

NOBLE FUNDS MARKET REVIEW

SPOJRZENIE NA RYNEK I TRENDY INWESTYCYJNE DLA KLIENTÓW NOBLE FUNDS TFI S.A.

nr 1/2013, 18 czerwca 2013 r.

ZWYCIĘZCY RATINGU FUNDUSZY MAGAZYNU FORBES*

NOBLE FUND AKCJI

DLA 1 ROKU	DLA 3 LAT	DLA 5 LAT
★★★★★	★★★★★	★★★★★
Forbes	Forbes	Forbes

NOBLE FUND AKCJI MIŚS

DLA 1 ROKU	DLA 3 LAT	DLA 5 LAT
★★★★★	★★★★★	★★★★★
Forbes	Forbes	Forbes

POWTARZALNIE NAJLEPSI W ZARZĄDZANIU AKCJAMI



DR MARIUSZ STANISZEWSKI
PREZES ZARZĄDU

Co zamiast lokat bankowych?



Z poważaniem,
dr Mariusz Staniszewski

Mariusz Staniszewski

dr Mariusz Staniszewski, Prezes Zarządu Noble Funds TFI S.A.

Szanowni Państwo,

Za nami już prawie pierwsza połowa 2013 roku. Nie był to okres pozytywny dla polskiej gospodarki. Nie można powiedzieć, żeby ten okres rozpieszczał inwestorów giełdowych. Indeks szerokiego rynku WIG20 zakończył pierwszy kwartał br. ze stratą 8,2%, co uplasowało naszą giełdę bardzo nisko wśród światowych rynków (przypomnę tylko, że w tym samym czasie amerykański S&P zarobił 10%, nawet niemiecki DAX pozwolił zarobić 2,4%). Od maja obserwujemy poprawę nastrojów giełdowych, ale co będzie dalej?

Można byłoby się zastanawiać dlaczego mieliśmy do czynienia z taką relatywną słabością polskiego rynku na początku roku. Na pewno kilka sensownych argumentów wsparłoby takie zachowanie rynku. Zamiast sięgać wstecz, wolę jednak skupić się na próbie oceny tego czego mo-

żemy spodziewać się w bliższej i dalszej przyszłości. Otóż wydaje mi się, że najgorsze dla naszej gospodarki powoli mamy za sobą, a atrakcyjność akcji ciągle rośnie (na tle zarówno depozytów jak i obligacji skarbowych). Oczywiście moja opinia niczego nie przesądza, dlatego w aktualnym numerze biuletynu przedstawiamy Państwu poglądy znanych zarządzających, ekonomistów i analityków, którzy stanowią szeroką reprezentację rynku.

Z mojej strony mogę dodać, że na rynku kapitałowym nigdy nie występuje zysk bez ryzyka, a więc dlaczego tym razem miałoby być inaczej. Skoro obecnie rynek jest ciągle ryzykowny i tani, to moim zdaniem jest to właściwy czas do inwestycji.

Życzę Państwu przyjemnej lektury i trafnych decyzji inwestycyjnych.

Spis treści

- s. 2**
SPOSOBY ZAGOSPODAROWANIA GOTÓWKI Z LOKAT
- s. 3**
KIERUNEK ROZWOJU POLSKIEJ GOSPODARKI
- s. 4**
DOKĄD HOSSA ZAPROWADZI RYNKI?
- s. 6**
SUROWCE OD A DO Z
- s. 8**
ZŁOTY CZAS LOKAT MINĄŁ
- s.12**
HOSSA NA WALL STREET LUBI TRWAĆ OKOŁO 5 LAT

Kierunek rozwoju polskiej gospodarki

Rozmowa z Ernestem Pytlarczykiem, Głównym Ekonomistą BRE Banku



Noble Funds TFI S.A.: Część spółek z którymi się spotykamy zaczyna sygnalizować, iż sytuacja w ich otoczeniu biznesowym ulega stopniowej poprawie. Czy Pana zdaniem polska gospodarka znajduje się blisko dołka koniunktury, czy może już minęła ten punkt?

Ernest Pytlarczyk: Myślę, że w I kwartale, nie zaś w IV kw. 2012, jak prognozował Narodowy Bank Polski, osiągnęliśmy dno cyklu koniunkturalnego. Obecnie nie ma

jeszcze silnych sygnałów odbicia gospodarczego, jednak zarówno tempo pogarszania się wskaźników rynku pracy, jak i dynamika kredytów korporacyjnych, w tym inwestycyjnych, wskazują na wygasanie impulsów spadkowych w gospodarce.

NF: Jakie będą, Pana zdaniem, główne silniki wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach? Czy możemy liczyć na pozytywny wpływ sytuacji w Europie Zachodniej, zwłaszcza w Niemczech, gdzie w ostatnich tygodniach obserwujemy wzrost nowych zamówień w przemyśle?

EP: Przede wszystkim czekamy na odbicie, albo przynajmniej cykliczne odreagowanie w strefie euro. Oczekiwania takie uzasadnione są również w świetle ograniczenia skali i tempa zacieśnienia gospodarczego w Eurolandzie. Z czynników krajowych obstawiamy przede wszystkim ożywienie konsumpcji wynikające z zakończenia odbudowy stopy oszczędności i wzrostu

dochodu realnego. Przy takiej sekwencji zdarzeń pozytywnie mogą zareagować również inwestycje prywatne. Druga połowa 2013 roku prawdopodobnie nie przyniesie jeszcze ożywienia w infrastrukturze i budownictwie, na które przyjdzie nam czekać do 2014 roku. Nie bez znaczenia dla ożywienia w II połowie roku będą już dokonane obniżki stóp oraz spadek inflacji (zwłaszcza w części podażowej koszyka konsumenta i firm).

NF: Jakie są największe ryzyka dla Pańskiego głównego scenariusza wydarzeń na kolejne miesiące?

EP: Główne ryzyka dla mojego scenariusza to przede wszystkim sytuacja związana z wydarzeniami w strefie euro, czyli nasilenie kryzysu zadłużeniowego lub wejście w głębszą recesję.

NF: Rentowności polskich obligacji ostatnio spadły znacząco i w obecnej chwili zapewniają swoim posiadaczom od 2,5%

do 3,5%, w zależności od tego, czy są to obligacje 2-letnie, czy 20-letnie. Biorąc to pod uwagę, jakich stóp zwrotu z inwestycji w obligacje skarbowe można oczekiwać na przestrzeni najbliższych dwunastu miesięcy?

