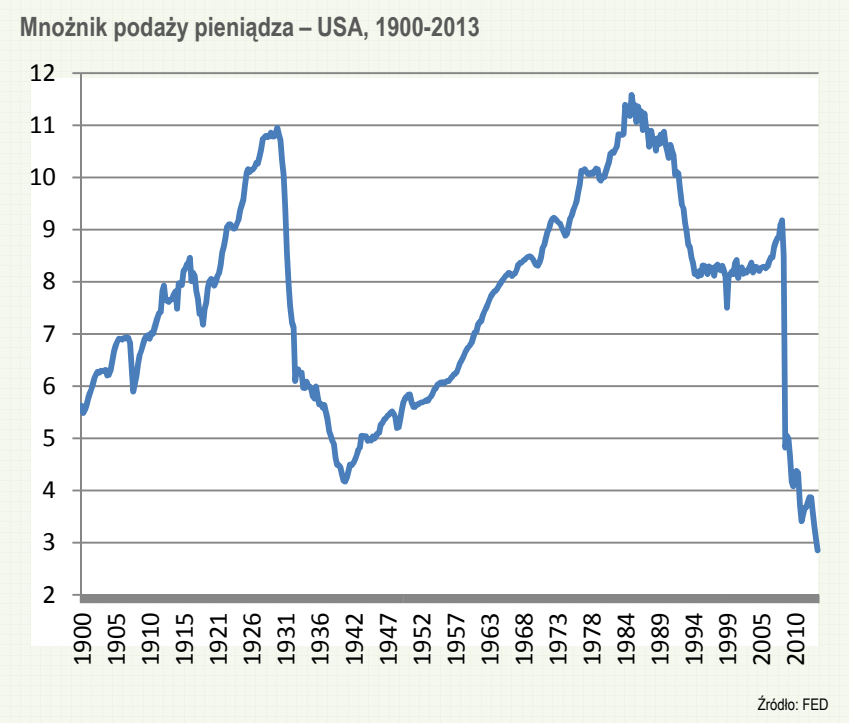
USA

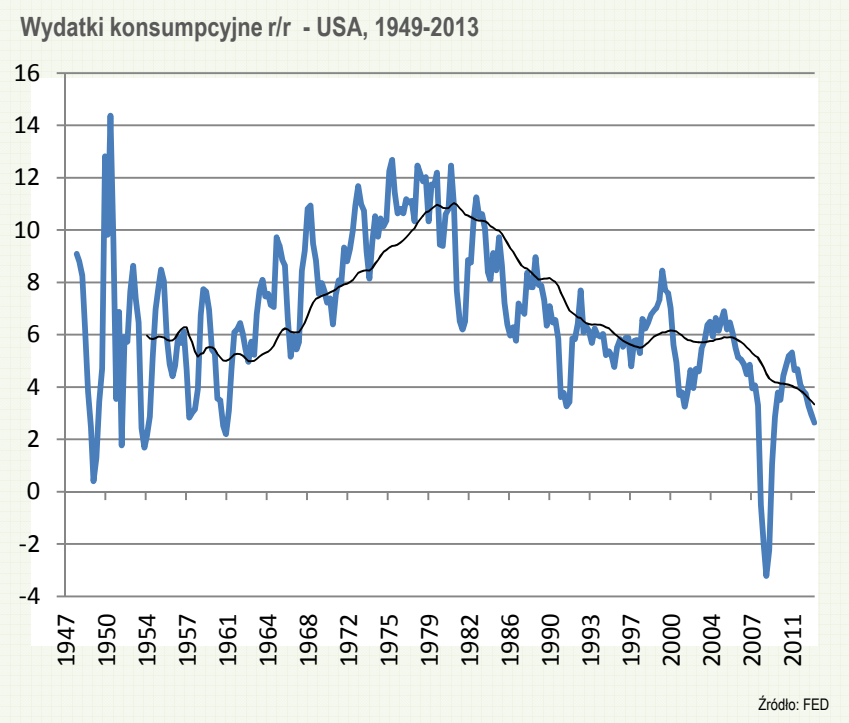
Jedyny wykres który się liczy ?



Wygląda na to, że od 2009 r. jedynym naprawdę liczącym się dla rynku czynnikiem jest aktywność banków centralnych. Wiara w ich omnipotencję pcha rynki z powrotem w bardzo groźne rejony i to w tempie, w jakim nigdy nie sądziliśmy, że będzie możliwe po ostatnim światowym kryzysie.

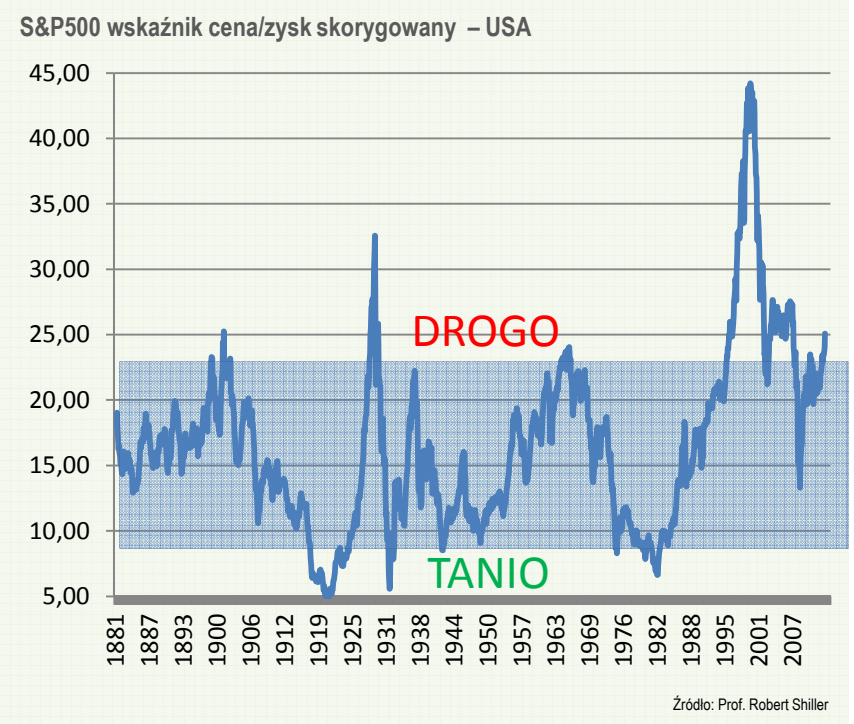
Cała para w gwizdek

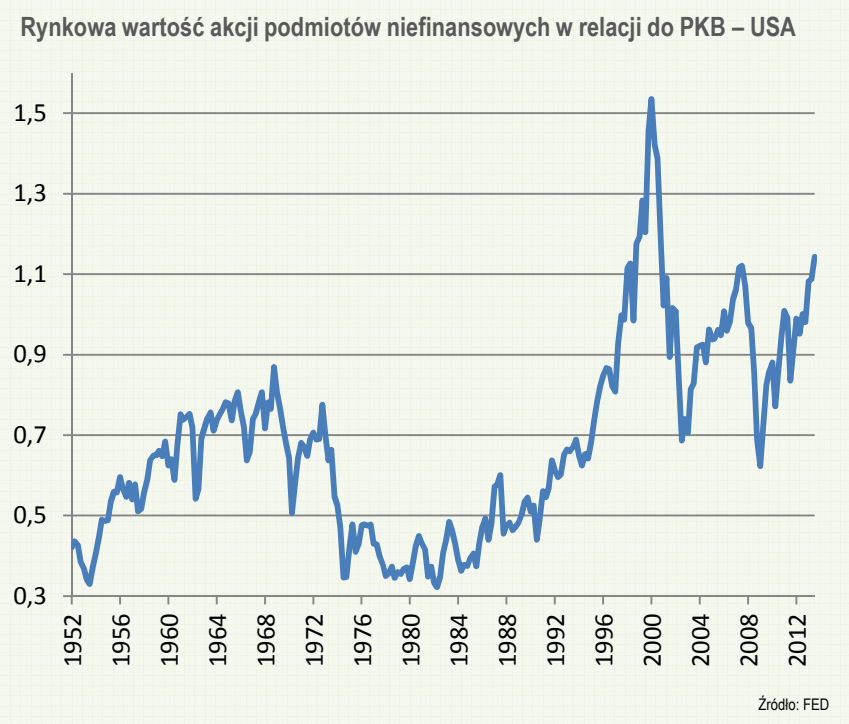




O ile wpływ interwencji na rynki wydaje się być bezsporny, to realna gospodarka w coraz mniejszym stopniu jest beneficjentem tych działań, a rynki coraz słabiej odzwierciedlają to, co się w niej dzieje. Większość nowo drukowanego pieniądza odkłada się w sektorze finansowym, nie stymulując wzrostu gospodarczego.

