Przewidywania rynkowe 2015

Styczeń 2015

Prezentacja 2014 - przypomnienie tez

- Na giełdzie amerykańskiej spadki rzędu 20-30% są niemal pewne. Kluczową kwestią jest timing takiego wydarzenia. Jeżeli korekta nastąpi w tym momencie (tzn. w 2014 r.), to ma szansę być tylko dużą korektą o skali wspomnianej w pierwszym zdaniu. Jeżeli zaś nastąpi po kolejnym okresie nieprzerwanych wzrostów, to naszym zdaniem przyniesie kryzys o skali porównywalnej do dwóch ostatnich wielkich krachów.

- Rynki surowcowe powinny pozostawać pod dużą presją. Szczególnie ropa naftowa oraz 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.

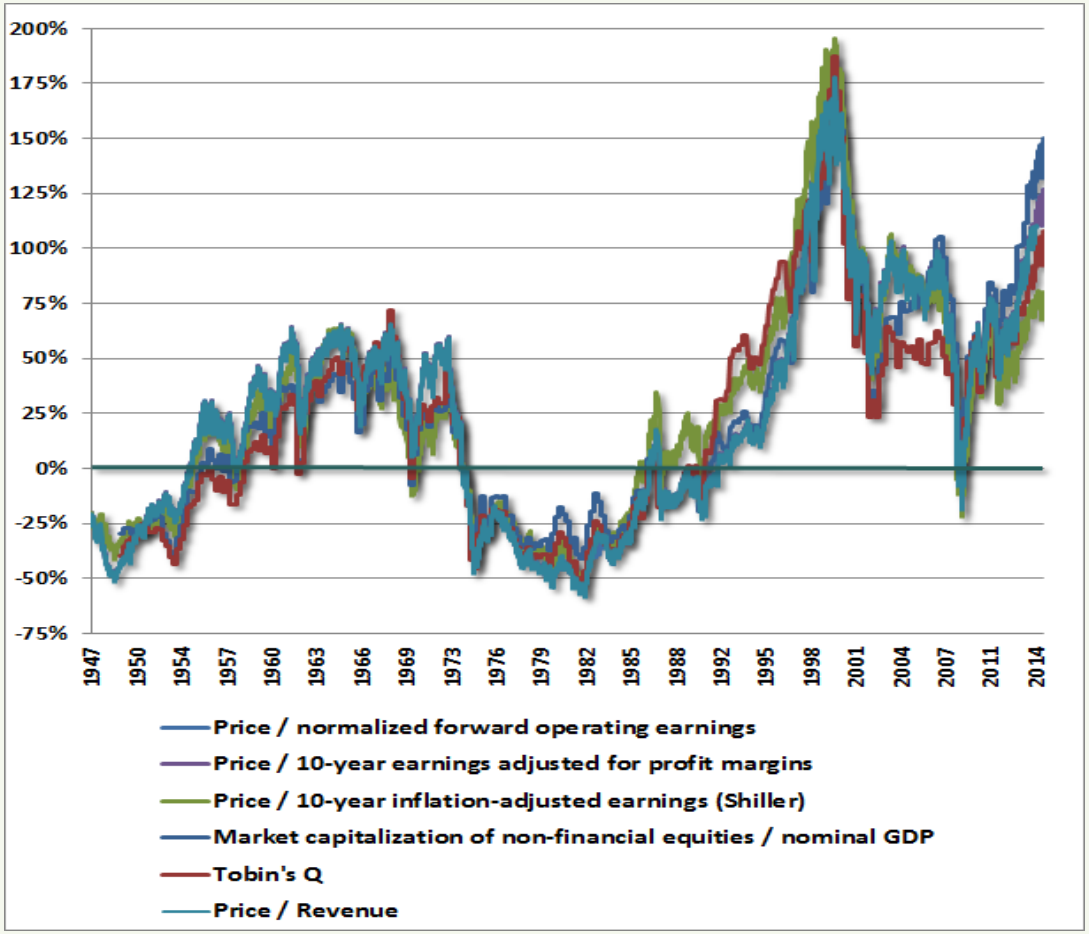
- Trudno się spodziewać, żeby w takim otoczeniu złoto miało znacząco wzrosnąć. Sektor powinien się jednak zachowywać istotnie lepiej niż pozostałe.

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

USA

Wyceny na problematycznych poziomach

Indeks S&P500 – wyceny, 1947-2014



Źródło: John Hussman

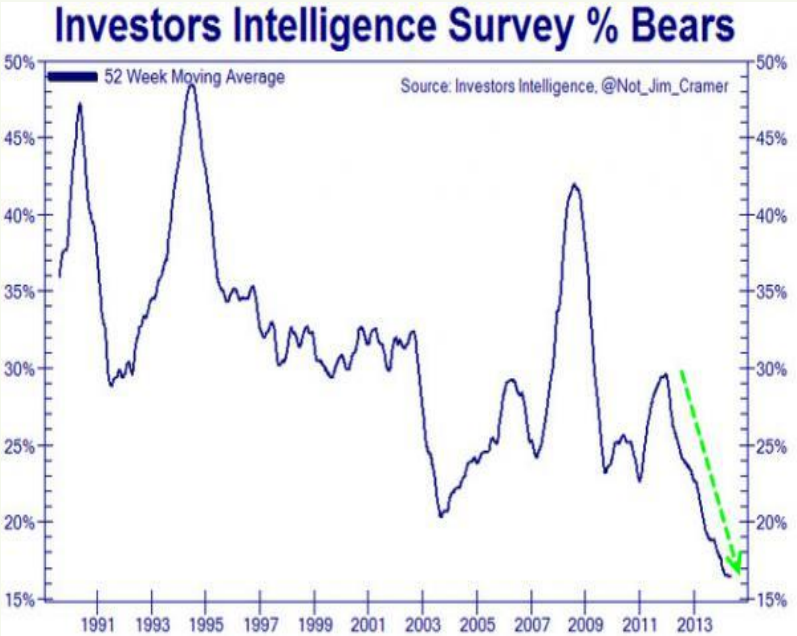
Nasza teza z zeszłorocznej prezentacji dotycząca najbardziej prawdopodobnego zachowania rynku amerykańskiego zawiodła. W konsekwencji tylko raz w ponad 100-letniej historii tego rynku akcje były droższe niż obecnie. W związku z tym prawdopodobieństwo, że jesteśmy u progu wieloletniej hossy, jest znikome. Historia sugeruje raczej, że prognozowana 10-letnia stopa zwrotu S&P500 jest bliska zeru, a w większości krótszych interwałów czasowych jest ujemna.

Powyższe stwierdzenie odnosi się oczywiście do realnych stóp zwrotu. W sytuacji mocnej dewaluacji dolara (na co na razie się nie zanosi) można sobie wyobrazić, że nominalne stopy zwrotu będą znacznie wyższe.

Tak czy inaczej, obecna sytuacja czyni długoterminową strategię kupuj & trzymaj na rynku amerykańskim całkowicie nieracjonalną.