EP: Najkrótsze papiery są względnie bezpieczne. Ich cena nie powinna spaść ze względu na kolejne obniżki stóp procentowych i szybko spadającą inflację (oczekujemy jej zbliżenia się do 0% w miesiącach letnich). Te czynniki krajowe powinny uzasadnić obecne wyceny choćby obligacji 2-letnich. Dłuższe obligacje wystawione będą na ryzyko globalne, w tym ryzyko ograniczenia poluzowania ilościowego w USA. Stopy zwrotu z inwestycji w portfel obligacji mogą przy pasywnym zarządzaniu mieścić się w przedziale 2-3,5%.

Ernest Pytlarczyk
Główny Ekonomista BRE Banku

Dokąd hossa zaprowadzi rynki?

Rozmowa z Piotrem Kuczyńskim, Głównym Analitykiem Domu Inwestycyjnego Xelion Sp. z o. o.



Noble Funds TFI S.A.: Rok 2012 i pierwsze miesiące 2013 roku upływają pod znakiem hossy na rynku polskich obligacji. Jak daleko jeszcze możemy zejść z rentownością polskich dziesięcioletek? Czy to jeszcze perspektywiczna klasa aktywów, czy warto raczej szukać czegoś innego?

Piotr Kuczyński: Uważam, że trudno będzie zejść poniżej poziomu 3 procent rocznej rentowności w przypadku obligacji dziesięcioletnich. Na wykresie dziennym widzimy formację młota, która często odwraca trend – choć to oczywiście tylko spojrzenie techniczne. Jeśli zwrócimy uwagę na fundamenty, to co prawda Rada Polityki Pieniężnej będzie zapewne jeszcze stopy obniżała (moim zdaniem do 2,75 proc.), ale nie powinno to już mieć przełożenia na dalszy wzrost cen obligacji. Jeśli doda się do tego rosna-

ce rentowności w USA, gdzie szykuje się ograniczenie QE (*quantitative easing*) to naturalna konkurencja obligacji o najwyższej wiarygodności powinna też naszemu długowi szkodzić. Zbliżająca się nowelizacja budżetu i powiększenie deficytu budżetowego są co prawda oczekiwane, ale też „bykom” na rynku obligacji pomagać nie będzie.

NF: Obecna sytuacja jest bezprecedensowa jeśli chodzi o poziom długoterminowych stóp procentowych na rynkach rozwiniętych i trwałość utrzymywania się stóp na tym poziomie. Niektóre modele wyceny akcji przewidują odwrotną zależność pomiędzy poziomem „stopy wolnej od ryzyka” (za którą najczęściej uważa się rentowność 10-letnich obligacji rządowych) a „docelowym” poziomem wskaźnika C/Z - im niższe stopy procentowe tym droższe»

W Chinach szykuje się poważne osłabienie, a w USA czekamy na zaostrzenie polityki monetarnej.

powinny być akcje. Czy zgadza się Pan z takim podejściem, które usprawiedliwiałyby o wiele wyższe od obecnych ceny akcji?

PK: Rzeczywiście są różne modele wyceny akcji, ale ja wierzę tylko w jedną: w to co widzę na rynku. Jakież wyceny z pewnością pokazywały, że w 2000 roku bańka na rynku „dotcomów” ma sens, a pamiętamy, co z tego wynikło. Dlatego też ja rzadko patrzę na wskaźnik C/Z. Może to jest herezja, ale najważniejszy jest trend, a wskaźnik cena / zysk (szczególnie obliczany na podstawie przyszłych prognozowanych zysków *forward P/E*, którym posługują się Amerykanie) zawiera w sobie wpływ druku dolarów, jenów, funtów itp. Ten wskaźnik może bardzo wprowadzać w błąd, bo nikt nie wie, co się stanie, jeśli banki centralne wrócą do normalnej polityki monetarnej. Trwa hossa, a żaden analityk nigdy nie był w stanie powiedzieć, do jakiego poziomu może ona rynki zaprowadzić. Ja nie jestem wyjątkiem.

NF: Jakież są największe zagrożenia dla ewentualnych wzrostów? Czy mają one charakter systemowy, czy czysto cykliczny?

PK: Dobre pytanie... Nie wiemy jakie są, bo rynki wszystko na razie lekceważą („klif fiskalny”, zbliżający się limit zadłużenia, wybory we Włoszech itp.). Uważam jednak, że daleko jest do końca kryzysu zadłużenia. W Chinach szykuje się poważne osłabienie, a w USA czekamy na zaostrzenie polityki monetarnej. System się nie zmienia, więc i zagrożenia nadal pozostają te same. Pierwszy z brzegu przykład: czy zlikwidowano problem firm zbyt dużych, żeby upaść (*too big to fail*)? Nie, są przecież jeszcze większe. Jeśli składniki się nie zmieniły to i wynik będzie taki sam – nagłe uderzenie kryzysu. Tyle, że nie wiemy, kiedy nastąpi. Przewidywalne zagrożenia to wybór nowego szefa Fed (podobno nie będzie to Ben Bernanke, a prezydent Obama wybierze go już latem) oraz wybory w Niemczech (22.09), a w ich kontekście zagadka, którą jest poparcie dla nowej partii AfD (Alternatywa dla Niemiec).

NF: Dywersyfikacja to jedna z podstawowych zasad budowy portfela inwestycyjnego. Coraz więcej inwestorów wychodzi poza kraj i szuka możliwości inwestowania

na innych rynkach. Które szczególnie zagraniczne rynki poleciłby Pan inwestorowi chcącemu ulokować swoje oszczędności za granicą?

PK: Po co szukać daleko? Jeśli zagrożenia z tego roku, o których mowa wyżej się nie zrealizują to nasz rynek - giełda warszawska - daje potężne szanse na zyski. Po rynkach rozwiniętych hossa najczęściej obejmuje też rynki rozwijające się (emerging markets). Jeśli jednak zobaczymy na rynku jakąś sensowną korektę (5-10%) to trzeba będzie wrócić do obecnych liderów (USA plus Niemcy). Pamiętać też trzeba o złocie. Obecnie jest w niełasce, ale jeśli z czasem gospodarka światowa rzeczywiście zacznie się rozwijać szybciej, to pojawi się wyższa inflacja, a wtedy złoto wróci do łask.

Piotr Kuczyński
Główny Analityk
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.



Surowce od A do Z

Andrzej Lis - Dyrektor Działu Zarządzania Funduszami Noble Funds TFI S. A.