Kolejna bańka w drodze

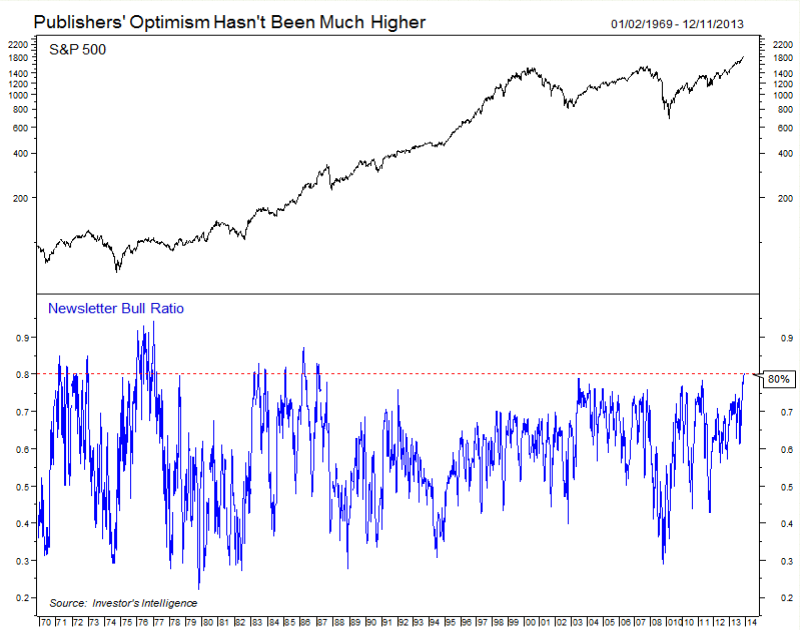




Jeśli celem tych wszystkich interwencji miał być powrót do spekulacyjnego środowiska ostatnich dwóch wielkich baniek, to należy uznać, że centralni planiści odnieśli sukces. Wyceny powróciły do poziomów z roku 2007, a w niektórych przypadkach nawet je przekroczyły.

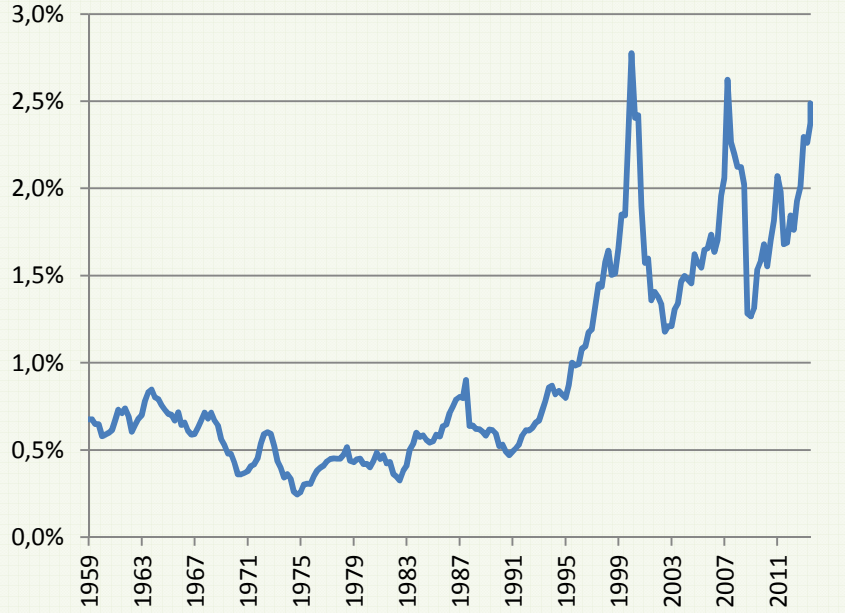
Euforia na kredyt

Sentyment inwestorów instytucjonalnych - USA



Źródło: Sentimentrader.com

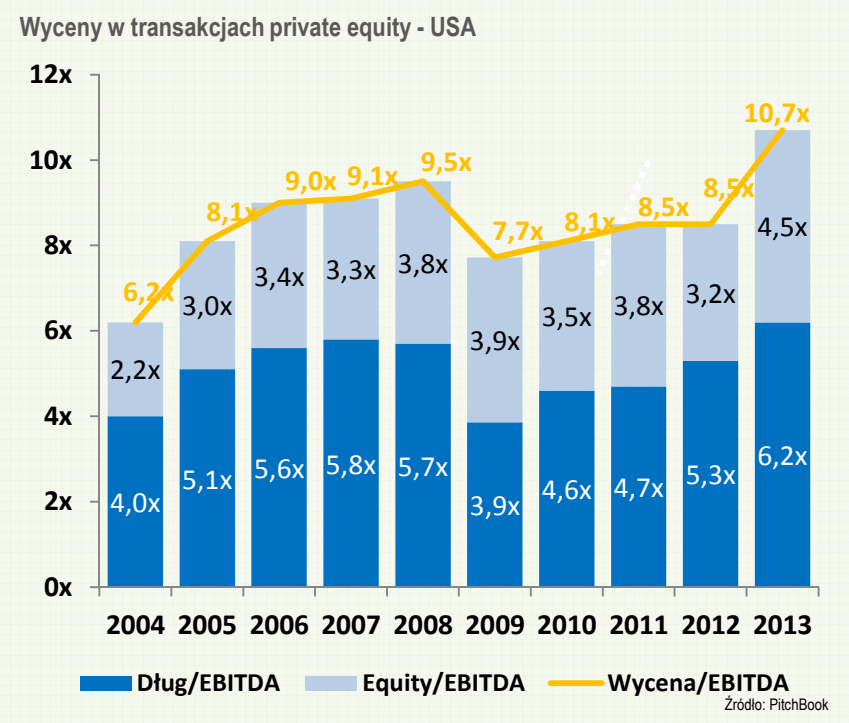
Kredyt na zakup akcji w relacji do PKB - USA