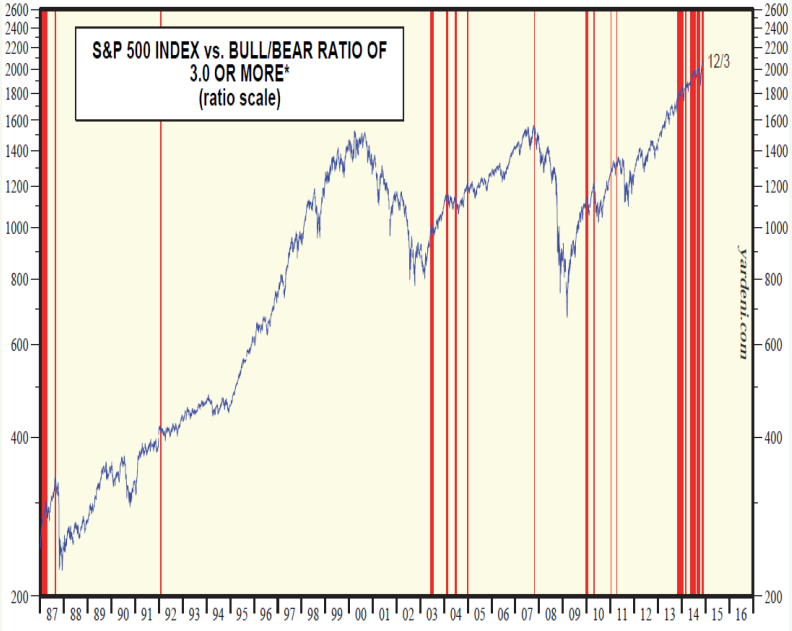
Optymiści rządzą

Wskaźnik – odsetek niedźwiedzi – USA, 1987-2014



Źródło: Investors Intelligence

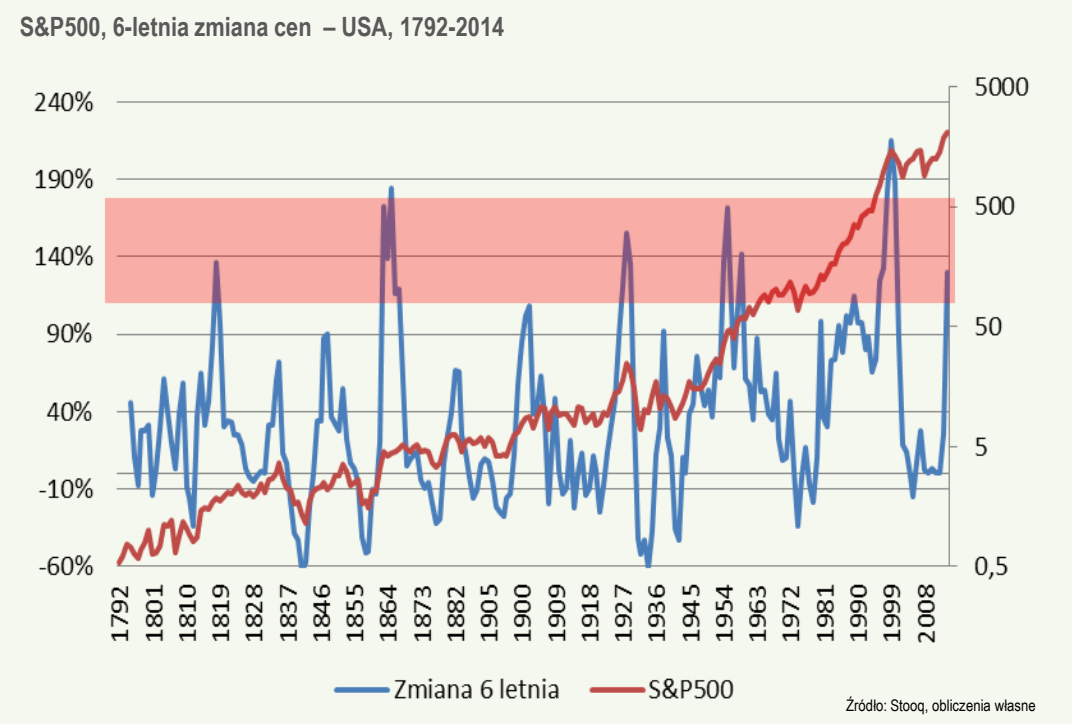
S&P500 i wskaźnik sentymentu wyższy niż 3 - USA, 1987-2014



Źródło: Edward Yardeni

Najdłużej utrzymująca się w kilkudziesięcioletniej historii przewaga optymistów nad pesymistami sugeruje, że w przypadku jakiegoś negatywnego szoku rynek pozbawiony jest jakiejkolwiek poduszki (niedźwiedzie już dawno wyginęły…). W połączeniu z wysokimi wycenami tworzy to sytuację bardzo niestabilną, choć samo w sobie nie jest to przesłanką do natychmiastowych spadków.

Szósty raz w ciągu 200 lat

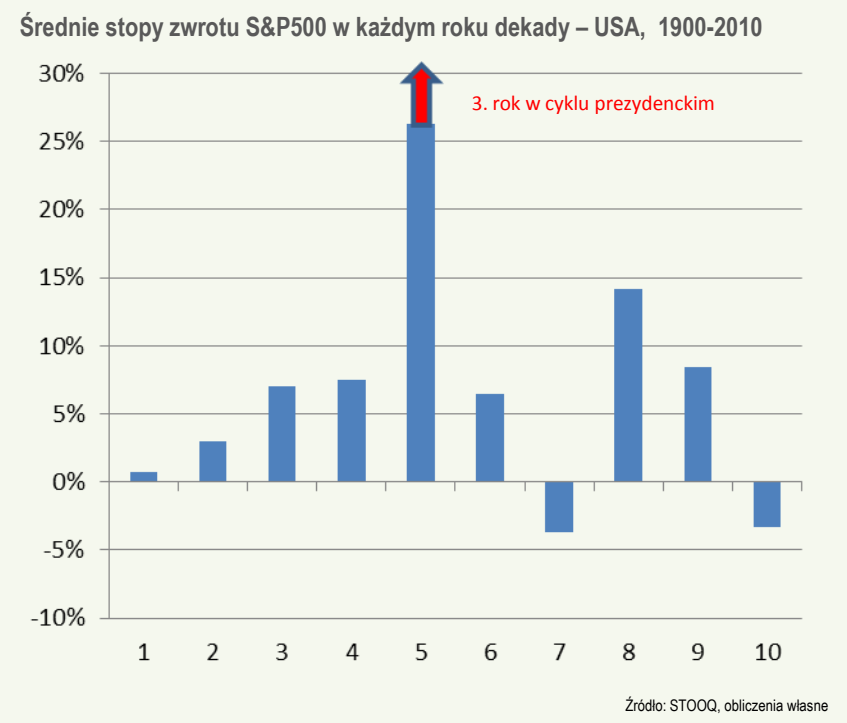


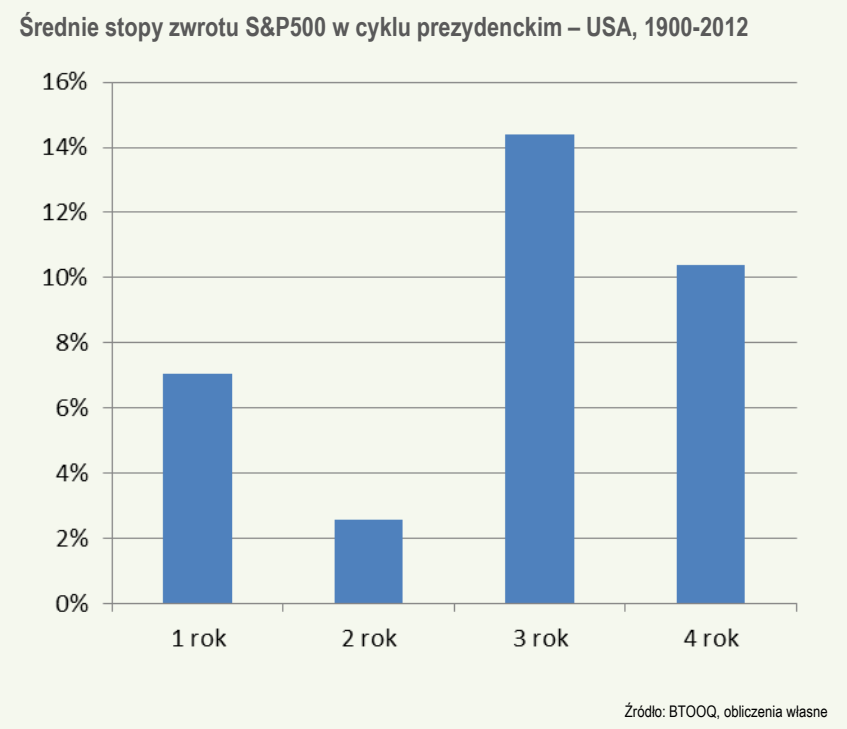
Okresy następujące po co najmniej 120% wzroście cen akcji – skumulowana stopa zwrotu, USA 1792-2014