Investowanie w surowce to, według teorii zarządzania portfelem, jeden ze sposobów osiągnięcia wyższego zwrotu z portfela przy jednoczesnym zmniejszeniu ryzyka. Związane jest to przede wszystkim z tym, że ta klasa aktywów charakteryzuje się niską, często negatywną, korelacją z akcjami czy obligacjami. Co więcej, surowce uważane są za jedno z lepszych zabezpieczeń przed infla-

cją, która przyspiesza najczęściej w okresie silnego wzrostu gospodarczego, gdy ograniczone zasoby metali czy zbóż stają się coraz bardziej poszukiwane. Dlatego, z perspektywy cyklu koniunkturalnego, najlepszym okresem dla tej klasy aktywów jest późniejsza faza ekspansji gospodarczej, kiedy to w ślad za rosnącym PKB pojawia się wyższa inflacja.

Tyle mówi teoria, a jak wygląda to

w rzeczywistości? Otóż istnieje kilka barier, które przeciętnego inwestora mogą skutecznie odstraszyć od tej klasy aktywów. Po pierwsze, ekspozycję na ten rynek najczęściej uzyskuje się za pomocą instrumentów pochodnych (głównie kontraktów terminowych). Jest to łatwiejsze i tańsze, niż na przykład kupno jednej tony cynku. Wadą takiego rozwiązania jest wysoka zmienność kontraktów, spowodowa-

na powszechnym stosowaniem dźwigni finansowej oraz rozbieżność pomiędzy ceną kontraktu, a ceną rzeczywistego metalu (np. w przypadku srebra różnica między kursem spot a ceną monety może sięgać 20%). Warto zauważyć, że kontrakty terminowe nie są dostępne na wszystkie surowce, stąd przeciętny inwestor ma ograniczone możliwości inwestowania np. w rudę żelaza. »

Spadająca inflacja,
a w ślad za nią stopy
procentowe przy powolnej
odbudowie wzrostu
gospodarczego sugerują,
iż teraz jest najlepszy
czas na „przesiadanie się”
z obligacji na akcje.

Kolejna sprawa, to znaczna heterogeniczność tej klasy aktywów. Fundamenty poszczególnych surowców znacznie się od siebie różnią. Na organizowanej przez Bank of America Merrill Lynch majowej konferencji Metals & Mining nastroje spółek wydobywczych, a zwłaszcza inwestorów nie były najlepsze. Najbardziej wygląda obecnie sytuacja na rynku rudy żelaza, gdzie występuje nadpodaż, a dodatkowo rozwijane są kolejne niskokosztowe projekty wydobywcze. Bezpośrednio powiązany z rudą żelaza jest węgiel koksujący, używany w tym samym procesie produkcyjnym. Od dłuższego czasu nie widać także poprawy na rynku aluminium. Na tym tle relatywnie dobrze wygląda miedź oraz w dłuższym okresie cynk. W tym ostatnim przypadku, obecna nadpodaż w ciągu najbliższych dwóch lat zmieni się w niedobór, w wyniku planowanych zamknięć dużych kopalni oraz nowych zastosowań tego metalu (np. do nawozów). Surowce rolnicze, z racji mniejszych możliwości przechowywania oraz większego wpływu sezonowości, nie są dobrym zabezpieczeniem przed inflacją.

Motywy inwestycji w najbardziej znane metale szlachetne są odmienne. Złoto

i srebro, uważane za bezpieczną przystań, kupowane były w celu ucieczki od papierowego pieniądza i zabezpieczenia się przed dużymi ryzykami systemowymi np. rozpadem strefy euro. Ostatnie spadki cen to pokłosie poprawy sytuacji globalnej. Na to nakładają się obawy o zacieśnienie polityki monetarnej Fed oraz mniejsze ryzyko wystąpienia wysokiej inflacji, czego rynek oczekiwał po tak dużych zastrzykach pieniądza w system. W krótkim terminie presja na ceny złota może się zatem utrzymać. W dłuższym, każde większe zawirowanie w gospodarce sprawi, że metale szlachetne znów wrócą do łask.

Spróbujmy zatem podsumować, czy warto obecnie zwrócić szczególną uwagę na surowce. Po pierwsze, gospodarka znajduje się w okolicach dołka koniunkturalnego. Spadająca inflacja, a w ślad za nią stopy procentowe przy powolnej odbudowie wzrostu gospodarczego sugerują, iż teraz jest najlepszy czas na „przesiadanie się” z obligacji na akcje. Na surowce przyjdzie czas, gdy pojawią się wyższe oczekiwania inflacyjne.

Po drugie, inwestując w surowce poprzez rynek terminowy, przeciętny inwestor nie ma szans w starciu z za-

awansowanymi algorytmami, czy dużymi instytucjami, posiadającymi środki na uzupełnienie depozytu. Nawet jeśli w długim terminie „obstawi” dobrze, w krótkim może zabraknąć gotówki na uzupełnienie depozytu, o ile nierozważnie stosuje dźwignię finansową.

Dlatego, jeśli już ktoś chce inwestować w surowce, warto rozważyć fizyczny zakup (sztabki, monety), a jeszcze lepiej warto pomyśleć nad spółkami eksponowanymi na sektor surowców, np. wybranymi firmami z sektora wydobywczego. Posiadają one sporo przewag nad kupnem kontraktu. Oczywiście spółka spółce nierówna, a w ostatnich dwóch latach akcje spółek wydobywczych zachowują się znacznie gorzej od cen surowców wydobywanych przez te spółki. Biorąc pod uwagę wielkość (niewydobytych jeszcze co prawda) zasobów tu właśnie szukać można lepszych niż na rynku terminowym okazji do inwestycji w surowce.

Andrzej Lis
Dyrektor Działu
Zarządzania Funduszami
Noble Funds TFI S.A.

Złoty czas lokat minął

Łukasz Wróbel - Główny Analityk Noble Securities S.A.