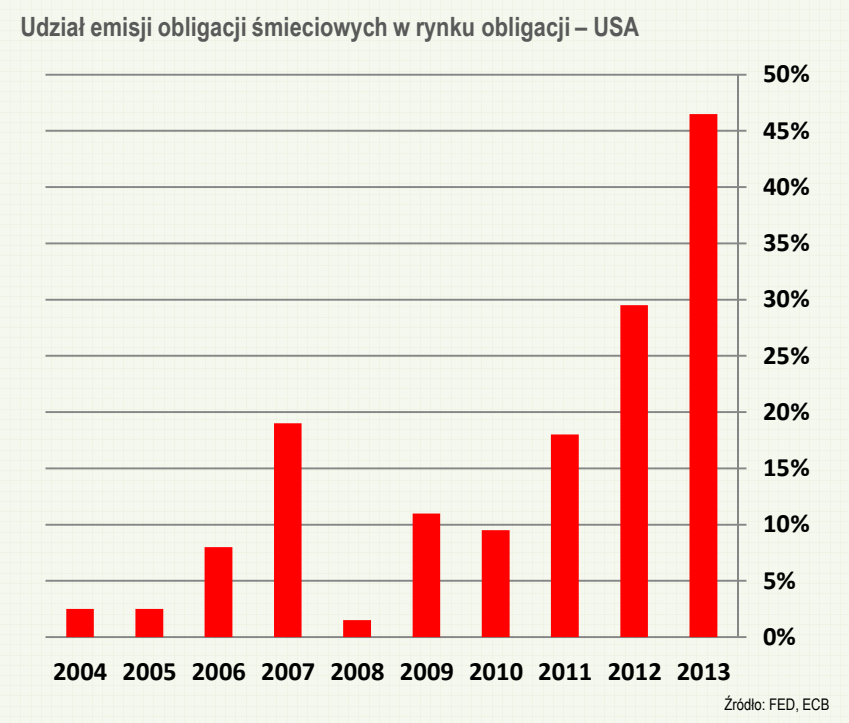


Źródło: FED, NYSE

Skutkiem wiary w omnipotencję banków centralnych jest ogólne przekonanie, że nic ryzykownego w tej spekulacji nie ma, a wskaźniki optymizmu sięgają poziomów nie notowanych od 25 lat. Chyba też dlatego wartość kredytu na zakup akcji w gospodarce USA dochodzi już do rekordowych poziomów dwóch ostatnich wielkich szczytów. Trzeba przyznać, że pamięć inwestorów jest naprawdę krótka.

Rynek prywatny oraz śmieciówki - nowe szczyty



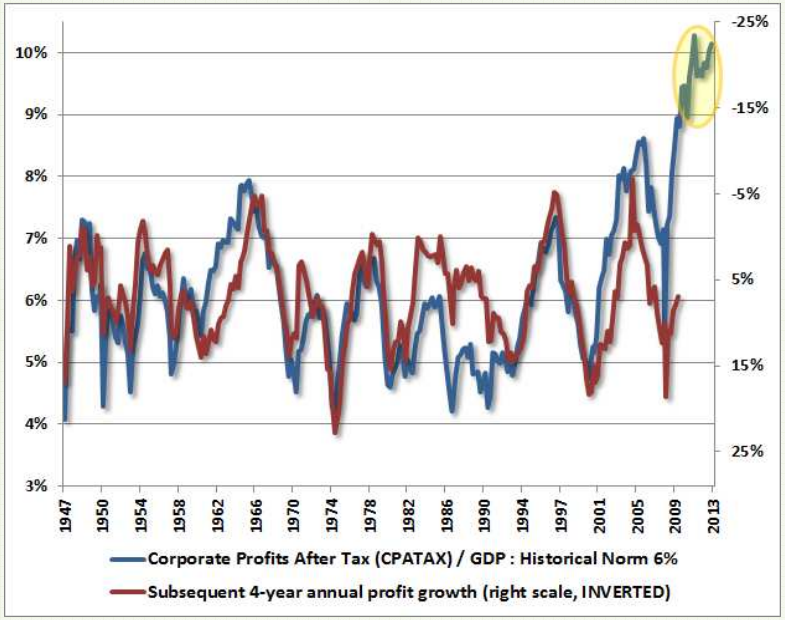


W bardziej stabilnym środowisku private equity, gdzie wahania wycen są zdecydowanie mniejsze niż na rynku publicznym, osiągnęliśmy już najwyższe poziomy w historii (z wyjątkiem sektora technologicznego z końcówki lat 90-tych).

Także rynek obligacji śmieciowych już drugi rok z kolei bije rekordy wartości emisji oraz udziału w całości rynku obligacji korporacyjnych. Niskie stopy procentowe oraz nadpłynność sektora finansowego zmuszają inwestorów do coraz większego poszukiwania ryzyka kosztem zmniejszenia jakości nabywanych aktywów.

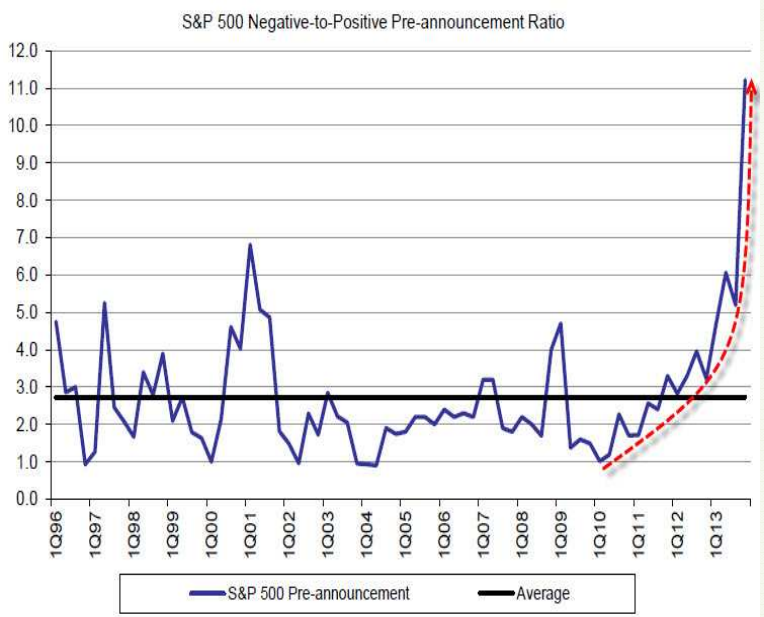
Zyski przedsiębiorstw - światło ostrzegawcze

Zyski firm w PKB, stopa wzrostu zysków w kolejnych 4 latach - USA



Źródło: John Hussman

Iloraz negatywnych i pozytywnych prognoz wyników spółek z S&P500



Źródło: John Hussman

Kompletny brak presji płacowej oraz deficytowe wydatki sektora publicznego pchnęły w ostatnich latach zyski korporacji do rekordowych poziomów. Jeśli historyczne zależności ciągle mają jakieś znaczenie, to w następnych latach należy się spodziewać odwrócenia tych tendencji. Ostatnie dane dotyczące prognozowanych wyników spółek z indeksu S&P500 mogą być wskaźnikiem, że proces ten już się rozpoczął.

Rynki finansowe USA - podsumowanie

- W niewiarygodnie krótkim czasie od ostatniego kryzysu bankom centralnym udało się doprowadzić rynki finansowe USA do poziomu wycen oraz spekulacji widzianych ostatnio w szczytach baniek.

- Rynki w USA znalazły się w dość delikatnej sytuacji. Poziom wycen, spekulacji i optymizmu jest już historyczny. Cykl czteroletni jest jednym z najdłużej trwających od ponad 100 lat. Długoterminowe stopy procentowe rosną od ponad roku. Jednocześnie Fed rozpoczął powolne normalizowanie polityki pieniężnej.