Okres	1818	1863	1927	1954	1996	Średnia
1 rok	-7%	-8%	38%	26%	31%	16%
2 lata	2%	-3%	21%	30%	66%	23%
3 lata	11%	0%	-13%	11%	98%	21%
4 lata	6%	4%	-54%	53%	78%	17%
5 lat	12%	15%	-61%	66%	55%	17%

Rosnąc o ponad 120% w ciągu 6 lat, rynek akcji wykonał coś, co udało się tylko 5 razy w całej jego historii. I to po raz pierwszy tak szybko po poprzednim przypadku. Statystyka ta jednak sugeruje, że niekonieczne musi skończyć się to od razu fatalnie. Tylko w XIX wieku po takich wzrostach od razu następowały niewielkie spadki. W XX wieku co najmniej następny rok przynosił jeszcze przyspieszenie wzrostów.

Piąty rok dekady, trzeci rok cyklu prezydenckiego





W całej nowej historii amerykańskiego rynku akcji piąty rok dekady **NIGDY** nie był rokiem spadkowym, a średnie stopy zwrotu w tym roku były kilka razy wyższe niż dla pozostałych lat każdej dekady. Jeśli ten fenomen połączymy z faktem, że przyszły rok jest również trzecim, najsilniejszym w cyklu prezydenckim, to otrzymujemy superwzrostową mieszankę, której historyczna średnia stopa zwrotu wynosiła ponad 30%. Trudno jest zagrać przeciwko takiej statystyce.

Rynek akcji USA - podsumowanie

- Kolejny rok nieprzerwanych wzrostów doprowadził wskaźniki wycen oraz optymizmu na rynkach akcji USA do jednego z najwyższych poziomów w historii. Taka sytuacja zwykle sugerowała znacznie niższe stopy zwrotu w przyszłości, z bardzo dużym prawdopodobieństwem ujemnych realnych stóp w okresie następnych 7-10 lat.

- Dodatkowo FED, będący ostatnio istotną podporą dla rynków, zakończył program QE i oczekiwane są niewielkie podwyżki stóp w tym roku.

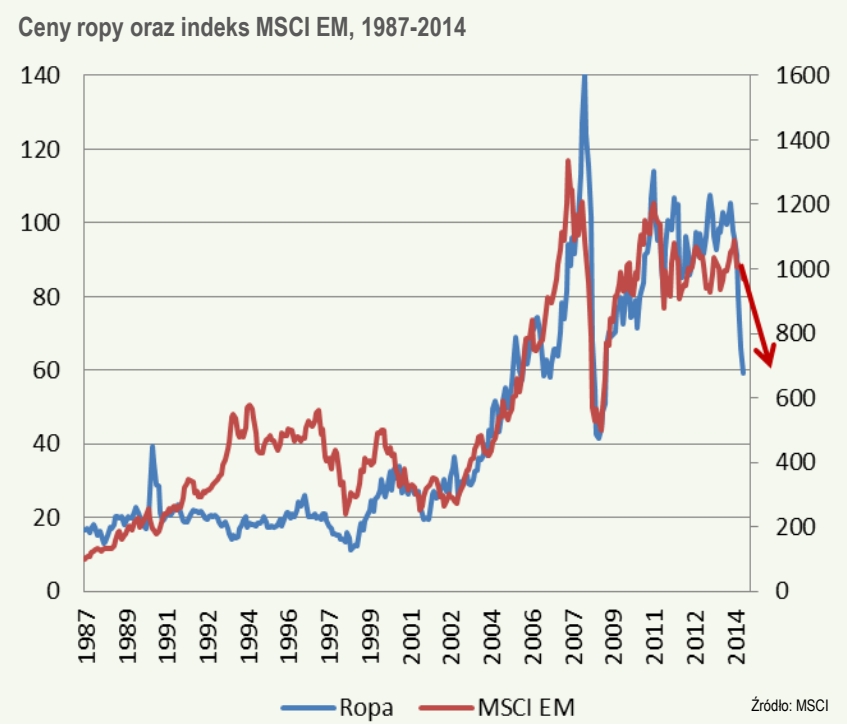
- Logika wskazuje, że powyższa kombinacja powinna okazać się zabójcza dla rynków akcji.

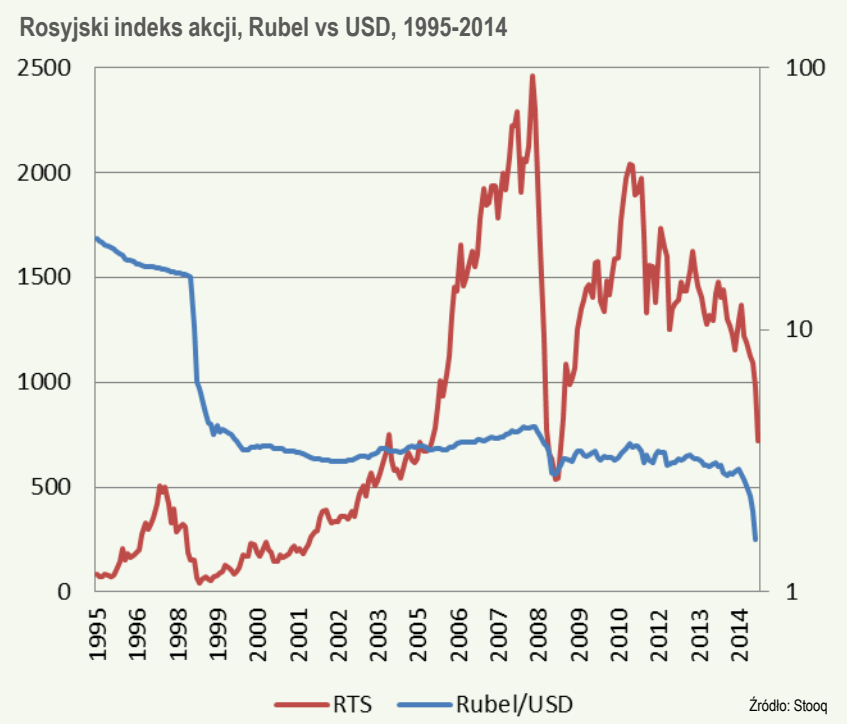
- Jednak przyszły rok przynosi nam połączenie dwóch niezwykle silnych fenomenów cyklicznych – piąty rok dekady oraz trzeci rok cyklu prezydenckiego. Taka mieszanka historycznie gwarantowała bardzo wysokie stopy zwrotu. Ponadto 6-letnia dynamika cen akcji - jeśli już dochodziła do takich poziomów jak obecnie - ani razu w ciągu ostatniego wieku nie zanotowała spadku w ciągu następnych dwóch lat.

- Co okaże się silniejsze – czynniki fundamentalne czy cykliczne? Naszym zdaniem dostaniemy po trosze z obu. Przyszły rok może zakończyć się na plusie, jednak przy znacznie większej zmienności w ciągu roku, co prawdopodobnie znacząco zszarpie nerwy inwestorów i utrudni utrzymanie pozycji inwestycyjnych.