Cykl obniżek stóp procentowych trwający w Polsce od jesieni 2012r. póki co nie zaczął zniechęcać gospodarstw domowych do akumulowania oszczędności na bankowych rachunkach. Od października 2012r. do maja 2013r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła główną stopę procentową z poziomu 4,75 proc. w październiku u.br. do 3,0 proc. w maju 2013r., czyli łącznie o 175 punktów bazowych, a jednocześnie nie brakuje argumentów sugerujących, że w kwestii łagodzenia polityki pieniężnej ostatniego

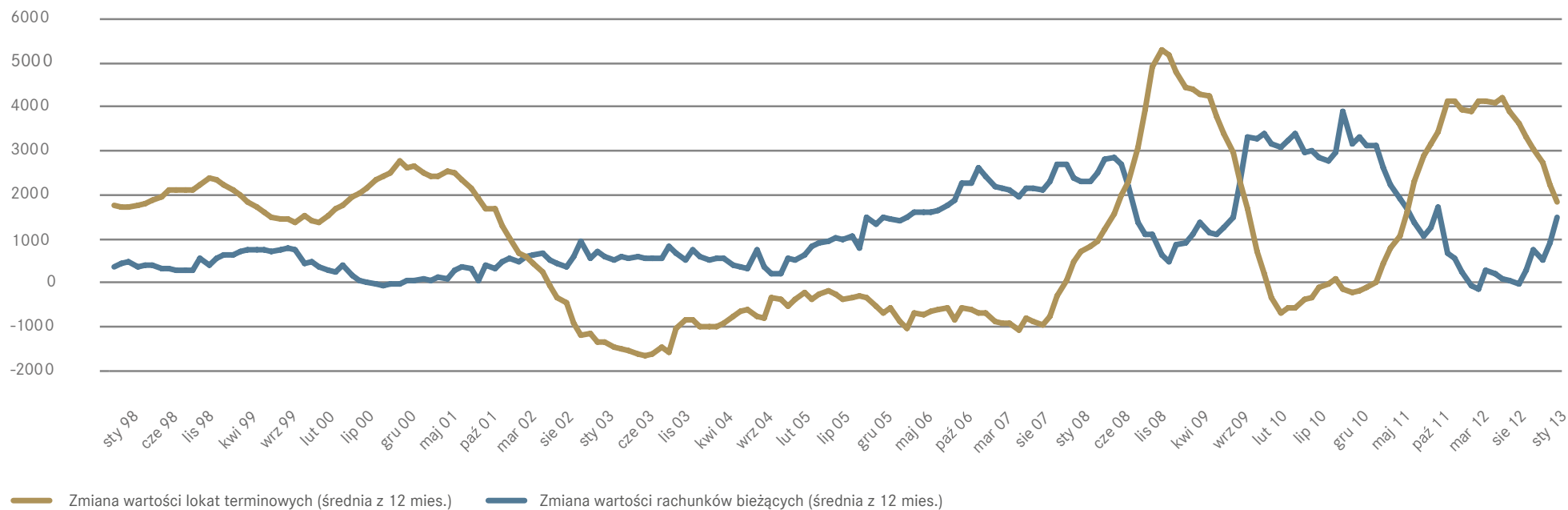
słowa RPP jeszcze nie powiedziała. W takich warunkach, tzn. w obliczu coraz mniej atrakcyjnego oprocentowania lokat, naturalną reakcją gospodarstw domowych powinno być poszukiwanie aktywów oferujących wyższe stopy zwrotu, a tymczasem wartość środków zdeponowanych w bankach wzrosła o ok. 30 mld PLN do ponad 520 mld PLN w marcu 2013r. To w przybliżeniu równowartość jednej trzeciej PKB Polski. Aby dokładniej zrozumieć to zjawisko przyjrzyjmy się trzem czynnikom: strukturze aktywów gospodarstw

domowych, wpływowi realnych stóp procentowych na skłonność do oszczędzania oraz otoczeniu międzynarodowemu.

Według danych Narodowego Banku Polskiego przeciętne oprocentowanie nowozakładanych lokat w październiku 2012r. wynosiło 4,8 proc., a pół roku później oszczędzający mogli liczyć średnio na 3,3 proc. Nie można jednak powiedzieć, aby gospodarstwa domowe zupełnie zignorowały ten fakt. Środki ulokowane w bankach dzielimy przede wszystkim na te zdeponowane na oprocentowanych»



Wykres 1. Oszczędności gospodarstw domowych (w mln PLN/mies.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

lokatach terminowych oraz na utrzymywane na rachunkach bieżących, po które można sięgnąć w dowolnym momencie. Od czasu rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce wartość lokat terminowych zatrzymała się na poziomie ok. 265-270 mld PLN, natomiast wspomniany wcześniej przyrost aktywów gospodarstw domowych o ok. 30 mld PLN był pochod-

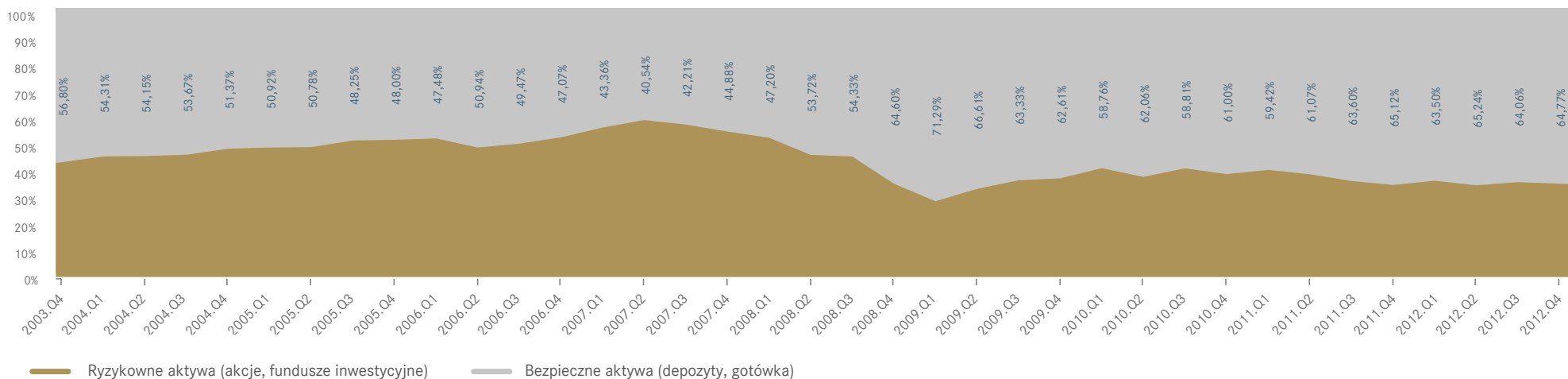
ną środków napływających na rachunki oszczędnościowo-rozliczeniowe (ich stan w marcu 2013r. był o 26 mld PLN wyższy niż w listopadzie 2012r). Krótko mówiąc, rodacy widząc spadające oprocentowanie lokat terminowych coraz mniej chętnie decydowali się na zamrożenie oszczędności na kilka miesięcy, a coraz bardziej cenili sobie dostęp do własnych środków.