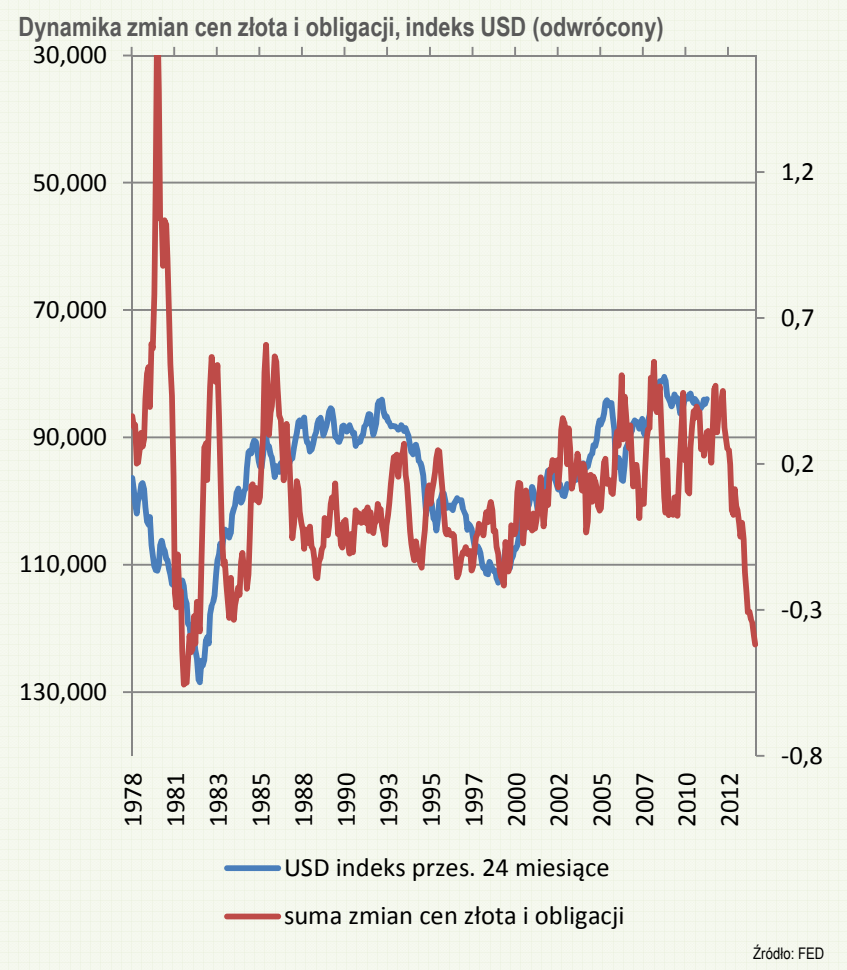
- Do trzech razy sztuka? Czy fakt, że już po raz trzeci w ciągu 13 lat wchodzimy w te same niebezpieczne rejony oznacza, że tym razem jednak się uda uniknąć bolesnych konsekwencji? Naszym zdaniem, nie. Powyższa kombinacja powinna być zabójcza dla ostatnich wzrostów i 20-30% spadki są raczej pewnością.

- Pytanie tylko, czy spadki te będą tylko korektą w długoterminowym trendzie wzrostowym, czy raczej kolejną katastrofą sektora finansowego. Kluczową kwestią jest timing takiego wydarzenia. Jeżeli korekta nastąpi już, to ma szansę być tylko dużą korektą o skali wspomnianej w poprzednim akapicie. Jeżeli nastąpi po kolejnym okresie nieprzerwanych wzrostów, to naszym zdaniem przyniesie kryzys o skali dwóch ostatnich wielkich krachów.

Inne rynki

OPOKA
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Złoto i obligacje - deflacja ?

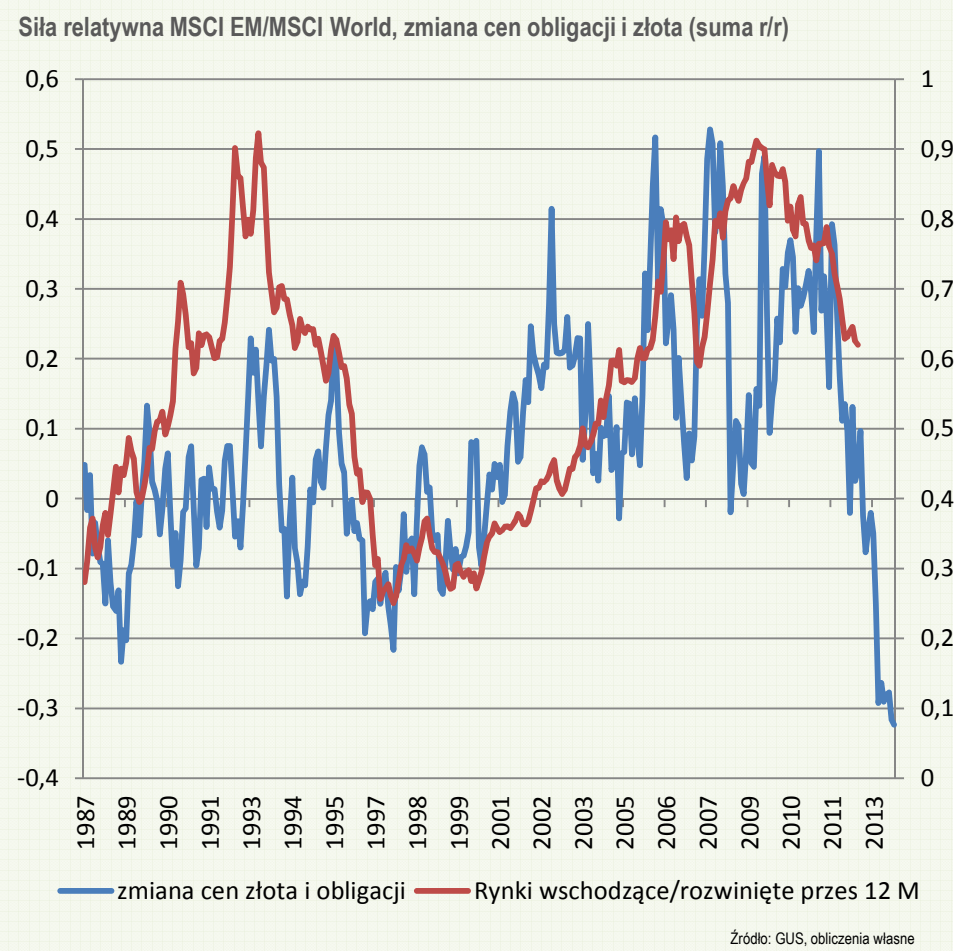


Złoto było najgorzej zachowującym się aktywem w 2013 r. Dynamika spadków miała wymiar historyczny, a od momentu uwolnienia cen kruszcu w 1969 r. podobna jej skala miała miejsce tylko trzy razy. Co ciekawe, towarzyszył temu wzrost długoterminowych stóp procentowych, w konsekwencji dając dość unikalną kombinację, która w ostatnich prawie 50 latach zdarzyła się tylko raz, w roku 1980. Był to czas, kiedy FED rozpoczął bezpardonową walkę z inflacją, zapoczątkowując okres wielkiej dezinflacji lat 80., jak również bankructwo ówczesnych rynków wschodzących, wzmocnienie dolara, kryzys bankowy w USA.

Trudno zakładać, że ruch złota i obligacji i tym razem będzie miał tak destrukcyjny wymiar, zwłaszcza że FED ciągle prowadzi łagodną politykę. Jednak naszym zdaniem może on być wskaźnikiem wzmacniających się trendów deflacyjnych w sektorze finansowym, których w obecnej sytuacji dużego ogólnego zadłużenia nie powinno się ignorować.

Jeżeli rzeczywiście mamy do czynienia ze wzmocnieniem trendów deflacyjnych, to w konsekwencji należy się spodziewać wzmocnienia dolara, spadków cen surowców, wzrostu cen obligacji skarbowych stabilnych podmiotów, odpływu kapitału z rynków wschodzących.