Inne rynki

Ropa sugeruje dalsze kłopoty na rynkach wschodzących

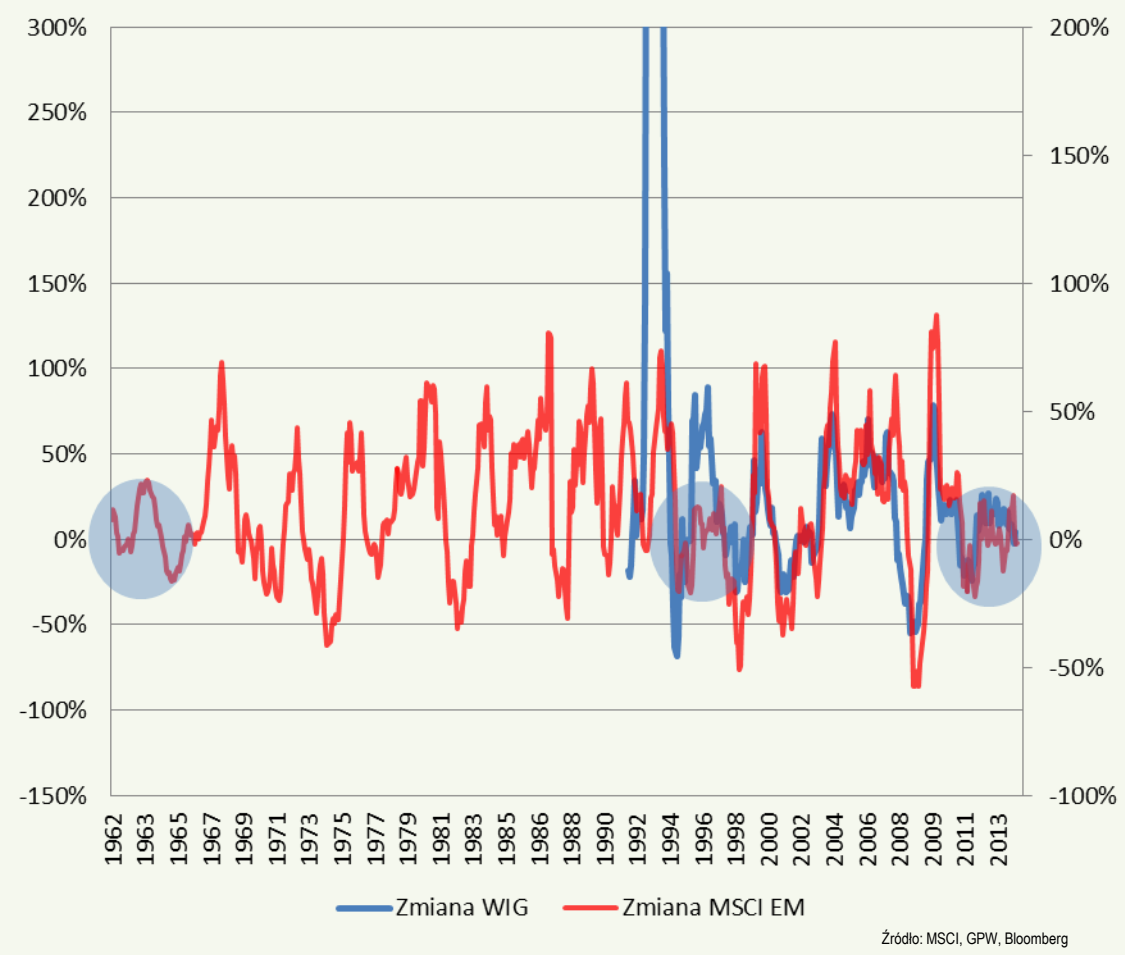




Wydaje się, że spadek cen ropy naftowej o 50%, który nałożył się na wcześniejsze spadki innych surowców, przypieczętował los rynków wschodzących na najbliższy czas. Rosja jest tego najlepszym przykładem i naszym zdaniem nie będzie odosobnionym. Zgodnie z naszą tezą z poprzednich prezentacji, rok 2011 był ostatnim z długiego ciągu tłustych lat dla tej grupy rynków. W obecnej dekadzie okazji inwestycyjnych trzeba naszym zdaniem szukać gdzie indziej.

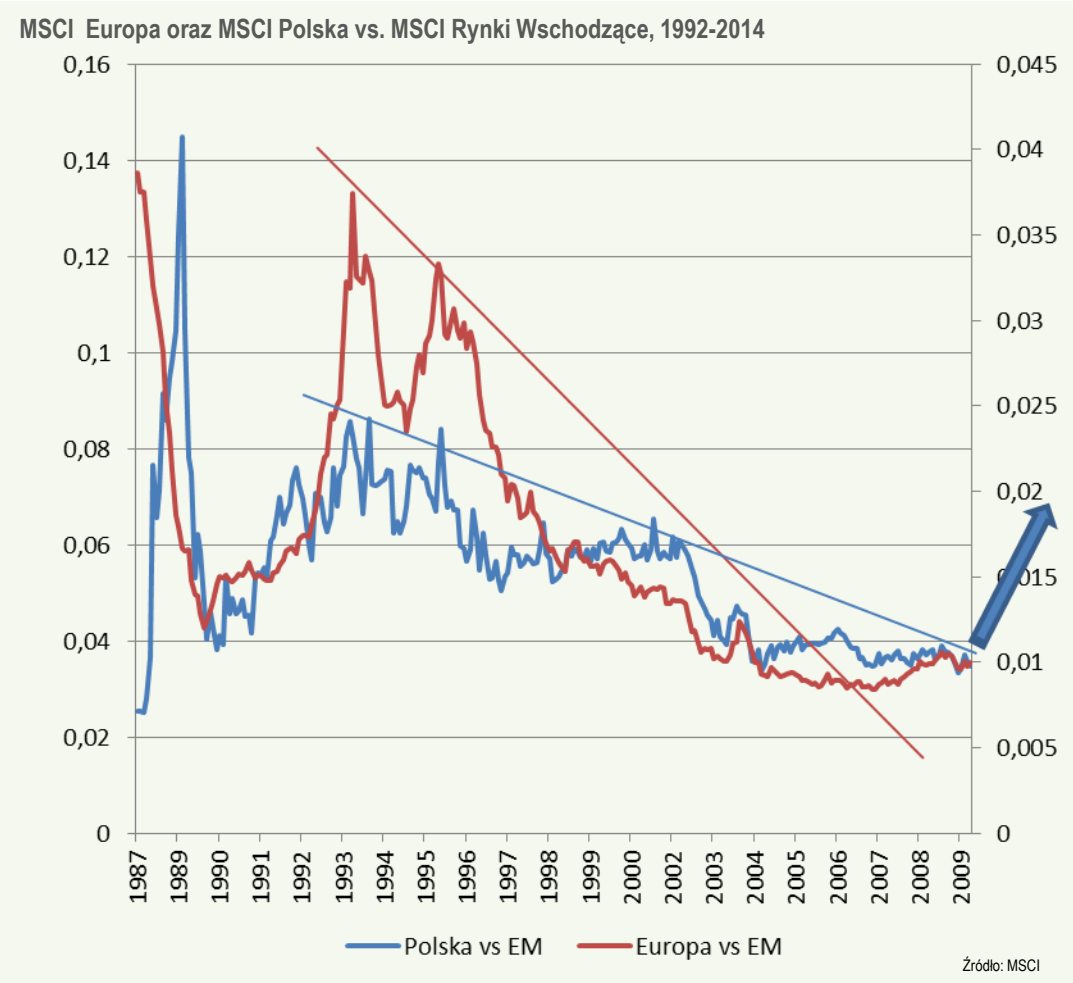
Najsłabszy cykl 3-letni rynków wschodzących