Wykres 1 pokazuje, że od ponad roku zarówno na lokaty, jak i na rachunki bieżące pieniądze płyną coraz skromniejszym strumieniem.

Należy to kojarzyć przede wszystkim z trudną sytuacją na rynku pracy i wyraźnym spowolnieniem koniunktury w gospodarce, ale nie bez znaczenia jest także rynkowe otoczenie. Wprawdzie polska go-

spodarka uniknęła recesji w latach 2008-2009, ale krajowy rynek akcji zachowywał się w tym okresie podobnie jak zagraniczne, co oznacza, że większość inwestorów kupujących akcje pod koniec hossy, czy to na własną rękę, czy przez fundusze inwestycyjne do dziś nie zdołała odrobić strat. Skutkuje to omijaniem szerokim łukiem wszelkich aktywów nie oferujących gwa-»

Wykres 2. Struktura finansowych aktywów gospodarstw domowych według ponoszonego ryzyka



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

rancji odzyskania zainwestowanego kapitału. Potwierdzają to dane KNF o strukturze aktywów gospodarstw domowych. Na kolejnym wykresie widzimy, że od tąpnięcia na giełdzie z 2008r., gospodarstwa domowe utrzymują ponadprzeciętną część swoich aktywów finansowych na bankowych rachunkach – w grudniu 2012r. łączna wartość gotówki i depozytów stanowiła 65 proc. aktywów, a akcje (spółki notowane na GPW i niepubliczne) oraz fundusze inwestycyjne 35 proc.

Dla porównania, w II kw. 2007r., gdy

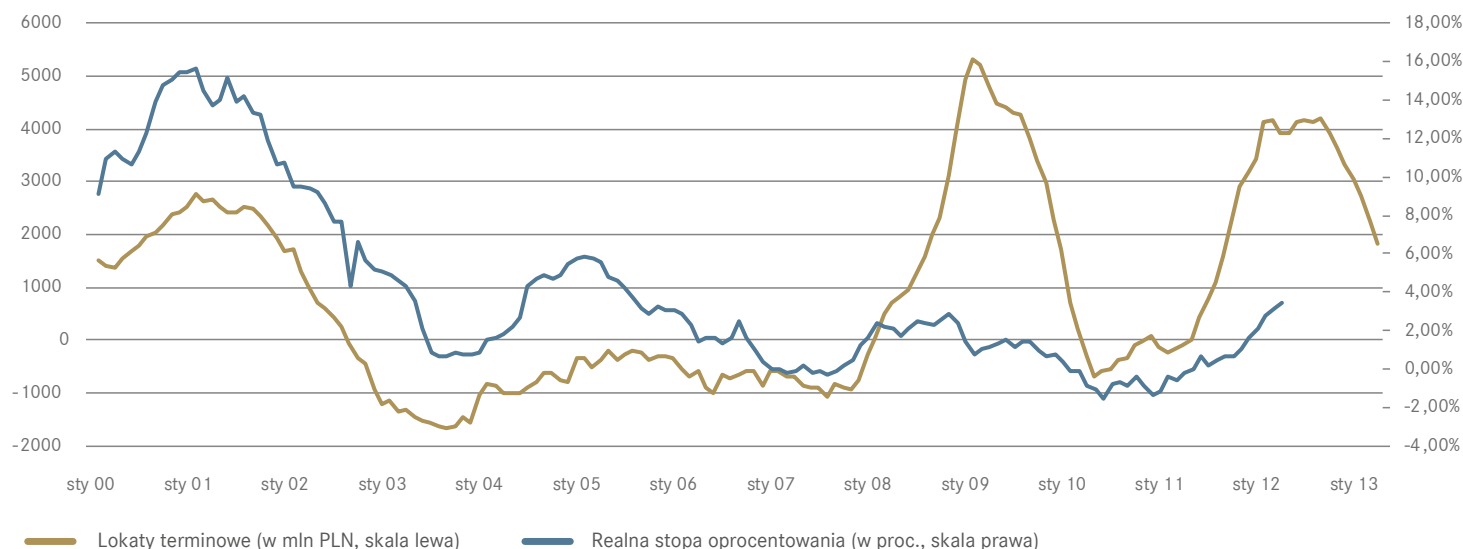
historyczne giełdowe indeksy z ostatnich kilku lat zachęcały do podejmowania ryzyka i pokazywały, że straty na rynku akcji w rozsądnym horyzoncie czasowym należą do rzadkości, udział funduszy inwestycyjnych w aktywach gospodarstw domowych przekraczał 14 proc., a akcje 45 proc., co oznacza, że depozyty i gotówka stanowiły wówczas ok. 40 proc. majątku. Półtora roku później, w I kw. 2009r. wyceny akcji i funduszy inwestycyjnych spadły tak gwałtownie, że udział gotówki i depozytów wzrósł do 71,3 proc. aktywów finan-

sowych polskich konsumentów. Na przestrzeni ostatniej dekady gospodarstwa domowe nie faworyzowały bezpiecznych aktywów – gotówka i depozyty odpowiadały przeciętnie za ok. 55 proc. majątku, a aż 45 proc. przypadało na fundusze i akcje. Obecnie powrót do takich proporcji wymagałby np. przesunięcia z bankowych lokat terminowych i rachunków oszczędnościowo – rozliczeniowych do funduszy inwestycyjnych i na rynek akcji kwoty ok. 90 mld PLN, co wydaje się celem mało realnym do osiągnięcia bez silnych bodźców

zniechęcających Polaków do oszczędzania w bankach.

Mogłyby to być albo „ładne” wykresy giełdowe, świadczące o zakończeniu bessy, które przywróciłyby wiarę w sens inwestowania albo zdecydowana wojna banku centralnego z posiadaczami oszczędności, jaka ma miejsce na większości dojrzałych rynków, gdzie obserwujemy eksperymentowanie z niestandardowymi narzędziami - od ujemnych stóp depozytowych (Dania), przez osłabianie waluty w celu wywołania inflacji (Japonia, Szwajcaria),»

Wykres 3. Realna stopa procentowa a zmiana wartości oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: Opracowanie własne

na skupie obligacji na ogromną skalę kończąc (USA, Wielka Brytania). Prezes NBP prof. Marek Belka w ciągu ostatnich miesięcy wielokrotnie powtarzał, że w takich warunkach prowadzenie konserwatywnej polityki pieniężnej przez RPP można uznać za wartość samą w sobie. Z drugiej strony, w kontekście rosnącej wartości oszczędności Polaków, opóźniona reakcja RPP na spowolnienie koniunktury i spadającą inflację, doprowadziła do sytuacji, w której