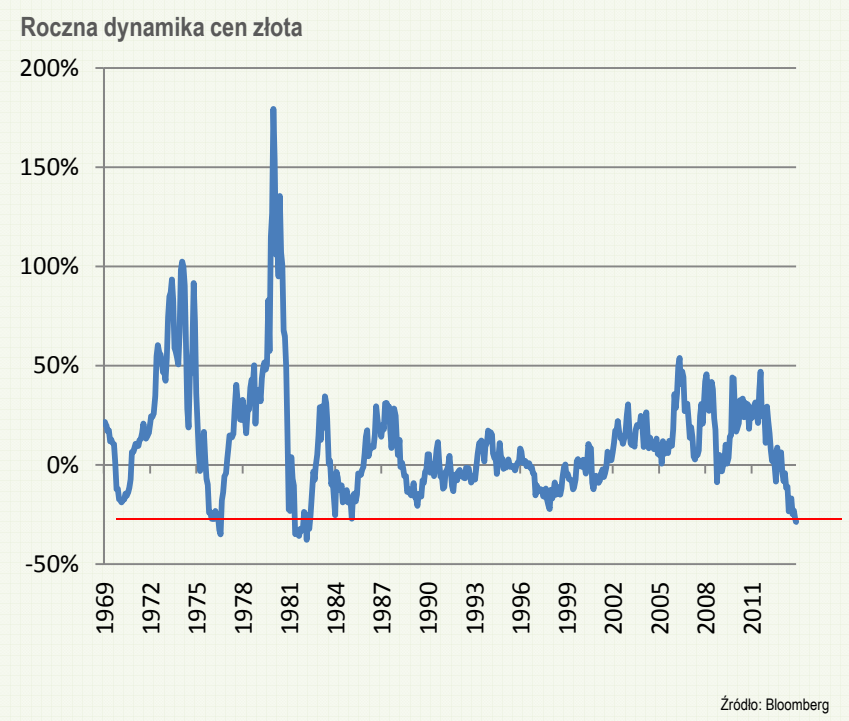
Rynki wschodzące - skały na horyzoncie?



Rynki wschodzące są w chwili obecnej w dość delikatnej sytuacji. Złoto i obligacje USA sugerują, że mamy do czynienia z nawrotem sił deflacyjnych. FED rozpoczął proces normalizowania polityki pieniężnej, który może skutkować odpływem kapitału z powrotem do rynków rozwiniętych. Równocześnie relatywna słabość rynków wschodzących utrzymuje się już od ponad dwóch lat, co może świadczyć o znaczącym spadku dynamiki procesów inwestycyjnych. Z podobnymi zjawiskami mieliśmy do czynienia w początku lat 80. oraz w 1994 r. i 1997 r. Wszystkie skutkowały kryzysami.

Naszym zdaniem rynki wschodzące oraz rynki surowcowe pozostaną słabe, a ryzyko wystąpienia kryzysu ciągle rośnie. W przypadku pojawienia się spadków na giełdach rynków rozwiniętych należy się spodziewać załamania w tej klasie aktywów.

Złoto - po krachu, przed wzrostami



Zeszłoroczny krach na cenach złota miał wymiar historyczny i w ostatnich ponad 40 latach zdarzył się jeszcze tylko dwa razy, po szczytach 1974 r. oraz 1980 r. Powtórzenie takiego wyczynu w tym roku jest mało prawdopodobne, a jeśli historyczne relacje ciągle działają, to roczna dynamika cen kruszcu w tym roku powinna powrócić powyżej zera. Jednocześnie spółki złotowe spadały jeszcze bardziej i w relacji do cen metalu są już najtańsze od 30 lat.

Inne rynki - podsumowanie

- Krach na cenach złota przy równoczesnym spadku cen długoterminowych obligacji (głównie USA), naszym zdaniem wskazuje na rosnące napięcia deflacyjne w sektorze finansowym. Jeśli tak rzeczywiście jest, to należy się spodziewać, że inne segmenty rynku podążą tymi śladami.

- Równocześnie ruch taki już sam w sobie powoduje znaczne podniesienie atrakcyjności aktywów dolarowych, a na dodatek FED rozpoczął zacieśnianie polityki pieniężnej. W konsekwencji powstaje ogromna presja na odpływ kapitału z rynków peryferyjnych z powrotem do USA.

- Należy się spodziewać, że ucierpią na tym głównie rynki wschodzące, które naszym zdaniem są w przededniu kryzysu o skali nie widzianej od bankructwa Rosji w 1998 r.

- Rynki surowcowe także powinny pozostawać pod dużą presją. Szczególnie ropa naftowa czy miedź mają według nas spory potencjał spadkowy. Co za tym idzie, Rosja powinna być jednym ze słabiej zachowujących się rynków.

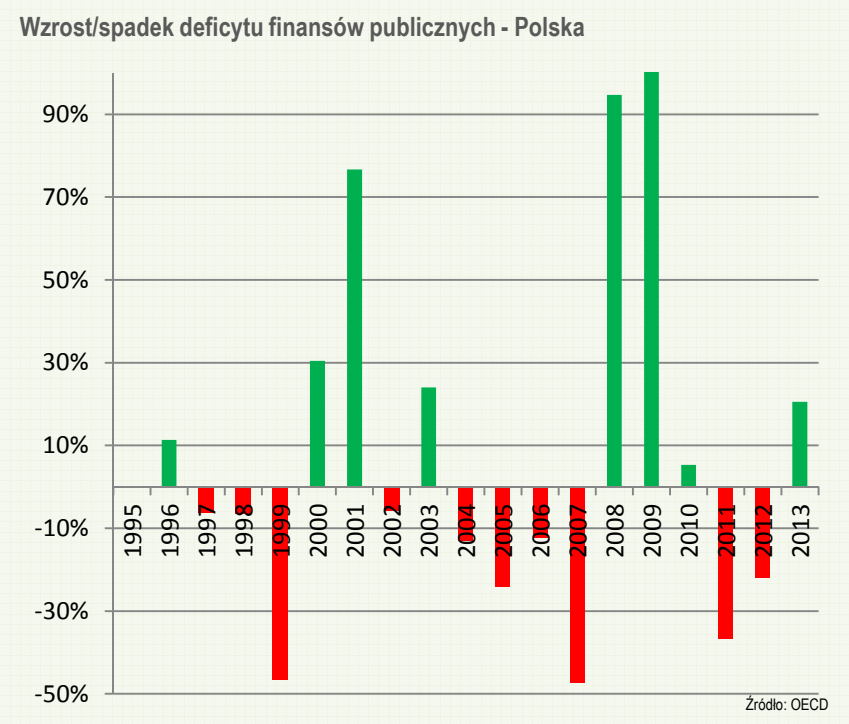
- Dolar pozostaje w długoterminowym trendzie wzrostowym, który powinien przyspieszyć w 2014 r.