MSCI EM (a przed 1987 r. Australia) oraz WIG - r/r, 1962-2014



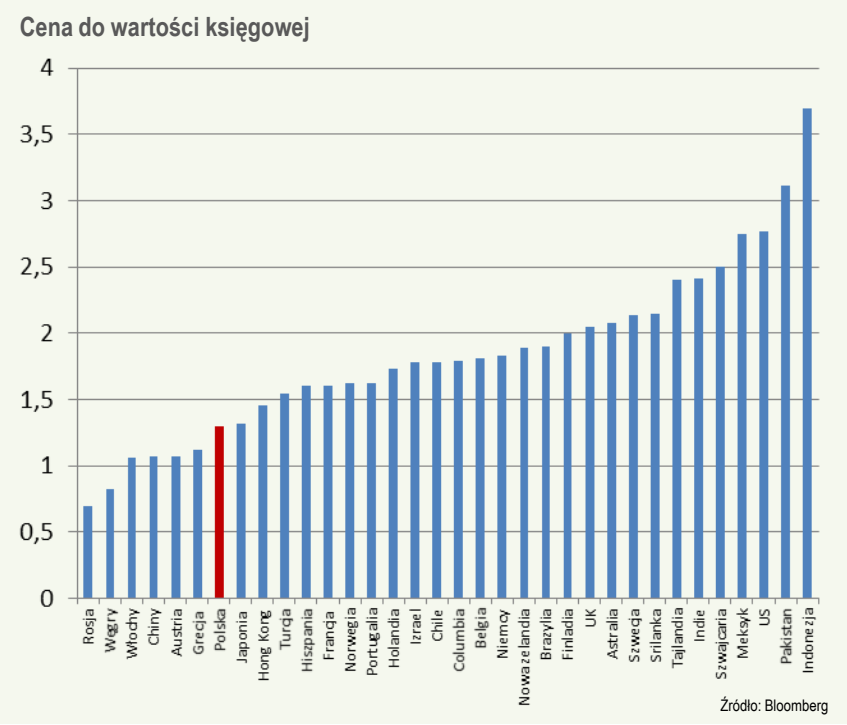
- Od przynajmniej 60 lat istnieje na rynkach wschodzących cykl koniunkturalny, którego czas trwania wynosi średnio 40 miesięcy.
- Cyklem tym podąża również gospodarka naszego największego partnera handlowego – Niemiec.
- Bieżący cykl rozpoczął się w końcówce 2011 r. i jest najsłabszym w historii, jeśli chodzi o wzrost od dołka do szczytu. Kulminacją ostatniego tak słabego cyklu był kryzys azjatycko-rosyjski w 1998 r. Naszym zdaniem ta słabość sugeruje, że teraz może być podobnie.
- Jednak na rozegranie załamania rynków wschodzących jest coraz mniej czasu. Historyczne zależności wskazują pierwszą połowę 2015 r. jako najbardziej prawdopodobny czas dołka cyklu.
- Wtedy też przypadnie dobry moment na zakup polskich akcji.

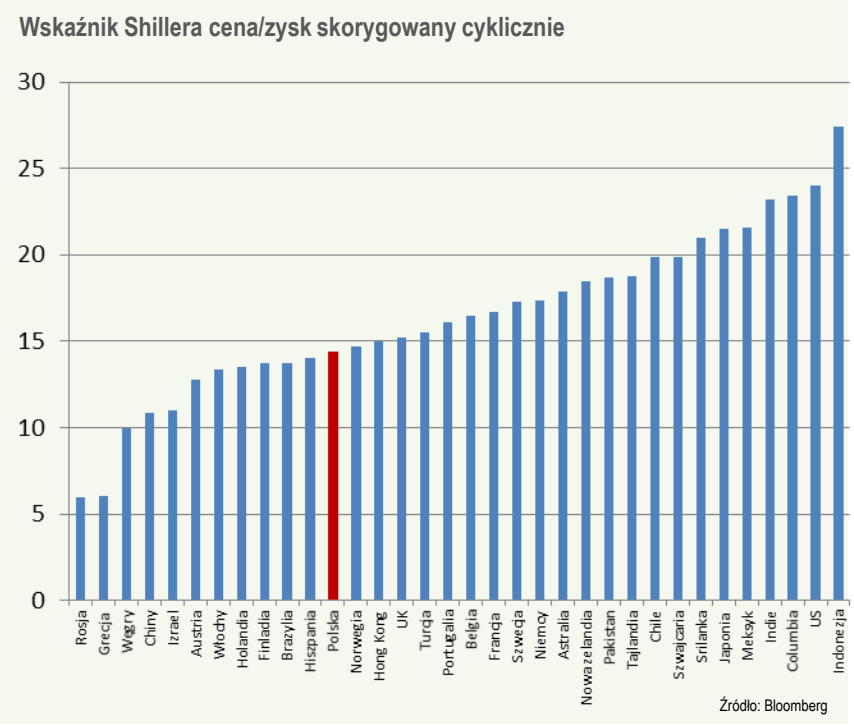
Europa górą w tej dekadzie?



- Od 1998 roku, czyli od rozpoczęcia ostatniego supercyklu na surowcach, Europa należała do najsłabszych rynków świata,
- …co z pewnością miało swoje źródło w fakcie, że stary kontynent jest bardzo dużym importerem drożejących w pierwszej dekadzie XXI wieku surowców i energii.
- Ostatnia słabość surowców zmienia naszym zdaniem reguły gry. Kapitał może płynąć z powrotem do rynków rozwiniętych i to głównie do tych, które zostały najbardziej poturbowane w poprzednim cyklu (Japonia, Włochy, Hiszpania, Grecja, Francja).
- Oczywiście trzeba pamiętać, że ciągle mamy nierozwiązany kryzys zadłużenia europejskiego sektora publicznego. Na razie nie zakładamy więc, że jest to początek wielkiej hossy.
- Polska, leżąca gdzieś pomiędzy rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi, dostanie coś po trosze z obu światów. Tym samym modyfikujemy nieco nasze poprzednie stanowisko, że Polska może być tak samo słaba jak rynki wschodzące.

Wyceny - gdzie szukać okazji?





Rosja jest obecnie najbardziej zdołowanym rynkiem akcji na świecie. Wydaje się nam jednak, że zmieniające się fundamenty w gospodarce światowej uzasadniają taką sytuacje i kraj ten pozostanie tani w najbliższych latach. Natomiast kraje Europy kontynentalnej, z wyjątkiem Niemiec i Szwajcarii, także należą do najtańszych na świecie i naszym zdaniem to właśnie tam należy poszukiwać okazji inwestycyjnych.

Inne rynki - podsumowanie

- Krach na ropie naftowej, który nałożył się na wcześniejsze spadki innych surowców, jest naszym zdaniem zapowiedzią bardzo trudnych czasów dla rynków wschodzących. Połączenie czynników cyklicznych i fundamentalnych sugeruje, że początek 2015 r. może przynieść nam załamanie w tej grupie rynków.

- Równocześnie deflacja na rynku surowców jest wspierająca dla krajów-konsumentów, takich, jak kraje Europy południowej czy Japonia. Naszym zdaniem te rynki w następnych latach powinny zachowywać się relatywnie lepiej. Z zakupami trzeba się jednak wstrzymać do momentu rozwiązania problemu kryzysu na rynkach wschodzących w pierwszej połowie 2015 r., bowiem dużo europejskich banków oraz eksporterów ma sporą ekspozycję na tych rynkach.