Polska posiada jedno z najwyższych realnych stóp procentowych wśród dużych gospodarek, a to oznacza, że opłaca się odkładać kapitał nawet na nieszczerólnie wysoko oprocentowanych lokatach. Spośród 30 największych gospodarek świata realną stopę procentową, liczoną w uproszczony sposób jako różnica oficjalnej stopy procentowej i stopy inflacji, wyższą od Polski (2,2 proc.) posiadają aktualnie jedynie Indie i Chiny. W strefie euro,

USA, Wielkiej Brytanii czy nawet na takich rynkach wschodzących, jak Turcja i Meksyk, realna stopa procentowa jest poniżej zera – to znaczy, że inflacja przewyższająca oficjalną stopę procentową stanowi faktycznie podatek od oszczędności, dlatego przy braku alternatyw gospodarstwa domowe są zmuszane do inwestowania oszczędności w bardziej ryzykowne klasy aktywów. Wykres 3 pokazuje ten efekt - na przestrzeni ostatniej dekady Polacy

najchętniej wybierali lokaty terminowe, gdy realna stopa procentowa (zachęta do oszczędzania) znajdowała się w trendzie wzrostowym, natomiast środki przestawały napływać na oprocentowane rachunki bankowe, gdy realne stopy rozpoczynały trend spadkowy.

Podsumowując można powiedzieć, że przyrost oszczędności gospodarstw domowych jest pochodną spowolnienia gospodarczego, czynników psychologicznych (nadmierna awersja do ryzyka po negatywnych doświadczeniach z okresu bessy) oraz wyjątkowo konserwatywnej polityki Narodowego Banku Polskiego, który nie wypowiedział otwartej wojny oszczędzającym poprzez głębokie cięcie stóp. Okres największej atrakcyjności depozytów najprawdopodobniej mamy za sobą i w perspektywie kilku kwartałów powinniśmy zaobserwować wzrost udziału akcji i funduszy inwestycyjnych w portfelach polskich gospodarstw domowych. Zanim zaistnieją korzystne ku temu okoliczności środki pieniężne pochodzące z wygasających lokat rodaków będą stopniowo akumulowane na rachunkach rozliczeniowo-oszczędnościowych lub przeznaczane na konsumpcję.

Łukasz Wróbel
Główny Analityk Noble Securities S.A.



Hossa na Wall Street lubi trwać około 5 lat

Wywiad z Wojciechem Białkiem, Głównym Analitykiem CDM Pekao S.A.

Paweł Homiński: 17 lat temu, pracując razem w Domu Maklerskim Magnus w Krakowie, opublikowaliśmy w „Parkiecie” artykuł „Po co przyjeżdża czarna wołga” i jako pierwsi w Polsce postawiliśmy tezę, że polityka pieniężna Fed-u wpływa na rynki finansowe oraz na koniunkturę na całym świecie. Czy Twoim zdaniem coś się od tego czasu zmieniło? Czy Fed to nadal

główna siła, która decyduje o cyklach koniunkturalnych i giełdowych na rynkach finansowych?

Wojciech Białek: Ciekawe, że dolar amerykański porusza się właśnie w cyklach siedemnastoletnich, co wiąże się z oscylacją kapitału pomiędzy krajami rozwiniętymi, a rynkami peryferyjnymi. Wtedy, w 1996 roku, w tajemniczy sposób dolar zaczął

się umacniać i również w zupełnie nieoczekiwany dla wszystkich sposób kapitał zaczął napływać na giełdy amerykańskie produkując jeden z najsilniejszych w historii rynków byka na tamtejszej giełdzie, który kulminował boorem internetowym w 2000 roku.

Obecnie mamy równie zaskakującąwyżkę na giełdzie amerykańskiej i rekordowe »

Dobre zachowanie rynków rozwiniętych traktowałbym jako pierwszy sygnał, że to co w krajach BRIC było do uzyskania, zostało osiągnięte i pora na powrót kapitału do domu.

umocnienie dolara do jena, a obserwowane słabnięcie rynków wschodzących trwające od dwóch lat może być kopią słabości *emerging markets*, która się rozpoczęła wraz z kryzysem meksykańskim, była kontynuowana przez kryzys azjatycki, rosyjski i kulminowała bankructwem Argentyny. Czy da się to zsynchronizować z polityką pieniężną Fed-u? W gruncie rzeczy tak. Okres, o którym mówimy, też nastąpił po poważnym kryzysie na rynkach kredy-

tów hipotecznych w krajach rozwiniętych oraz po kryzysie europejskiego systemu walutowego, bardzo podobnym do kryzysu strefy euro, który również wtedy był postrzegany jako koniec marzeń o zintegrowanej finansowo Europie. W tym momencie różnica jest taka, że na razie na zaostrożenie polityki pieniężnej Fed-u jeszcze czekamy. Zgodnie z konsensusem zakładam, że Fed zacznie wycofywać się z luźnej polityki pieniężnej w przyszłym roku

i wtedy mogą pojawić się zjawiska związane z kolejną serią kryzysów.

PH: Osłabienie *emerging markets*, które prognozujesz tak naprawdę już trwa. Od 2 lat rynki BRIC zachowują się gorzej nie tylko od rynków rozwiniętych, ale i od innych, mniejszych rynków rozwijających się. Dobrze mają się też rynki „frontierowe”. Natomiast rzeczywiście te cztery główne rynki *emerging markets* (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) zachowują się słabo, chociaż to one historycznie były głównym beneficjentem luźnej polityki pieniężnej. Mechanizm polegał na tym, że „wydrukowane” w USA dolary odkładały się w krajach rozwijających się powodując aprecjację waluty, wzrost cen akcji i obligacji. Tego mechanizmu nie obserwujemy teraz w całym spektrum *emerging markets*, ale jedynie w wybranych krajach. Ale jeśli ta teza o powtórzeniu się cyklu i rychłym zaostrożeniu polityki przez FED (czy też inne banki centralne) sprawdzi się, to kapitał będzie wracał do „macierzy”, a nam grożą nie dwa lata, tylko kolejnych siedem lat słabych wyników tych rynków.

WB: Do tej pory słabość *emerging markets* była w dużej mierze niezauważalna. Ponieważ mamy ogólną hossę na rynkach rozwiniętych, to ta słabość nie przybiera formy krachów, załamań, kryzysów tylko objawia się w gorszym relatywnym wy-

niku. W którymś momencie ten odpływ kapitału do centrów finansowych może przyjąć ostrzejszą postać. Gdyby szukać fundamentalnego uzasadnienia np. dla ewentualnego osłabienia w Azji, to wskazałbym na to, co dzieje się z japońskim jenem. Jen słabł w ostatnim okresie w sposób obserwowany wcześniej jedynie dwukrotnie, a jego słabość szkodzi konkurentom handlowym Japonii np. zmniejsza zyskowność chińskich firm.

Jeden cykl temu między tym załamaniem wartości jena, a kryzysem azjatyckim minęły niecałe dwa lata. Korzystając z tamtych doświadczeń, można by spekulować, że Japończycy za sprawą słabego jena znów „wykończą” resztę Azji z mniej więcej plus/minus dwuletnim opóźnieniem. Te wizje jednak nie oznaczają bessy już teraz.

PH: Koncentrujesz się na prognozach, natomiast ja ciągle nie mogę znaleźć bardzo dobrego wytłumaczenia zachowania się giełd krajów rozwiniętych w ostatnim okresie. S&P, DAX, o NIKKEI nie mówiąc, rosną w sytuacji, która teoretycznie powinna bardziej sprzyjać krajom rozwijającym się, ponieważ pieniądź jest w nadmiarze i „powrotu do macierzy” jeszcze nie ma.

WB: Wyjaśniając źródło kryzysów Ludwig von Mises wskazywał na centralną rolę interwencji banków centralnych w two-»

rzeniu kryzysów. Na mały kryzys w jakiejś dziedzinie gospodarki bank centralny odpowiada interwencją w postaci sztucznego złagodzenia polityki pieniężnej, które zmniejsza skutki kryzysu tam, gdzie one są, lecz jest wykorzystywany przez inwestorów do spekulacji w zupełnie innej sferze. Przykładowo na kryzys azjatycki Fed zareagował luzowaniem polityki pieniężnej, skutkiem tego było wykorzystanie taniego pieniądza do stworzenia bańki internetowej, a gdy ona pękła wtedy Fed znowu zainterweniował. Tani pieniądz tym razem zasilił rynek nieruchomości, gdy ten pękł, znów mieliśmy w obiegu rundę taniego pieniądza.

Dla mnie ostatnia dekada łagodnej polityki pieniężnej od momentu krachu na rynku Nasdaq to okres, w którym kapitał wykorzystał tani pieniądz do wyhodowania bańki inwestycyjnej na rynkach wschodzących, której uosobieniem jest samo pojęcie BRIC. Obecne zachłystywanie się perspektywami rynków peryferyjnych minęło już punkt szczytowy i obecnie jesteśmy w fazie ruchu wahadła w drugą stronę, co doprowadzi do przegięcia takiego, jak sytuacja z 1998 roku, gdy PKB Rosji przez chwilę w przeliczeniu na dolary było równe PKB Polski. Dobrze zachowanie rynków rozwiniętych traktowałbym, jako pierwszy sygnał, że to co w krajach BRIC było

do uzyskania, zostało osiągnięte i pora na powrót kapitału do domu. Kapitał w Chinach czy innych rynkach rozwijających się też dostrzega potrzebę dywersyfikacji, szukając bezpieczeństwa związanego z krajami rozwiniętymi.

Zwykle ten wahadłowy ruch był związany z jakąś rewolucją technologiczną w USA, a to związaną z pojawieniem się komputera osobistego, a to internetu. Teraz trudno wskazać jednoznacznie tego typu dziedzinę. Najbliżej są Amerykanie z gazem łupkowym, który daje im fundamentalną przewagę nad resztą świata w postaci energii w stosunkowo rozsądnych cenach. Stąd te wszystkie historie o powrocie przemysłu chemicznego do USA, reindustrializacji tego kraju, co może uzasadniać aprecjację dolara.

PH: Często wspominasz w swoich komentarzach o roku 2014, który miałby być końcem fazy wzrostowej cyklu. Czy to z powodu osłabienia w Chinach? Czy też może dlatego, że trend wzrostowy jest już dojrzały, bo na rynkach zachodnich trwa 4 lata?

WB: Ten 2014 rok może być pułapką. Wszyscy powinni sobie zdawać sprawę, że fale hossy na Wall Street lubią trwać około 5 lat. Aktualna hossa zaczęła się w USA 8 marca 2009 roku, 5 lat później to... Dzień Kobiet w 2014 roku, czyli dokładnie w 20 lat po szczycie pierwszej spektakularnej

Nie wyobrażam sobie, by pomysł przejedzenia przyszłych emerytur przeszedł w rządzie. Byłby on prawdopodobnie politycznie kompromitujący. Na krótką metę mógłby być korzystny, natomiast na dłuższą metę to najgorsze z możliwych rozwiązań.

superhossy na GPW, zakończonej w miesiąc po tym jak Fed zaczął zaostrzać politykę pieniężną.

PH: U nas takiej hossy jak w USA na razie nie ma. Czy słabniemy, ponieważ słabną też inne rynki emerging markets, czy widzisz jakieś przyczyny specyficzne działające na nasz rynek?

WB: Chyba nałożenie dwóch czynników, czyli ogólnego zmniejszenia relatywnej siły emerging markets plus nasze sąsiedztwo z trapiącą kryzysem strefą euro, która jak widać ciągnie nas w dół. Patrząc krótkoterminowo, to wpływ ma także efekt „bazy”, którą jest okres sztucznego boomu poprzedzającego Euro 2012. »

PH: Czy widzisz jakikolwiek wpływ sprawy OFE na brak hossy na GPW? Moim zdaniem jest on niewielki. Wbrew komentatorom uważam, że główną przyczyną słabości polskiej giełdy są czynniki fundamentalne, czyli to, o czym mówiłeś - pierwszy kwartał 2012 roku. Okres ten był bardzo mocny jeżeli chodzi o gospodarkę, zyski spółek nie nadążają i muszą się skorygować. Wydaje mi się, że odbicie nadejdzie dopiero, gdy analitycy zaczną porzucać swój zbyt pesymistyczny konsensus i stwierdzą, że byli zbyt sceptyczni np. co do prognoz zysków banków w roku 2013. Zakładam, że od tego momentu dzieli nas kilka tygodni.

WB: Dopóki nie wiemy co rząd ostatecznie wymyśli w sprawie OFE, są różne możliwe wersje. Nie wyobrażam sobie, by pomysł przedjedzenia przyszłych emerytur przeszedł w rządzie. Byłby on prawdopodobnie politycznie kompromitujący. Na krótką metę mógłby być korzystny, natomiast na dłuższą metę jest to najgorsze z możliwych rozwiązań.