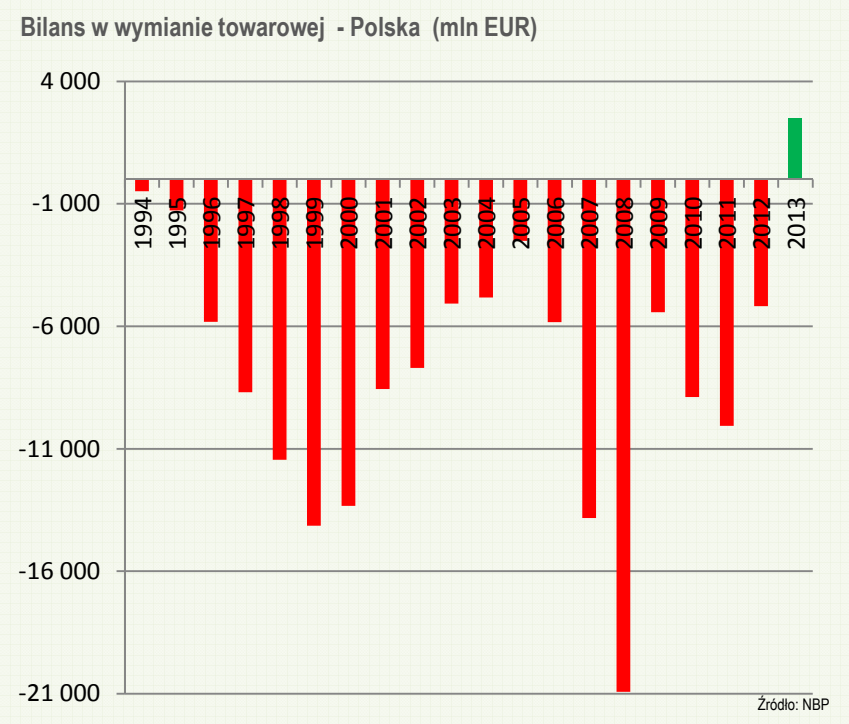
- Trudno się spodziewać, żeby w takim otoczeniu złoto miało znacząco wzrosnąć. Jednak sektor powinien się zachowywać relatywnie znacznie lepiej niż pozostałe. Naszym zdaniem złoto zakończy ten rok powyżej 1200 USD/uncja, a na spółkach złotowych tworzy się właśnie wieloletnia okazja inwestycyjna.

Polska

OPOKA
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

2013 - budżet i eksport podtrzymują PKB

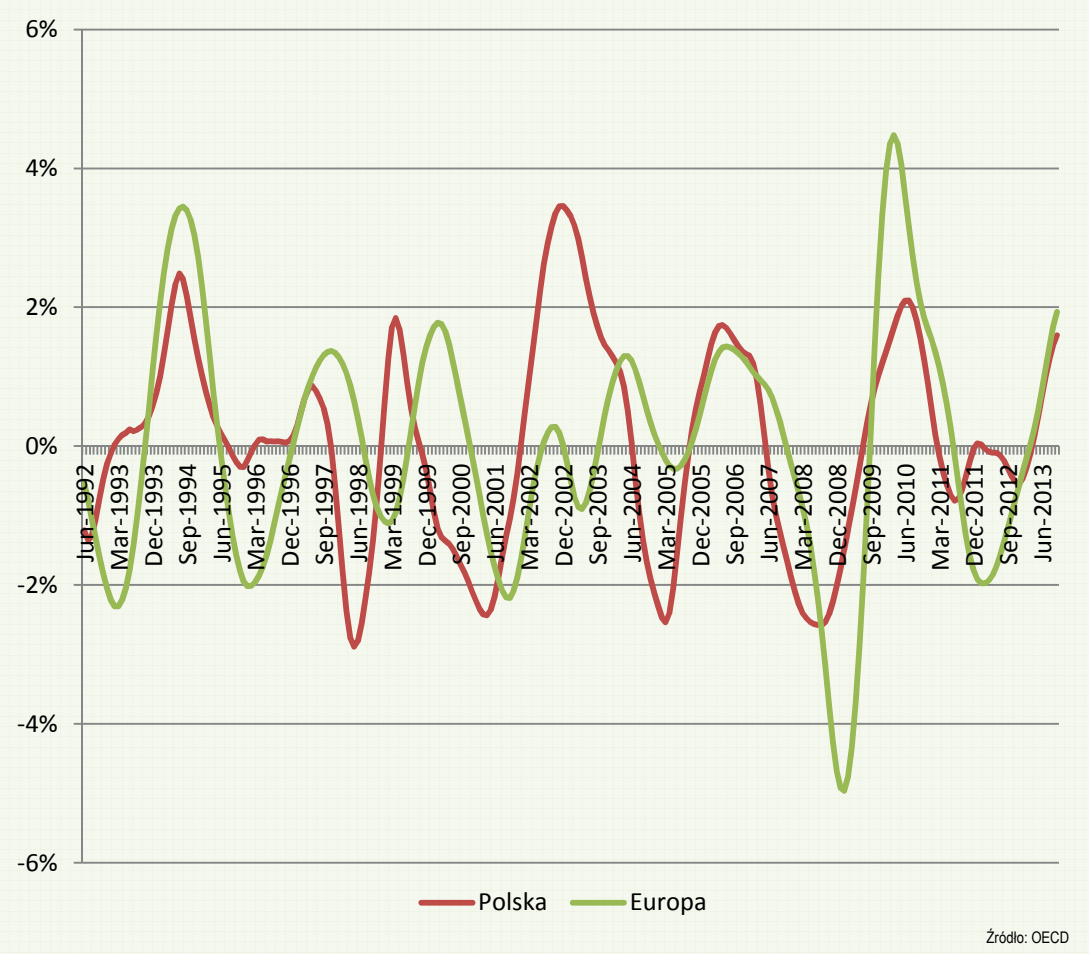




Osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce w poprzednich dwóch latach było mniejsze niż się spodziewaliśmy. Silnie rosnąca dynamika deficytu finansów publicznych oraz pierwsza od czasów przemiany ustrojowej nadwyżka handlowa były głównymi czynnikami stojącymi za takim stanem rzeczy.

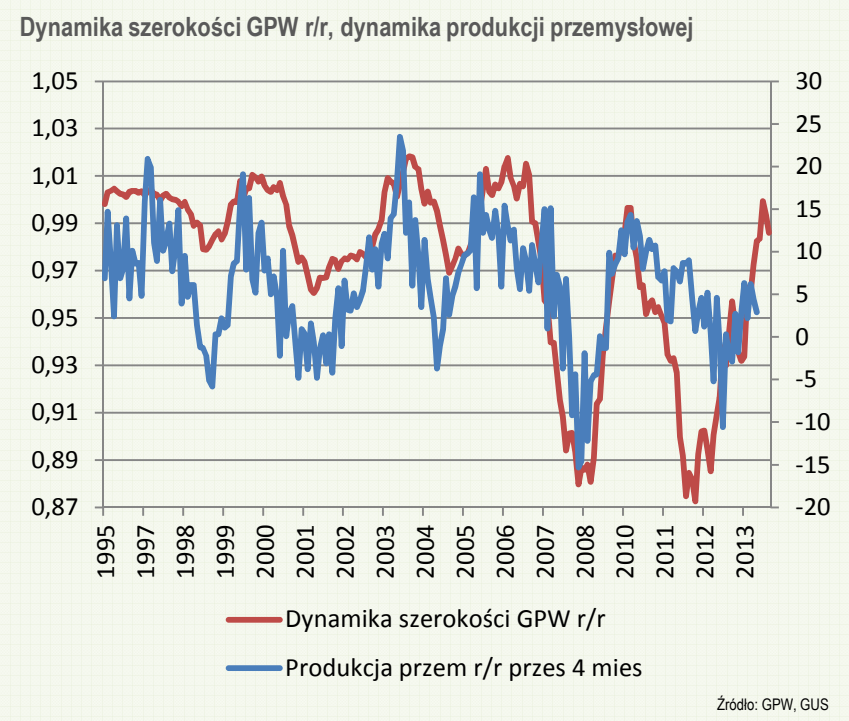
Co dalej ze wzrostem gospodarczym ?