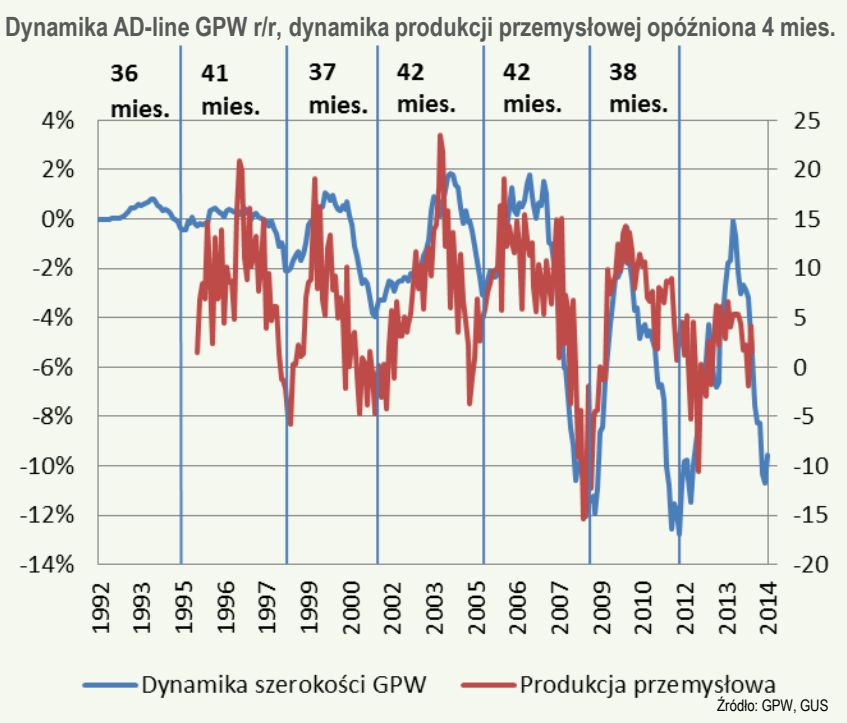
- Rynki surowcowe długoterminowo pozostają w trendzie spadkowym. Spodziewamy się jednak średnioterminowego cyklicznego dołka w tej grupie aktywów w pierwszej połowie 2015 r. Następujące po nim odbicie nie powinno być jednak mocne.

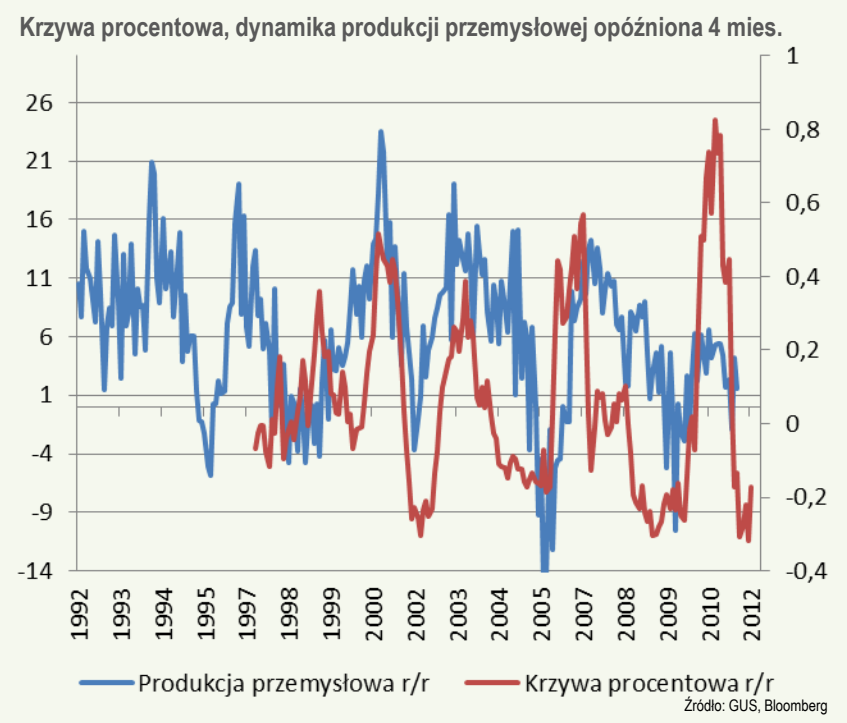
- Dolar pozostaje w długoterminowym trendzie wzrostowym.

- Złoto ma ograniczony potencjał spadkowy, zwłaszcza w walutach innych niż USD. O ile ostatni dołek na cenie złota wyrażonej w dolarze przypadł w listopadzie 2014 r., to w takich walutach, jak JPY, EUR czy PLN miało to miejsce w 2013 r. Trendy deflacyjne będą jednak zatrzymywały próby mocniejszych wzrostów.