Odbiegając trochę od tego tematu. Ciągłe liczę że obecny cykl, prędzej czy później wejdzie w fazę inflacyjną i surowce, które jak na razie od początku tego cyklu nic nie pokazują - zaczną drożeć. Wyobrażam sobie, że jakąś formę inflacyjnej fazy tego cyklu przeżyjemy i ona stanie się pretekstem dla Fed-u do zaostrzenia polityki pieniężnej. Na razie inflacja jest niska, ale można sobie wyobrazić, że ta hossa na rynkach rozwiniętych z czasem przełoży się na rynek surowców, co przyniesie kilka kwartałów podwyższonego popytu na aktywa emerging marketowe.

PH: Czyli najbliższe kilka kwartałów to może być taki łabędzi śpiew bardziej ryzykownych aktywów, w tym *emerging markets*?

WB: Tak bym to sobie wyobrażał. Oczywiście jest cały czas ryzyko tąpnięcia wynikającego z profilaktycznego wycofania się spekulantów, czy też inwestorów z ryzykownych aktywów, przed oczekiwanym w 2014 roku rozpoczęciem przez Fed zaostrzenia polityki pieniężnej. Żeby się nie „wpakować” z ryzykownymi aktywami w 2014 rok trzeba się z nich wycofać jeszcze w tym roku.

PH: To jest największe ryzyko dla tego scenariusza?

WB: Tak, ale w poprzednim cyklu się ono nie zmaterializowało. W roku 2006 hossa trwała czwarty rok i napędzana była – umownie mówiąc – polityką ilościowego luzowania prowadzoną przez japoński bank centralny od 2001 roku. Japończycy wycofali się z *quantitative easing* (QE) wiosną 2006 roku, na co akcje, szczególnie na rynkach wschodzących, zareagowały błyskawiczną korektą. WIG20 stracił prawie 25% w okresie maj-czerwiec 2006 roku. Były to racjonalnie wyczekiwane skutki zmiany polityki pieniężnej, ale jeszcze bez pojawienia się tych realnych następstw. Wiemy, że polityka pieniężna oddziałuje na realną gospodarkę z dużym, sięgającym roku czy pięciu kwartałów opóźnieniem. Postrzegałbym pęknięcie całej tej globalnej bańki, które się rozpoczęło w 2007 roku jako opóźnioną o rok reakcję na decyzję Japończyków. Reakcja na wycofanie jest dwuetapowa. Najpierw jest korekta będąca świadomą reakcją inwestorów na oczekiwane skutki, po czym następuje wtórny wzrost. Tych efektów na razie nie ma. Trwa boom. Gospodarki napędzane wcześniejszą łagodną polityką dalej rozkręcają się siłą rozpędu, bezwładnością. W tym scenariuszu jesienią tego roku pojawiają się dane z gospodarki amerykańskiej o inflacji czy o stopie bezrobocia, które jednoznacznie pokażą członkom Fed-u, że pora kończyć QE. Znużeni czteroletnią

hossą inwestorzy dokonają kontrolowanego odwrotu, klasycznej letnio-jesiennej korekty. Po czym okaże się, że Fed zmniejszył skalę skupu, ale Japończycy dalej będą kupować. Być może EBC podejmie jakieś działania stabilizujące, być może Chińczycy zaczną ogłaszać jakieś plany wspierania gospodarki... Po tej korekcie surowce odbiją i wyobrażam sobie, że po tym wstrząśnięciu profilaktycznym, latem i jesienią będziemy mieli wtórną falę wzrostu...

PH: ...której towarzyszyć może euforia pod hasłem „Fed zacieśnia politykę, a w gospodarce dalej jest dobrze, więc kupujemy”.

WB: Inne skojarzenia to sekwencja z okresu 1997-1998, gdzie po kryzysie azjatyckim rynki rozwinięte wznawiają marsz i Rosja pada dopiero trzy kwartały później. Pytanie czy my się zdążymy między tymi bramkami zmieścić, czy teraz wykorzystamy ten czas do lata, żeby wyjść ponad szczyt hossy z 2011 roku? Jestem tu optymistą, tzn. zakładam, że na tej końcówce hossy nadrobimy sporą część tych zaległości i ten cykl nie będzie per saldo odbiegać od swoich poprzedników jakoś nadmiernie...

PH: ... czego sobie wszyscy życzymy. Dziękuję Ci za rozmowę.

Z Wojciechem Białkiem,
Głównym Analitykiem CDM Pekao S.A.
rozmawiał Paweł Homiński,
Członek Zarządu Noble Funds TFI S.A.

ZAPRASZAMY DO ZAPOZNANIA SIĘ Z NASZĄ OFERTĄ

KONTAKT

infolinia: 801 080 770 (koszt połączenia lokalnego)

telefon: (+48) 22 288 81 30

e-mail: biuro@noblefunds.pl

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Niniejsza informacja nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Fundusze nie gwarantują realizacji celów inwestycyjnych, ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Uczestnicy Funduszy muszą się liczyć z możliwością utraty co najmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa Funduszy uzależniona jest od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Fundusz oraz od wysokości opłaty manipulacyjnej i podatku od dochodów kapitałowych. Wartość aktywów netto Funduszy cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Możliwe lokaty ponad 35% wartości aktywów Noble Fund Skarbowy, Noble Fund Mieszany, Noble Fund Akcji, Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek, oraz Noble Fund Stabilnego Wzrostu Plus w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a w przypadku Noble Fund Timingowy oraz Noble Fund Global Return także w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez państwo członkowskie lub państwo należące do OECD. Szczegółowe informacje dotyczące Funduszy, w tym opis ryzyka inwestycyjnego, tabela opłat manipulacyjnych oraz inne koszty i opłaty obciążające Fundusze znajdują się w Prospekcie informacyjnym i Kluczowych Informacjach dla Inwestorów (KIID) dostępnych na stronie internetowej www.noblefunds.pl

* Przyznane oceny w skali od (*) do (*****) (ocena maksymalna) pochodzą z ratingu funduszy akcji uniwersalnych oraz funduszy akcji małych i średnich spółek Magazynu Forbes nr 04/2013. Oceny w ratingu powiązane są z wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości (dane za okres 1 roku: 30.12.2011-28.12.2012; 3 lat: 31.12.2009-28.12.2012; 5 lat: 28.12.2007-28.12.2012).