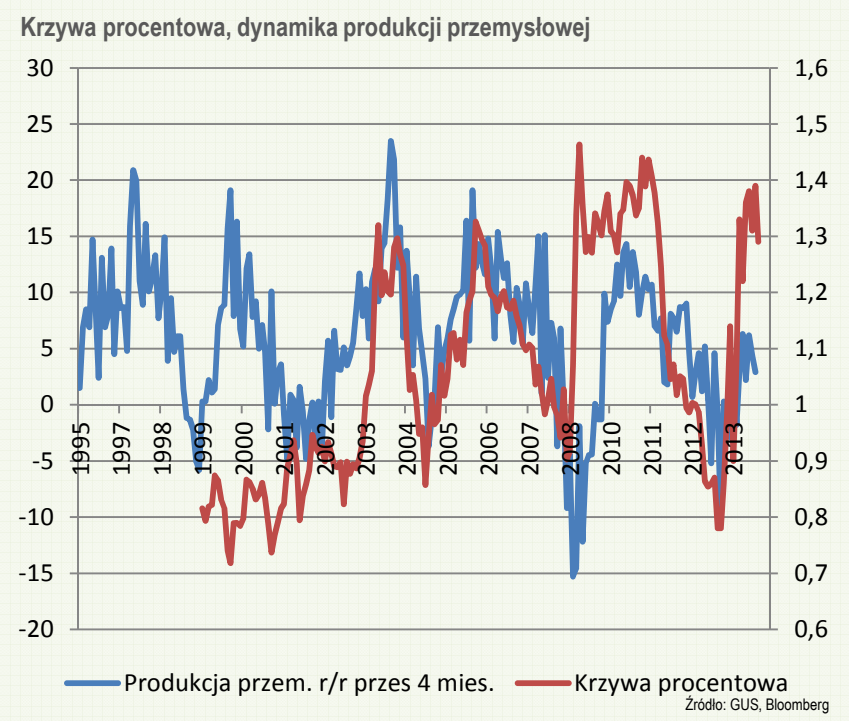
Wskaźniki wyprzedzające koniunktury OECD – Polska, Europa



- Dynamika wskaźników wyprzedzających koniunktury rośnie w Europie już od dwóch lat, zbliżając się do poziomów historycznych szczytów.
- Jednocześnie czas trwania pełnego cyklu (od dołka do dołka) to w gospodarce europejskiej 3-4 lata. Wskazuje to, że na najbliższe miesiące przypadnie szczyt dynamiki ożywienia gospodarczego u naszych głównych partnerów handlowych.
- Polska krzywa rentowności oraz wskaźniki wyprzedzające sugerują, że nasza gospodarka będzie podążała za europejską. Wzrost powinien przyspieszyć w pierwszej połowie roku i na razie nie ma przesłanek, by miał znacząco hamować w drugiej. W przypadku braku wybuchów w sferze finansowej w 2014, dopiero 2015 może przynieść powrót zjawisk recesyjnych.
- Wbrew naszym wcześniejszym opiniom, ostatnie cykliczne osłabienie w naszym kraju było historycznie dość łagodne. Naszym zdaniem oznacza to, że odbicie też będzie niewielkie i wzrost PKB powyżej 4% r/r niestety raczej nam nie grozi.