Polska

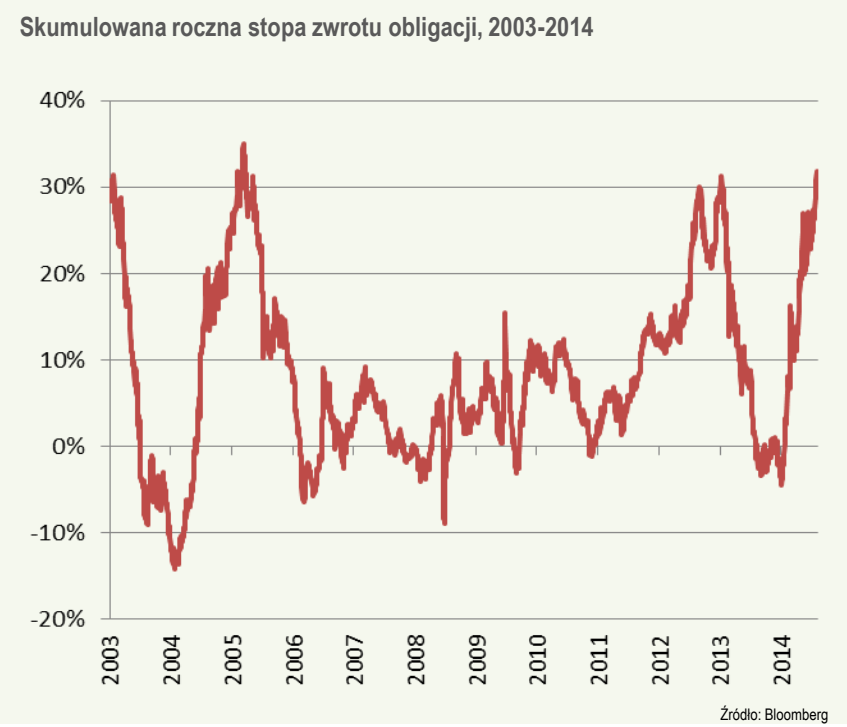
Niedługo dołek dynamiki produkcji

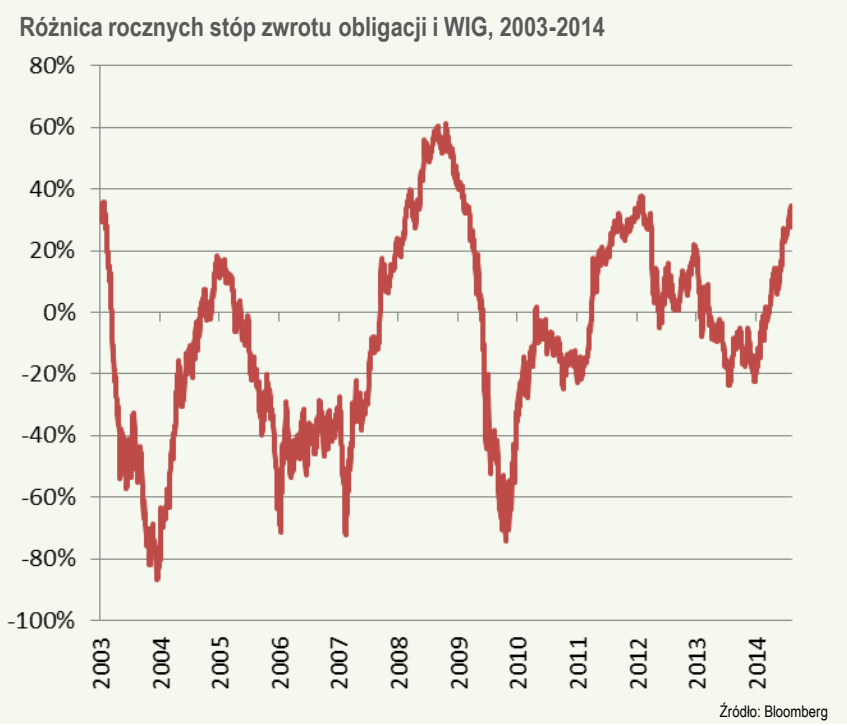




Rok temu zaprezentowaliśmy ten sam slajd, ale z dokładnie odwrotnym wydźwiękiem. Wtedy skonkludowaliśmy, że szczyt dynamiki produkcji jest bardzo blisko i rzeczywiście okazało się, że wypadł on w grudniu 2013 r. W chwili obecnej zarówno krzywa procentowa, jak i zachowanie spółek notowanych na GPW prognozują, że dołek dynamiki produkcji przemysłowej ciągle jest przed nami, ale już niedaleko. Zwłaszcza, że polska gospodarka podąża tym samym cyklem 40-miesięcznym, o którym wspominaliśmy pisząc o rynkach wschodzących. Cykl ten powinien mieć swój dołek w pierwszej połowie 2015 r.

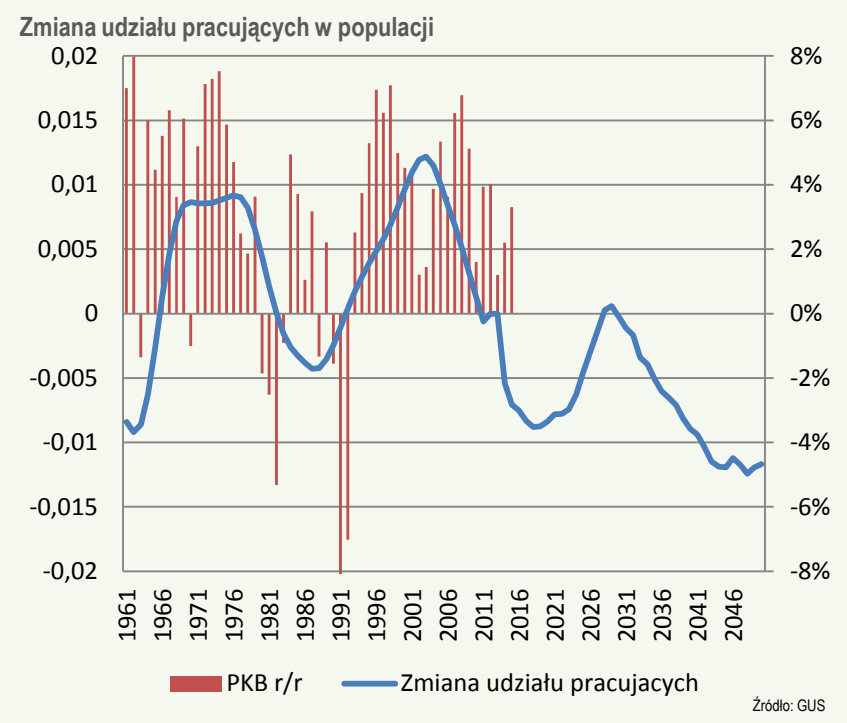
Koniec hossy na obligacjach

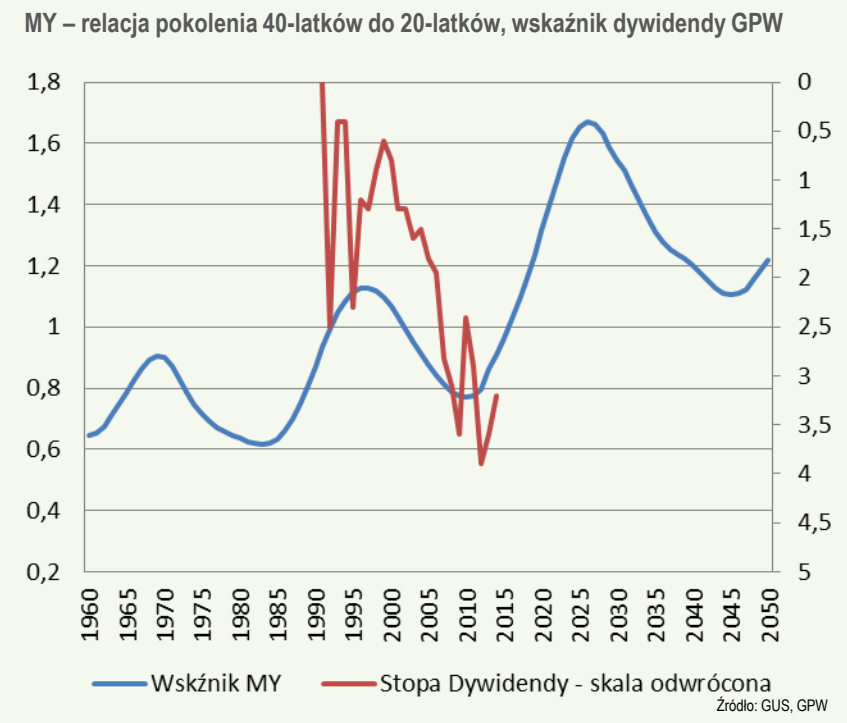




Hossa na polskim długu rządowym ma już wymiar historyczny. Roczna skumulowana stopa zwrotu dla 10-letnich obligacji doszła już do ponad 30%. W całej historii notowań tych papierów poziom ten był skuteczną barierą dla dalszych wzrostów. Naszym zdaniem w pierwszym półroczu 2015 r. należy na dłużej rozstać się z obligacjami i zwrócić w stronę akcji. Zwłaszcza, że w relacji do obligacji polskie akcje są historycznie tanie.

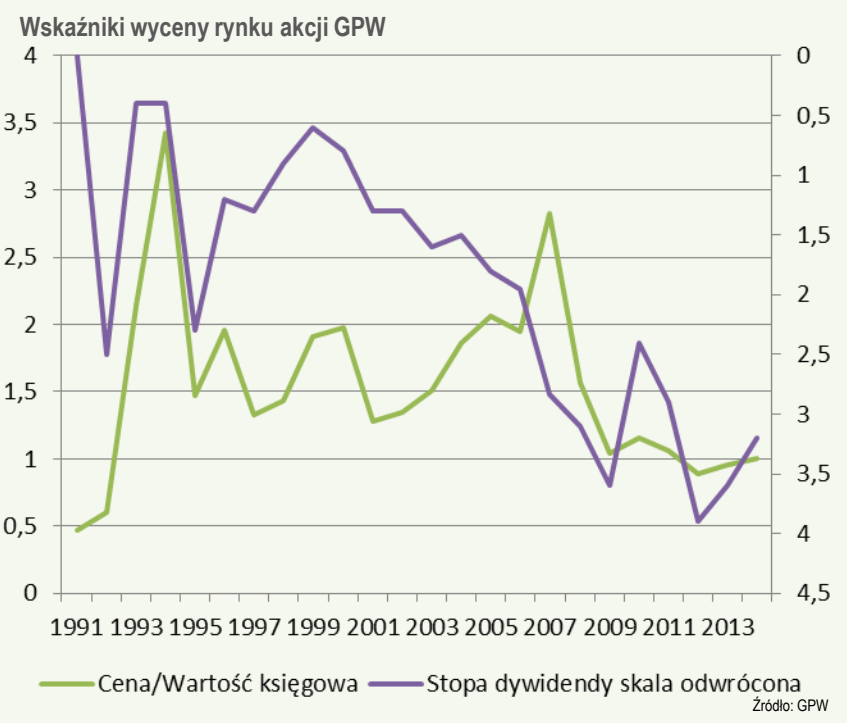
Demograficzny dysonans

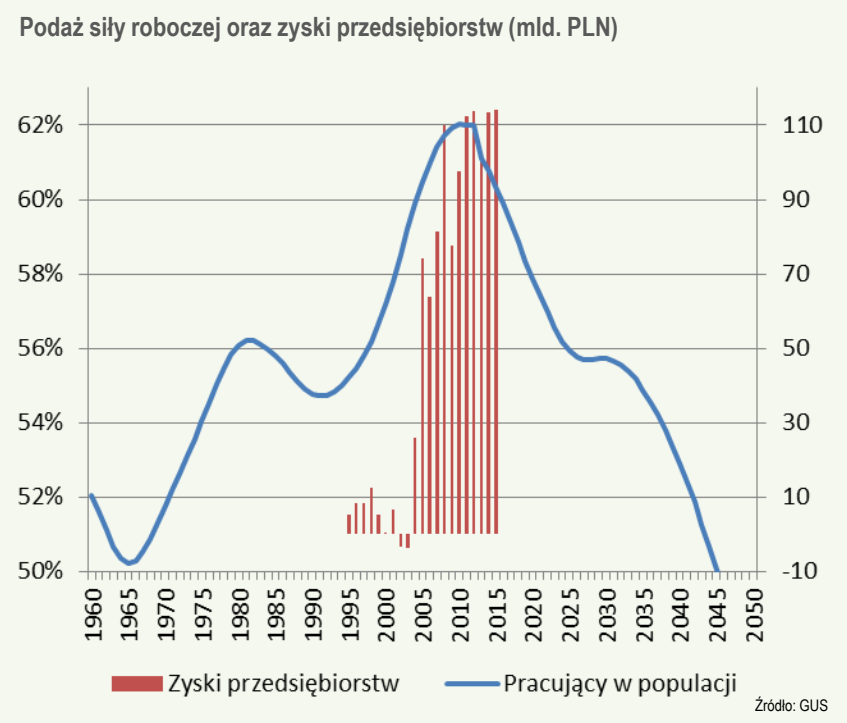




Odchodzący właśnie na emeryturę powojenny wyż demograficzny jest przyczyną największej zapaści populacji pracującej w nowoczesnej historii Polski. Dlatego potencjał wzrostowy naszej gospodarki będzie się szybko kurczył. Dynamika przychodów przedsiębiorstw spadnie, a koszty siły roboczej zaczną rosnąć szybciej, ograniczając zyski. Z drugiej jednak strony wyż demograficzny lat 80. wchodzić będzie w okres wzmożonego odkładania na emeryturę, co powinno skutkować wysokimi wycenami aktywów finansowych. Który z tych czynników okaże się w długim terminie przeważający dla rynku akcji?

Wyceny na dołkach, ale co z zyskami?





Można pokusić się o stwierdzenie, że polskie akcje są historycznie tanie (w szczególności w relacji do stóp procentowych). W kontekście wcześniejszego slajdu oznaczałoby to dobry moment do zakupów. Problem jest jednak taki, że demografia raczej nie pozwoli na dynamiczny wzrost zysków przedsiębiorstw (bez drastycznego zwiększenia ich wydajności). W związku z tym, o ile wyceny rynku akcji prawdopodobnie pójdą w górę, to stagnacja wzrostu zysków może skutecznie ograniczyć potencjał przyszłej hossy. Chyba, że nie doceniamy możliwości poprawy efektywności firm. Prawy slajd dobrze też obrazuje los budżetu państwa – a co za tym idzie długoterminowe perspektywy dla jego obligacji.

Polska - podsumowanie

- Obecny cykl koniunkturalny zbliża się powoli do swojego dołka. Minimum dynamiki wzrostu gospodarczego powinno wypaść w pierwszej połowie 2015 r. Wtedy też powinno ukształtować się dno na polskim rynku akcji.
- Z powodu trwającego kryzysu rynków surowcowych i wschodzących należy się spodziewać jednak, że kształtowanie tego dołka może mocno nadwyrężyć nerwy inwestorów.
- W drugiej połowie roku zwłaszcza sektor małych spółek ma znowu szansę być znacząco lepszy od całego rynku.
- Przez następne 10-15 lat demografia w Polsce będzie działała bardzo pozytywnie dla wycen na rynku akcji, równocześnie działając hamująco na wzrost zysków przedsiębiorstw. Trudno powiedzieć, jak te dwa trendy przełożą się na poziom indeksów giełdowych. Ponadto na świecie pozostaje nierozwiązany problem długu oraz bańki spekulacyjnej na rynku amerykańskim. W związku z tym trudno prognozować, czy okazja do zakupu akcji na krajowym rynku okaże się długoterminowa, czy tylko średnioterminowa.
- Naszym zdaniem hossa na rynku obligacji zbliża się do końca (o ile już się nie zakończyła). Wprawdzie nie zakładamy gwałtownego załamania cen obligacji w najbliższych latach, ale wydaje się, że właśnie ustanowiony szczyt na tym rynku pozostanie niepokonany przez długi czas, głównie z uwagi na pogarszający się stan finansów państwa.
- Ze względu na występującą ostatnio plagę dewaluacji walut rynków wschodzących (w połączeniu z krachem wszystkich naszych wschodnich sąsiadów), należy się spodziewać znacznego osłabienia złotego. Zwłaszcza, że słabość pary EUR/USD oraz rynków surowcowych pogarsza warunki naszej wymiany handlowej.

Podsumowanie

Prezentacja 2015 - główne tezy

- Rok 2015 powinien być okresem wzrostu dla rynków rozwiniętych, choć spodziewamy się zwiększonej zmienności, zwłaszcza w pierwszej połowie roku.
- Pierwsza połowa roku może przynieść kryzys na rynkach wschodzących, spowodowany słabością surowców oraz odpływem kapitałów do rynków rozwiniętych. Naszym zdaniem nie będzie to jednak jeszcze długoterminowa okazja do zakupu tej klasy aktywów. Rynki te w ciągu najbliższych kilku lat powinny pozostać relatywnie słabe.
- Według nas Polska nie uniknie zawirowań spowodowanych powyższym kryzysem i dołka na GPW należy się spodziewać dopiero za kilka miesięcy, co też jest zgodne z naszym krajowym cyklem gospodarczym. Dołek ten powinien być bardzo dobrą okazją do zakupu akcji w co najmniej w średnim okresie.
- Wszystkie strategie inwestycyjne dotyczące aktywów ryzykownych muszą brać pod uwagę, że nie została rozwiązana zarówno kwestia nadmiernego zadłużenia na świecie, jak i bańki spekulacyjnej na rynku amerykańskim, gdzie mamy już najdłuższy czteroletni cykl w historii. O ile nie doświadczymy przełomu technologicznego na skalę trudną dziś do wyobrażenia, to – najpewniej po 2015 roku – rynki finansowe będą musiały przejść odpowiednie dostosowanie, wobec którego banki centralne okażą się bezradne.
- Naszym zdaniem polskie obligacje istotnie droższe już nie będą. W związku z tym należy w horyzoncie kilku następnych miesięcy zamienić je na akcje.
- Złotówka pozostaje pod presją dewaluacji innych walut krajów rozwijających się. Spodziewamy się, że słabość ta jeszcze potrwa i złoty straci w stosunku do euro od kilku do kilkunastu procent.
- Złoto w walutach innych niż USD prawdopodobnie tańsze niż z końcem 2013 roku już nie będzie. Jednak na powrót prawdziwej hossy na tym aktywie musimy poczekać do osłabienia trendów deflacyjnych na dolarze.

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 20 grudnia 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.