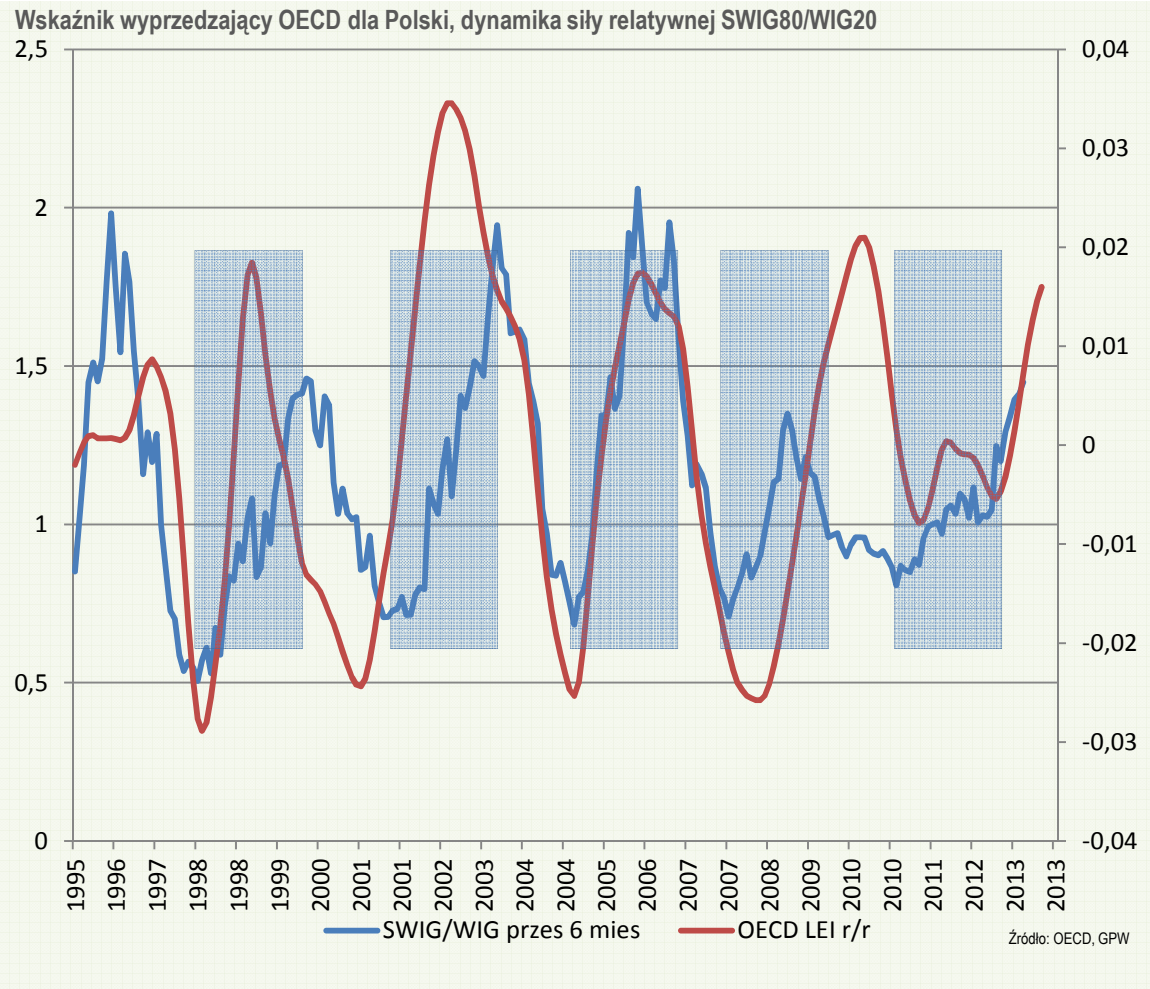
Szczyt dynamiki produkcji tuż, tuż





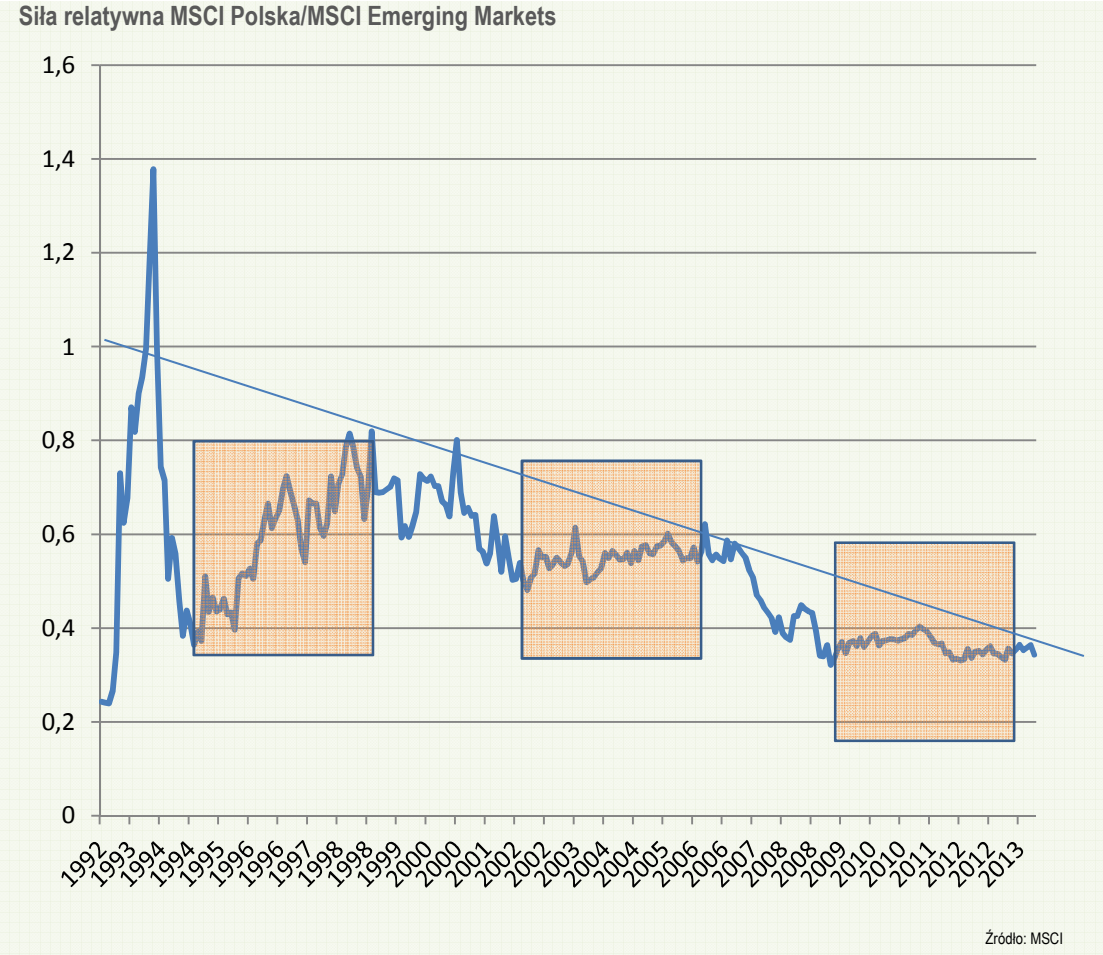
Zarówno krzywa procentowa, jak i zachowanie spółek notowanych na GPW prognozują, że szczyt dynamiki produkcji przemysłowej ciągle jest przed nami. Z drugiej strony obie te miary doszły już do historycznie wysokich poziomów, co sugeruje, że szczyt ten jest już blisko.

Małe spółki ciągle atrakcyjne?



- Historycznie rzecz biorąc, okresy wzmocnienia się małych spółek względem dużych (związane z przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego) trwały zwykle niecałe dwa lata. Ostatni wzrost, choć nie tak dynamiczny jak w przeszłości, trwa już ponad dwa lata i jest najdłuższym w historii GPW. Jeśli ta zależność ciągle jest w mocy, ten rok nie będzie należał już do małych spółek.
- Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat nastąpiła zmiana relacji pomiędzy giełdą a wskaźnikami wyprzedzającymi koniunktury gospodarczej. O ile przed 2007 r. wskaźniki te wyprzedzały wydarzenia na giełdzie o 6-12 miesięcy, to w ostatnim czasie giełda jest najszybszym wskaźnikiem koniunktury. Może to oznaczać, że sfera finansowa wywiera coraz większy wpływ na gospodarkę a nie na odwrót, jak to dawniej bywało.

Polska na tle rynków wschodzących



- Polska giełda jest dość ściśle związana z losami innych rynków wschodzących. W tym kontekście prognozowana przez nas słabość na tych rynkach nie pozostanie bez wpływu na GPW.
- Tym bardziej, że od lat pozostajemy w spadkowym trendzie w relacji do tych rynków.
- Kończy się również cykliczny okres, w którym historycznie Polska bywała silniejsza od konkurentów. Zwykle zbiegało się to z ożywieniem na świecie i trwało około 4 lat. Ostatni taki cykl był dla nas wyjątkowo słaby, ale za to trwa już blisko 5 lat.
- Gdyby nie „reforma" OFE, to Polska naszym zdaniem miałaby szanse wyjść obronną ręką z ewentualnego kryzysu na rynkach wschodzących, zwłaszcza że sytuacja w Europie na razie się ustabilizowała. Jednak w sytuacji, w jakiej się znaleźliśmy, należy zakładać, że każda słabość rynków wschodzących będzie tym większą naszą słabością.

Polska - podsumowanie

- Jak pisaliśmy w poprzedniej prezentacji, z cyklicznego punktu widzenia lata 2012–2013 miały kształtować dołek dwóch koniunkturalnych cykli – czteroletniego oraz dekadowego. Nasza gospodarka rzeczywiście zanotowała minima dynamiki wzrostu na przełomie 2012/2013, jednak skala tego spowolnienia była mniejsza niż się spodziewaliśmy. Głównym czynnikiem, jaki o tym zdecydował, było znaczne poprawienie sytuacji w Europie i brak eskalacji kryzysu finansów publicznych (z czego akurat nie bardzo się cieszymy, bo ciągle jest jeszcze przed nami).

- Z powodu braku powyższego przesilenia w Europie oraz szczególnie łagodnego spowolnienia gospodarczego u nas, trudno nam rozstrzygnąć, czy główny kryzys tej dekady mamy już za sobą (tak jak to w poprzednich dekadach bywało). Wydaje się nam, że nie.

- Obecne ożywienie powoli zbliża się do szczytu swojej dynamiki, który powinien przypaść gdzieś w pierwszej połowie roku. Na razie nie ma przesłanek, by prognozować znaczący spadek tej dynamiki w drugiej połowie. Jednak ewentualny kryzys na rynkach wschodzących może to szybko zmienić.

- Z powodów strukturalnych (demografia, deficyt finansów publicznych) ożywienie to będzie słabe, a następne osłabienie koniunktury według nas przyjdzie szybciej niż zwykle. Ogólnie musimy się przyzwyczaić do dość słabego i efemerycznego tempa wzrostu w tej dekadzie.

Polska posumowanie cd.

- Polski rynek akcji w 2013 roku podzielił się na dwa obozy. Duże spółki zachowywały się bardzo słabo (-7%r/r), pod dyktando rynków wschodzących. Małe spółki były bardzo silne (powyżej 30%r/r) zgodnie z polepszającą się koniunkturą gospodarczą.

- Rok 2014 nie będzie niestety łatwiejszy dla dużych spółek. Spodziewane przez nas dalsze osłabienie rynków wschodzących oraz demontaż OFE raczej gwarantują ujemne stopy zwrotu.

- Historyczne zależności sugerują, że nie będzie to też rok małych spółek. Czas trwania ich siły wobec WIG20 jest już rekordowy, a wyceny dużej części z nich wyśrubowane.

- Biorąc pod uwagę strukturalnie deflacyjne środowisko, dobrym aktywem w długim terminie mogą być obligacje skarbowe (zwłaszcza, że rząd, zawłaszczając środki obywateli zgromadzone w OFE, polepszył swój standing finansowy). Trzeba tylko uważać na ewentualne perturbacje związane z kryzysem na rynkach wschodzących.

OPOKA
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

ul. Królewska 16
00-103 Warszawa
www.opokatfi.pl
biuro@opokatfi.pl

Tel. +48 22 330 66 30
Fax +48 22 330 66 31

Treść tej prezentacji została przygotowana przez Opoka Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dalej „Towarzystwo" lub „Opoka TFI") wg danych na dzień 15 stycznia 2014; 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 pracowaniu 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 odpowiedzialności za jakiekolwiek decyzje podjęte na podstawie treści niniejszej prezentacji ani za szkody poniesione w wyniku takich decyzji.

OPOKA
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH