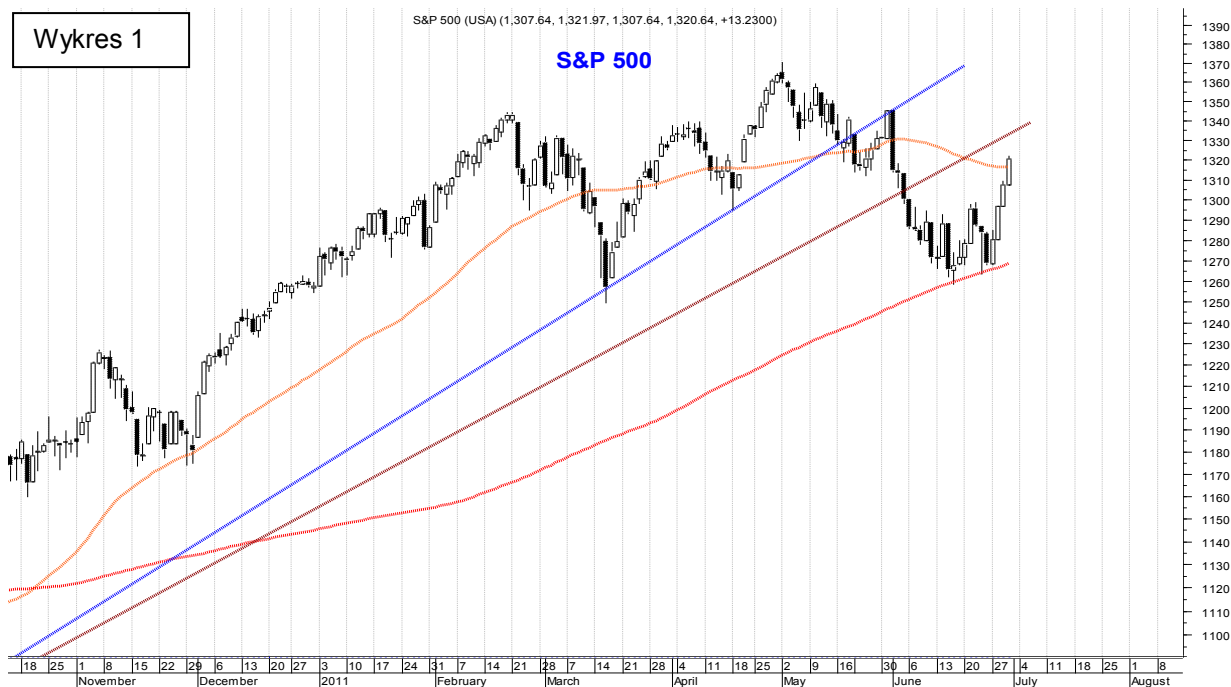


Chociaż czerwiec zakończył się dla głównego amerykańskiego indeksu akcji jedynie 2% spadkiem to sama ta liczba nie oddaje całej dramaturgii zdarzeń, jaka miała miejsce w tym, kończącym pierwszą połowę roku, miesiącu. Zaczął się on tak samo jak się zakończył, od mocnego uderzenia, najpierw podaży, a na końcu popytu. W międzyczasie, indeks zawisł w strefie niczyjej, pomiędzy hossą a bessą, tańcząc na 200-sesyjnej linii trendu. Jak się ostatecznie okazało amerykańska giełda zdołała wybronić się przed wpadnięciem w schemat, który dwukrotnie w ciągu minionej dekady definiował rozpoczęcie długiej i znaczącej korekty. Rynek akcji wyszedł zwycięsko z tej potyczki. Przynajmniej w pierwszej rundzie (wykres 1).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

W nieco gorszych nastrojach, żegnają się z wiosną krajowi inwestorzy, którzy jeszcze do połowy czerwca mogli być zadowoleni z zachowania się polskiej giełdy na tle konkurencyjnych parkietów. Zdziwiająco długo trwający trend wzrostu siły krajowych akcji został dość boleśnie przerwany w ostatnich dwóch tygodniach.

Polskie indeksy nie po raz pierwszy zachowują się inaczej niż główne rynki światowe czy też wschodzące, ale ponieważ moment, w których decydujemy się oderwać od otaczającej nas rzeczywistości wydaje się być wybierany losowo, inwestowanie na naszej giełdzie jest lekko frustrującym zajęciem. Najpierw przez połowę miesiąca staliśmy praktycznie w miejscu, podczas gdy S&P 500 witał się ze swoją 200 sesyjną średnią, po raz pierwszy (1250 pkt.). Następnie, przez nikogo niezmuszani, postanowiliśmy nie być gorsi i również WIG20 zaczął szybkim krokiem zmierzać do tej długoterminowej średniej. W efekcie z początkowej siły naszego parkietu nie pozostał nawet ślad (wykres 2).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

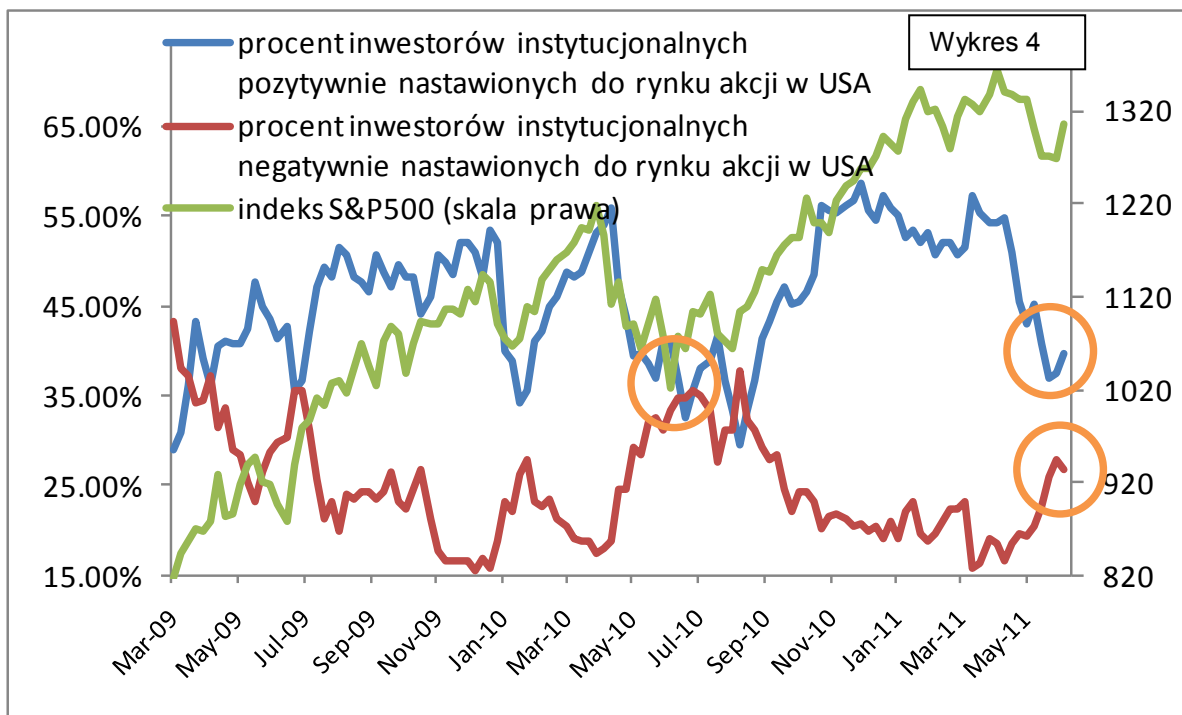
Co gorsza, zarówno szeroki rynek, jak i indeks dużych spółek znalazły się ponownie w strefie męczącej konsolidacji, w którą weszliśmy w październiku ubiegłego roku, a opuściliśmy na początku kwietnia. Wtedy wydawało się, że wybiecie z tego bocznego trendu wyniesie nas na dobre ponad poziom 2800 punktów na WIG20. Niestety okazało się, że siła grawitacji ściąga nas nieubłaganie do środka przedziału 2600-2800 punktów (wykres 3).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Sposób, w jaki poradzimy sobie z wyjściem z tego obszaru o cechach „czarnej dziury” zależy od tego, jaką formę przyjmie końcówka kilkumiesięcznej korekty na amerykańskim rynku akcji.

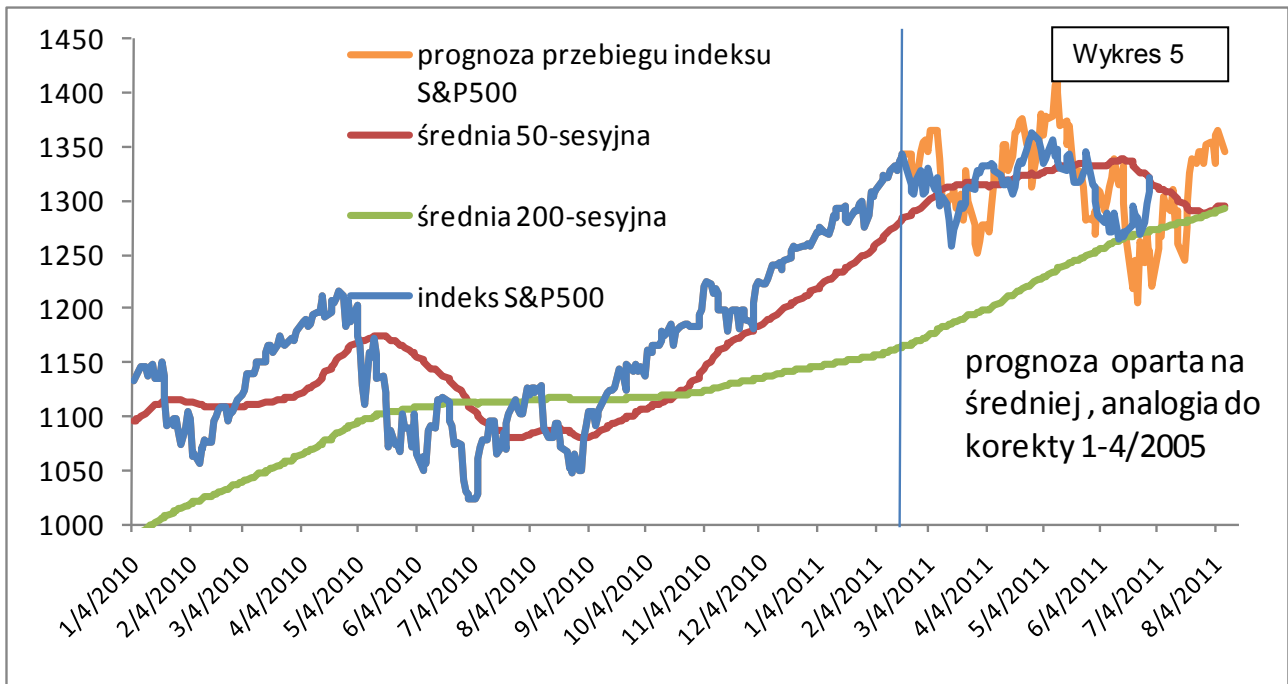
Generalnie zakładam, że zgodnie ze schematem korekt z pierwszego półrocza 2005 i 2010 roku jesteśmy właśnie w fazie ustanawiania dołka rynkowego przed rozpoczęciem kolejnej, dłuższej fali wzrostowej. Jednak proces „uklepywania” tego dołka może przybrać różną postać i nie wydaje mi się, żeby mogłoby się to obyć bez zejścia poniżej poziomów wyznaczonych przez 200-sesyjną średnią dla amerykańskiego indeksu. W czerwcu inwestorzy najedli się trochę strachu, chociaż S&P500 tylko dotknął tej linii wsparcia (wykres 4).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Moim zdaniem, scenariusz, w którym rynek w USA zakończył testowanie cierpliwości i wiary inwestorów w czerwcu i zmierza właśnie do ustanowienia nowych szczytów w ciągu najbliższych kilku tygodni jest zbyt optymistyczny i uproszczony. Jestem bardziej przywiązany do wersji, w ramach której indeks S&P500, przynajmniej na chwilę, zostanie pokonany przez swoją 200-sesyjną średnią i uzna jej wyższość. Dokładnie taka nauka płynie z historycznych analogii, które traktuję, jako najbardziej właściwe do porównania z obecnym stanem rynku, czyli z korekt z lat 2005 i 2010.

W pierwszym przypadku, zejście poniżej średniej powinno skończyć się dla amerykańskiego indeksu tylko niewielkim spadkiem, a poziom 1200 punktów wyznaczy twarde dno dla rynku akcji na kolejne miesiące. Posługując się tą wersją zdarzeń (z 2005 roku) S&P500 bardzo szybko odzyskuje wigor i po chwilowym zamieszaniu wokół długoterminowej średniej rozpoczyna marsz na szczyty (wykres 5).



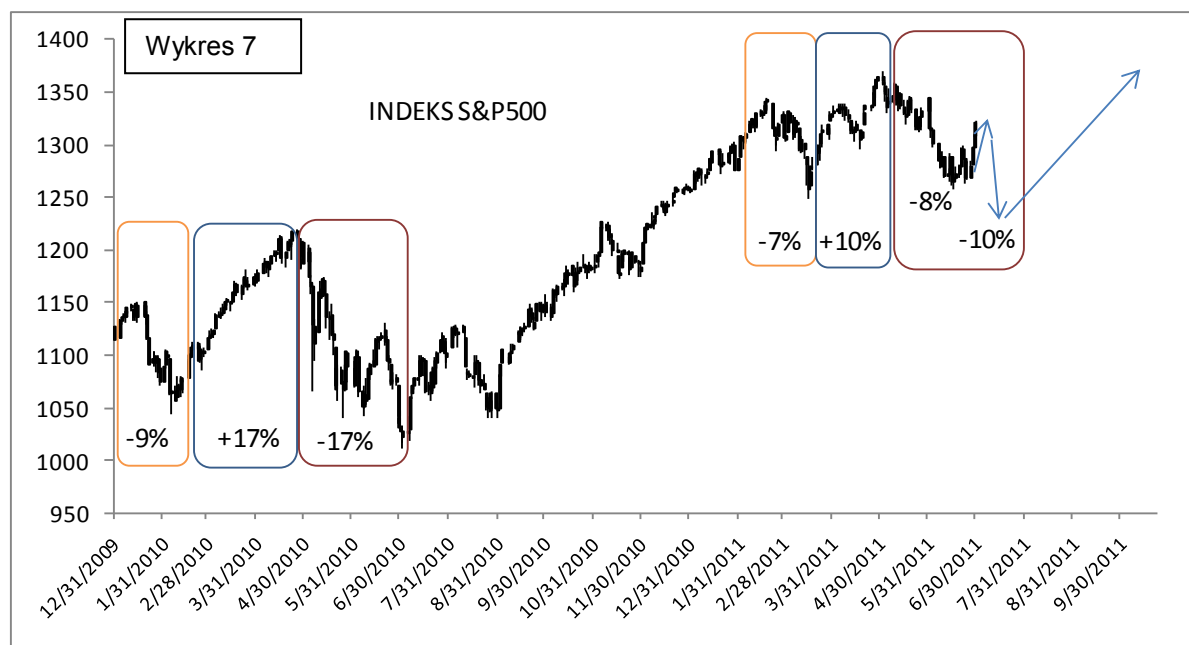
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W przypadku zastosowania dokładnej analogii do ubiegłorocznej korekty, spadki na rynkach akcji musiałyby być nieco dłuższe i głębsze (wykres 6).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

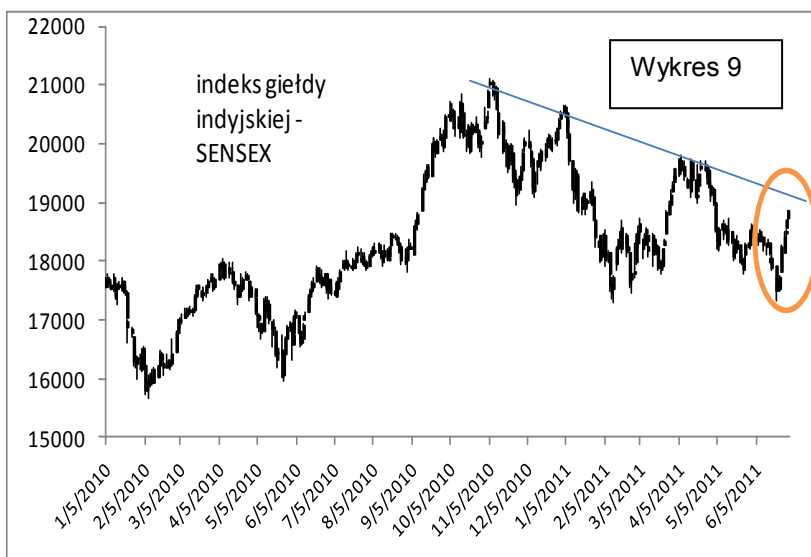
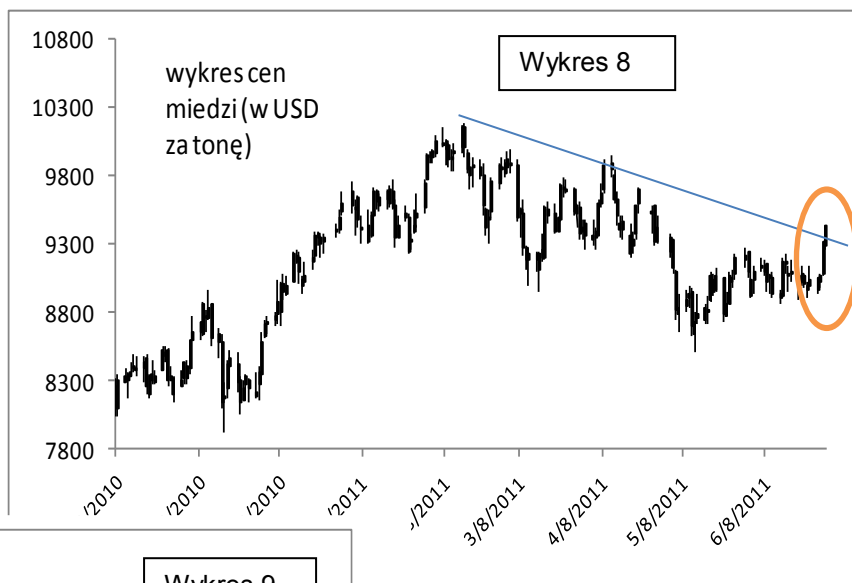
Na szczęście, przyglądając się bliżej przebiegowi obecnej korekty oraz tej z wiosny 2010 roku, można dojść do wniosku, że w rzeczywistości mamy do czynienia ze słabszą wersją ubiegłorocznej przeceny. Jest to w gruncie rzeczy fraktalne odbicie pierwowzoru, tylko w mniejszej skali. Przyjmując, że to porównanie ma jakieś podstawy można oszacować zasięg obecnej korekty na poziomie 1200-1220 punktów (wykres 7).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Po lekkich modyfikacjach obie historyczne analogie dają podobne rezultaty. Druga runda konfrontacji pomiędzy średnią a indeksem powinna zakończyć się chwilowym zwycięstwem tej pierwszej. Dołek powinniśmy ustanowić dość szybko, ale wyraźny powrót do trendu wzrostowego może zająć rynkowi trochę czasu, w zależności od przyjętego scenariusza. Najlepsze jest to, że niezależnie, którą wersję wybierzemy, w drugiej połowie roku będziemy mieli atak na tegoroczne szczyty i co ważniejsze, ich przekroczenie.

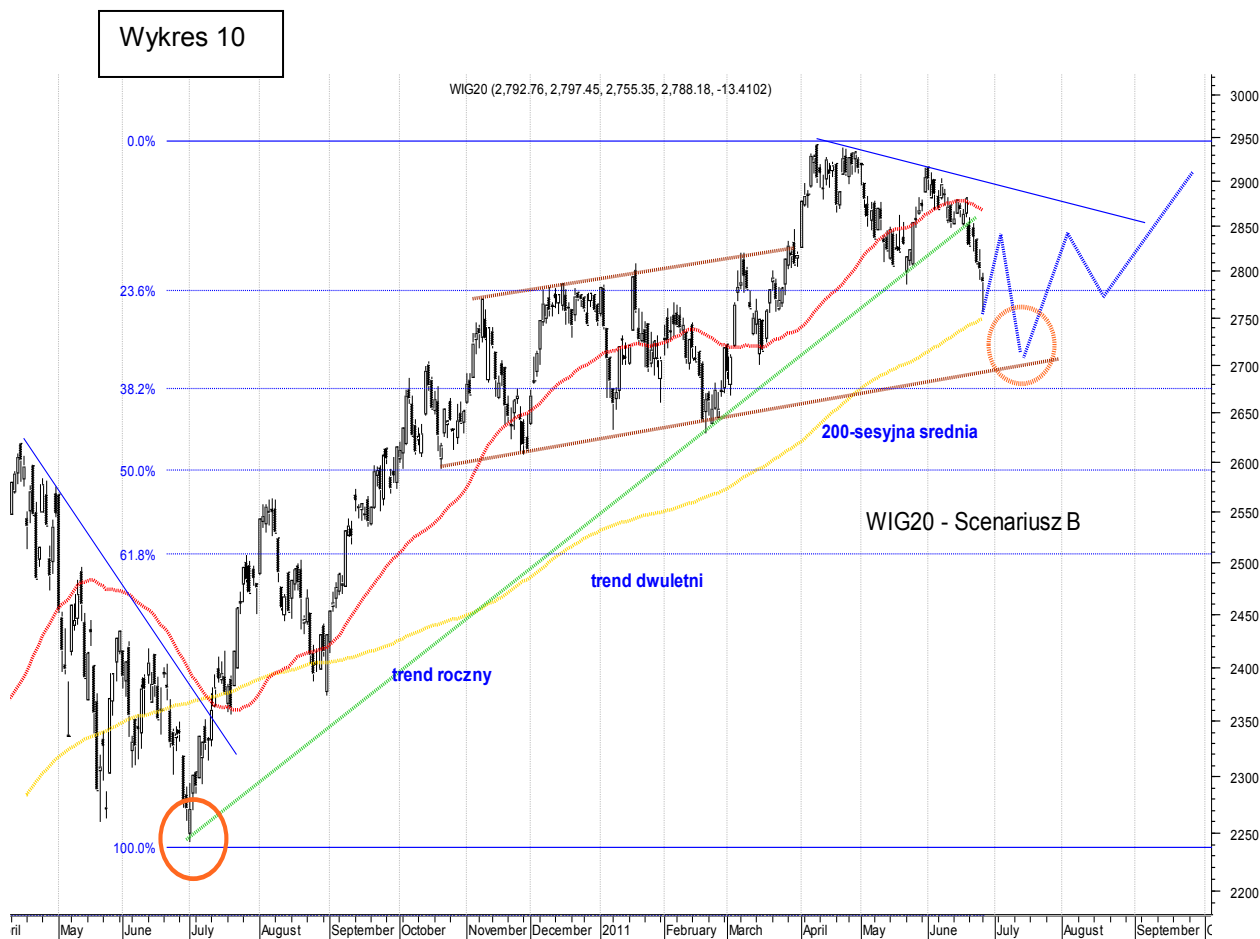
Ostatni tydzień czerwca przyniósł dodatkowy argument za takim scenariuszem. Silne wzrosty na dwóch indeksach, które od dłuższego czasu przeżywały „rynkową smutę”, cenach miedzi oraz indeksie indyjskiego parkietu (Sensex), mogą sugerować, że okres korekty na ryzykownych aktywach ma się ku końcowi (wykresy 8 i 9).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc powyższe argumenty pod uwagę, pokusiliśmy się, jak co kwartał, o stworzenie trzech rynkowych scenariuszy na najbliższe kilka miesięcy.

W scenariuszu bazowym, któremu przypisujemy najwyższe prawdopodobieństwo, zachowanie się WIG20 jest zgodne ze wzorem, który wybraliśmy dla amerykańskiego indeksu na podstawie historycznych analogii. Według tej wersji indeks dużych spółek jeszcze raz zmierzy się ze swoją 200-sesyjną średnią i ulegnie jej na moment, ustanawiając dno na poziomie 2700 punktów (odpowiednik 1220 punktów dla S&P500). Reszta lata przebiegnie nam pod znakiem wspinaczki w kierunku kwietniowych szczytów. Dotarcie w te rejony powinno nastąpić już we wrześniu (wykres 10).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

W scenariuszu bardziej optymistycznym, trend wzrostowy rozpoczął się już w czerwcu, w związku, z czym nie powinno dojść do kolejnego ataku na 200-sesyjną średnią. Fala wzrostów powinna trwać przez całe wakacje, a ustanowienie nowych tegorocznych szczytów będzie możliwe już we wrześniu. W tej wersji wydarzeń próba przebicia 3000 punktów na WIG20 jest w zasięgu rynku akcji jeszcze w trakcie trzeciego kwartału (wykres 11).





Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Zgodnie ze świecką tradycją przedstawiamy także rezultat naszych poprzednich przemysłów, scenariusz bazowy na drugi kwartał i rzeczywisty przebieg indeksu.

Co ciekawe, stworzona pod koniec marca projekcja zachowania się WIG20, okazała się dość trafna, przynajmniej z grubsza. Mam nadzieję, że dobra passa prognostyczna jeszcze nas nie opuściła i dając czytelnikom scenariusz na kolejny kwartał wyznaczamy w gruncie rzeczy rzeczywisty przebieg indeksu (wykres 13).



Źródło: MetaStock, obliczenia własne

Oczywiście, podstawowym założeniem, jakie czynimy przy sporządzaniu powyższych prognoz na najbliższe miesiące jest powtórzenie się scenariusza ekonomicznego z ubiegłego roku. Co oznacza, że nie zmaterializuje się czarny scenariusz dla światowego wzrostu gospodarczego.

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy napłynęło na rynki finansowe wiele informacji, które stawiają perspektywę kontynuacji odbicia w gospodarce światowej, w dość kiepskim świetle.

Te niepokojące sygnały są na tyle wyraźne, że stały się wiodącym tematem w wielu opiniotwórczych mediach. Pierwsze strony gazet kwestionują, zarówno siłę dotychczasowego odreagowania na świecie, jak i możliwość wyraźnej poprawy tej sytuacji (okładki poniżej).



Investors



Okładka pisma „The Economist” z 18/06/2011

Okładka pisma „TIME” z 20/06/2011

W podobnym tonie wypowiedzieli się ekonomiści i analitycy w czasie wiosennej przeceny w 2010 roku. W tamtym czasie modnym sformułowaniem stało się „podwójne dno recesji”, do którego według wielu komentatorów niechybnie zmiierzaliśmy (okładki poniżej).



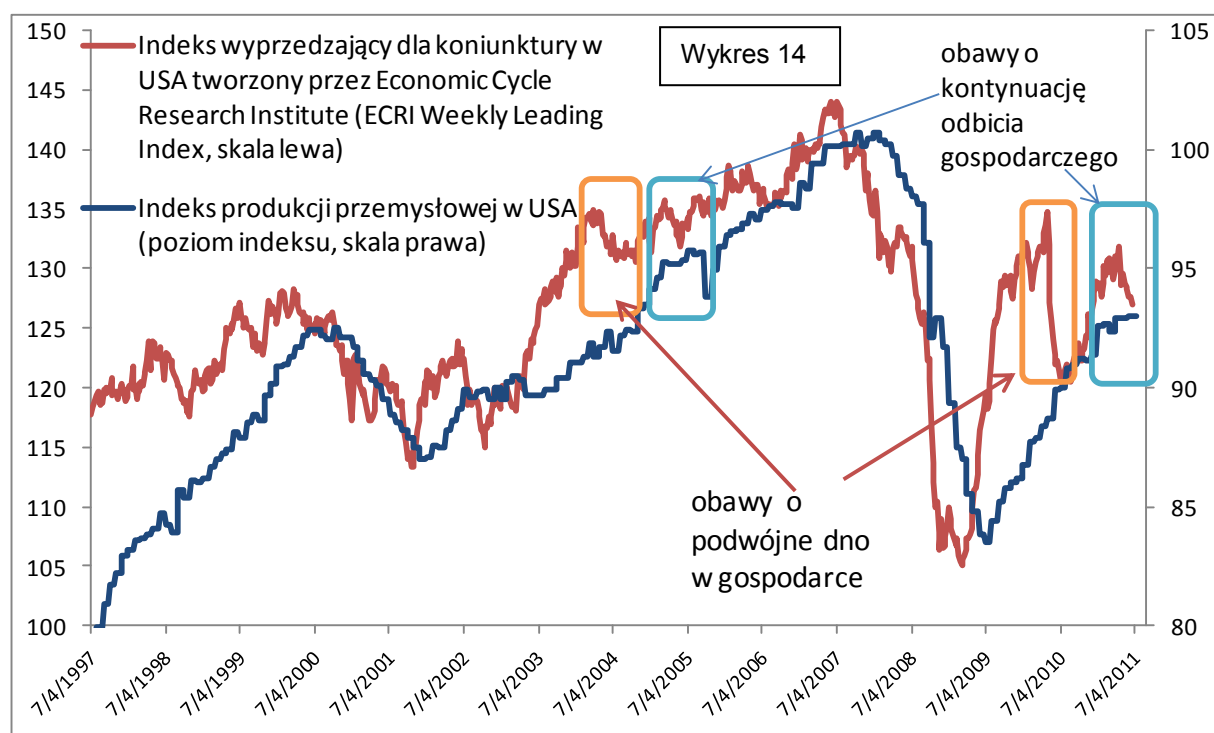
Okładka pisma „The Economist” z 29/05/2010

Okładka pisma „TIME” z 26/07/2010

Jednak, w ciągu kolejnych kilku miesięcy, okazało się, że nie było powodów do rozdzierania szat. Gospodarka światowa nie zawróciła ze wzrostowej ścieżki, a drastycznie wyglądający spadek niektórych wskaźników wyprzedzających koniunkturę (np. ECRI) został szybko zanegowany.

Ubiegłoroczna sytuacja przypominała obawy i prognozy, jakie rozprzestrzeniały się wśród inwestorów w 2004 roku, w czasie wychodzenia z poprzedniej recesji.

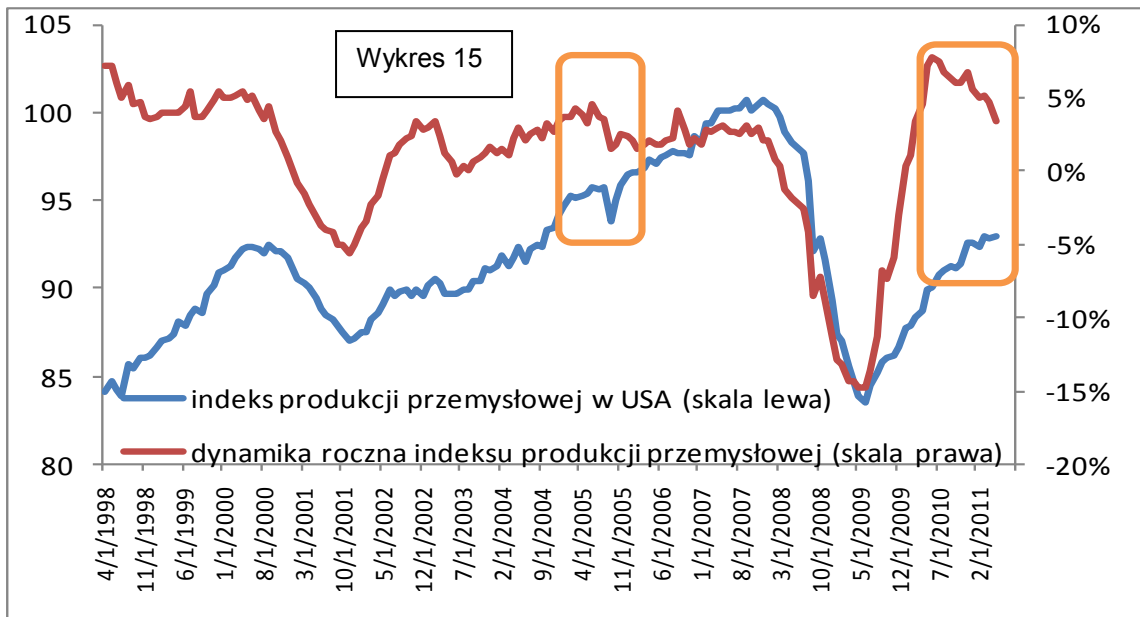
Ponieważ, powyższa analogia okazała się trafna w przewidywaniu sytuacji gospodarczej na świecie w drugim półroczu 2010 roku, to wydaje się sensowne, aby iść za ciosem oraz uznać obecną korektę i spowolnienie za odzwierciedlenie sytuacji z kolejnego, 2005 roku (wykres 14).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

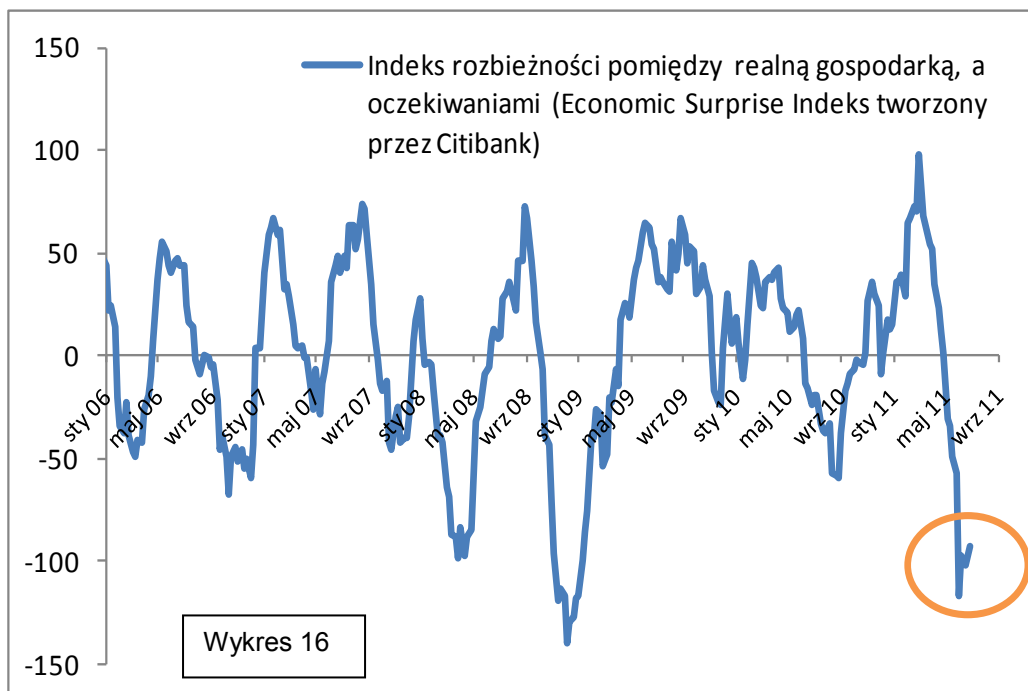
Chociaż dynamika wzrostu gospodarczego, a w szczególności produkcji przemysłowej wyraźnie maleje, to wzrost nominalnej wartości wskaźników ekonomicznych (lub przynajmniej ich stabilizacja) powinien być kontynuowany.

Na razie, nie biorę pod uwagę możliwości wejścia gospodarki w fazę nominalnego spadku produkcji, konsumpcji czy też wartości zamówień w przedsiębiorstwach (wykres 15).



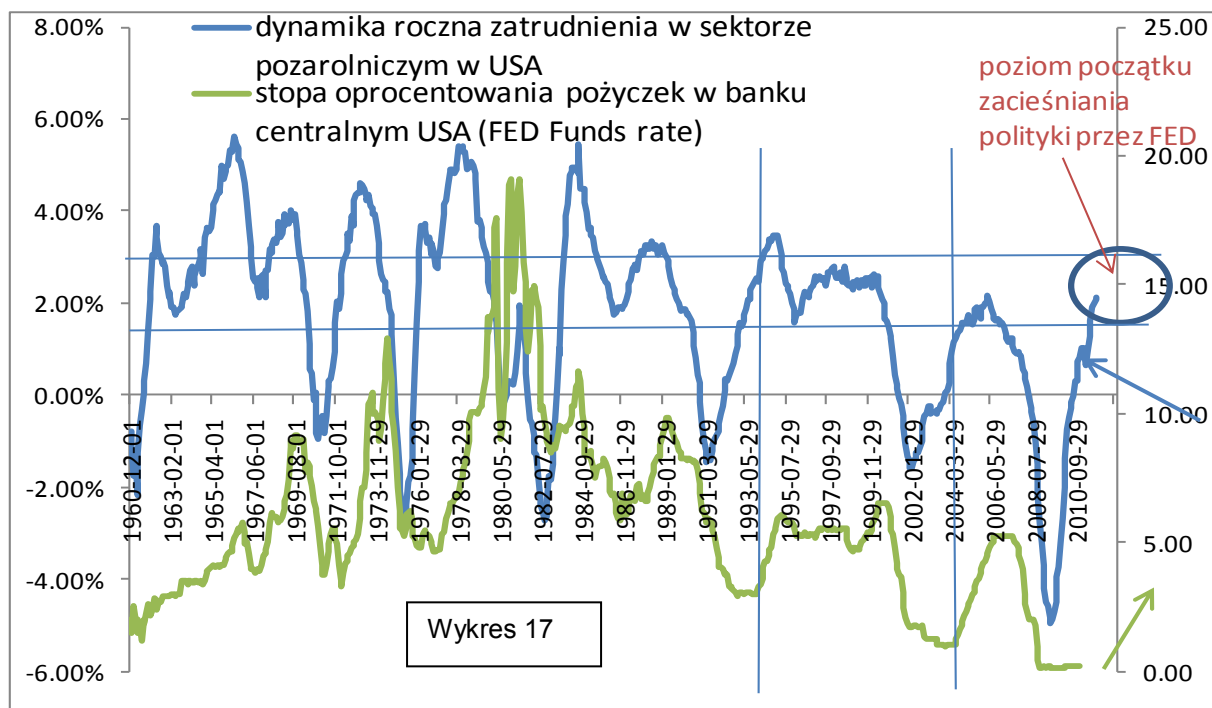
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Tym bardziej, że dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich dniach czerwca mogą sugerować, że szczyt negatywnego sentymentu do perspektyw gospodarczych i tym samym dołek w rozbieżnościach pomiędzy faktycznymi danymi, a oczekiwaniami analityków, mamy już za sobą (wykres 16).



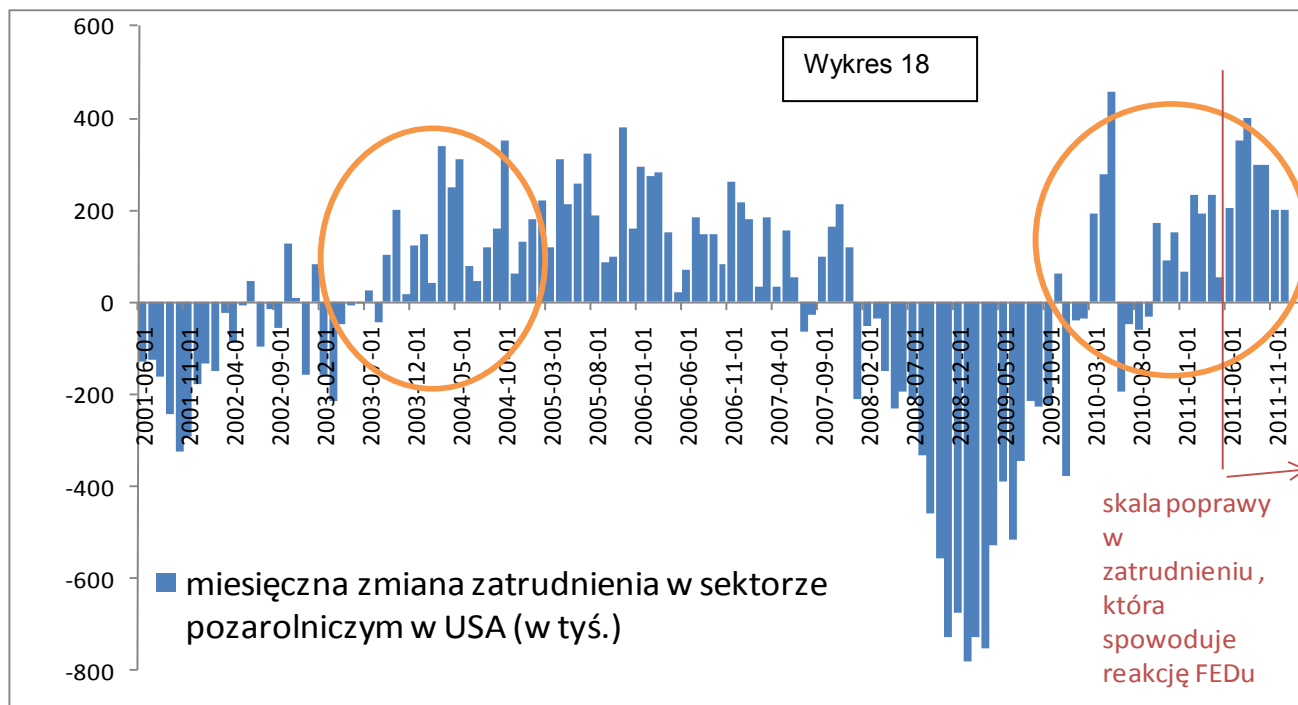
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Również FED dostrzega niebezpieczeństwo zmniejszania się tempa wzrostu gospodarczego w USA, lecz traktuje to zjawisko, jako przejściowe, wywołane tymczasowymi przyczynami. Zdecydowanie większą wagę szefostwo Rezerwy Federalnej przywiązuje do wzrostu zatrudnienia, które ostatnio dostało pewnej zadyszki. Biorąc pod uwagę historię działań podejmowanych przez FED w ciągu poprzednich dwóch cykli, do rozpoczęcia okresu podwyżek stóp procentowych nie dojdzie jeszcze w tym roku. Aby wywołać zdecydowaną reakcję amerykańskich władz monetarnych, zatrudnienie w USA powinno wzrastać, co najmniej o 2% rocznie (obecnie to poniżej 1%) (wykres 17).



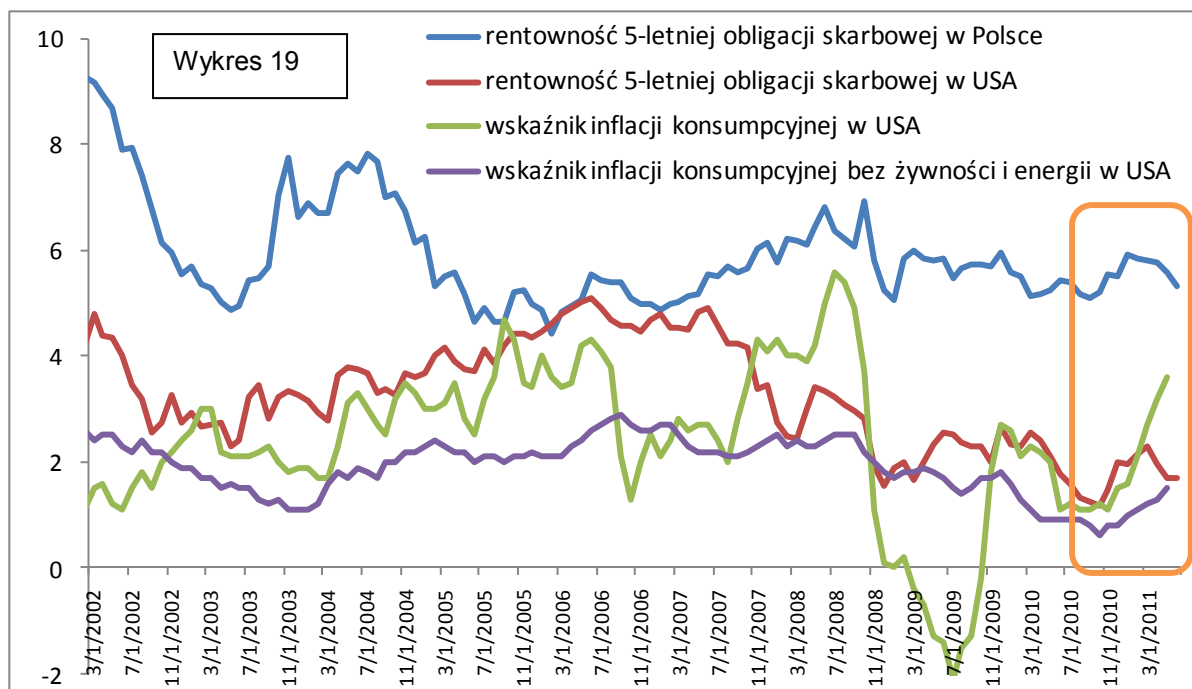
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Miesięczne przyrosty nowo zatrudnionych musiałyby być większe niż średnia z ostatniego roku, aby spowodować „pożądany” efekt (wykres 18).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

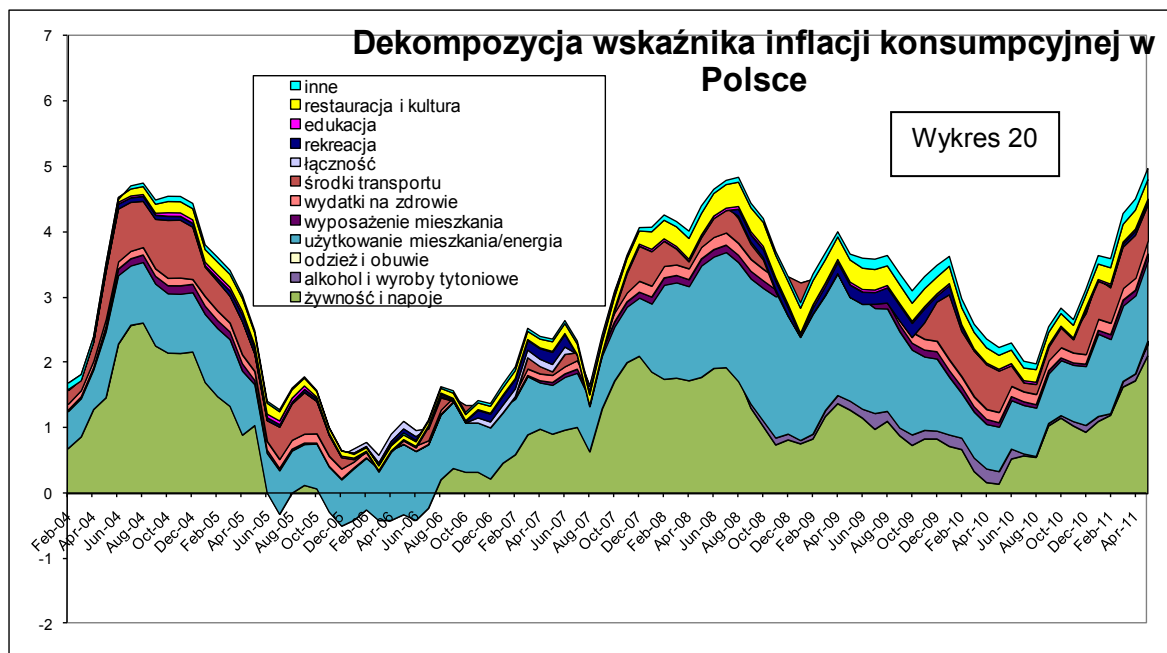
Kolejnym, istotnym elementem, który zmniejsza konieczność rychłej zmiany w nastawieniu FEDu do polityki monetarnej, jest prognozowany w kolejnych miesiącach trend w inflacji. Trend, który pomimo ustanowienia przez wskaźniki inflacji najwyższych od kilku lat poziomów, zacznie się niebawem odwracać. Zresztą, rynki obligacji już dziś dyskontują ten właśnie scenariusz. Obserwowane w ostatnich miesiącach spadki rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji długoterminowych, pomimo rosnącej inflacji, nie są jedynie rezultatem ucieczki w bezpieczne papiery w obawie przed Grecją. Gdyby tak było polskie obligacje skarbowe nie notowałyby wzrostów cen (spadku rentowności) (wykres 19).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

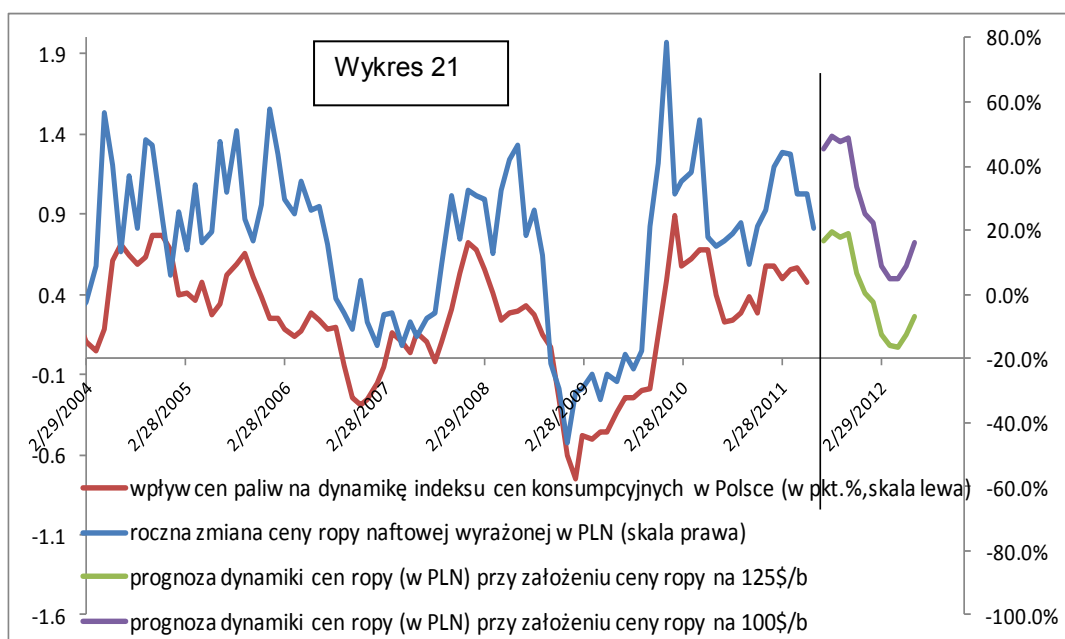
Ponieważ, obecny fenomen wzrostu cen jest zjawiskiem globalnym i opiera się na podobnym zestawie odpowiedzialnych za to czynników, najbliższą przyszłość zjawisk inflacyjnych możemy prześledzić na podstawie naszej własnej wersji inflacji, która jest już tak sławna, że zyskała nawet własną nazwę – „Drożyzna”.

Z prostej dekompozycji wskaźnika cen konsumpcyjnych wiemy, że za 5%-owym wzrostem inflacji kryją się trzy podstawowe elementy: ceny transportu (w gruncie rzeczy paliw), żywności oraz koszty użytkowania mieszkania (wraz z energią). Pozostałe składowe mają marginalne znaczenie dla wzrostu cen. Wpływ kosztów użytkowania mieszkania na inflację zawsze był duży i trudno się spodziewać, aby miał się istotnie zmniejszyć w kolejnych miesiącach (wykres 20).



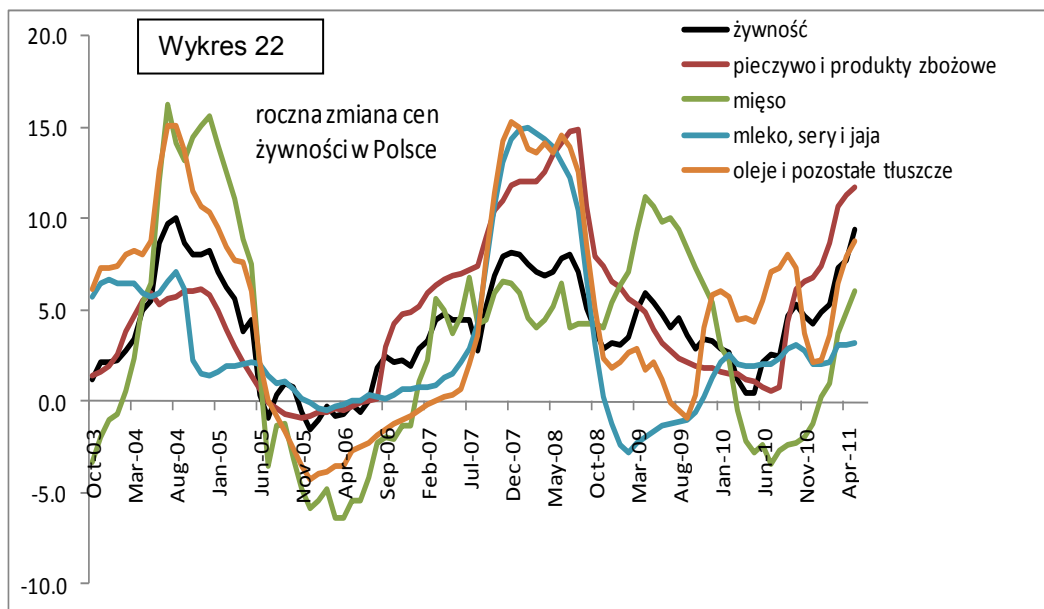
Źródło: GUS, obliczenia własne

Inaczej wygląda to w przypadku cen paliw, których znaczenie dla inflacji zmienia się wraz z ruchami na cenach ropy. Ich duża zmienność powoduje, że w rocznych porównaniach wpływ paliw na inflację może być, zarówno dodatni, jak i ujemny. Biorąc pod uwagę ostatnie zachowanie się cen ropy oraz roczny przebieg jej notowań, można z dużą dozą pewności określić, w jakim stopniu wpłynie ona na roczną dynamikę koszyka cen konsumpcyjnych (wykres 21).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podobny schemat można zastosować do cen żywności, której wzrost w ostatnim roku w największym stopniu wpłynął na poziom inflacji (wykres 22).



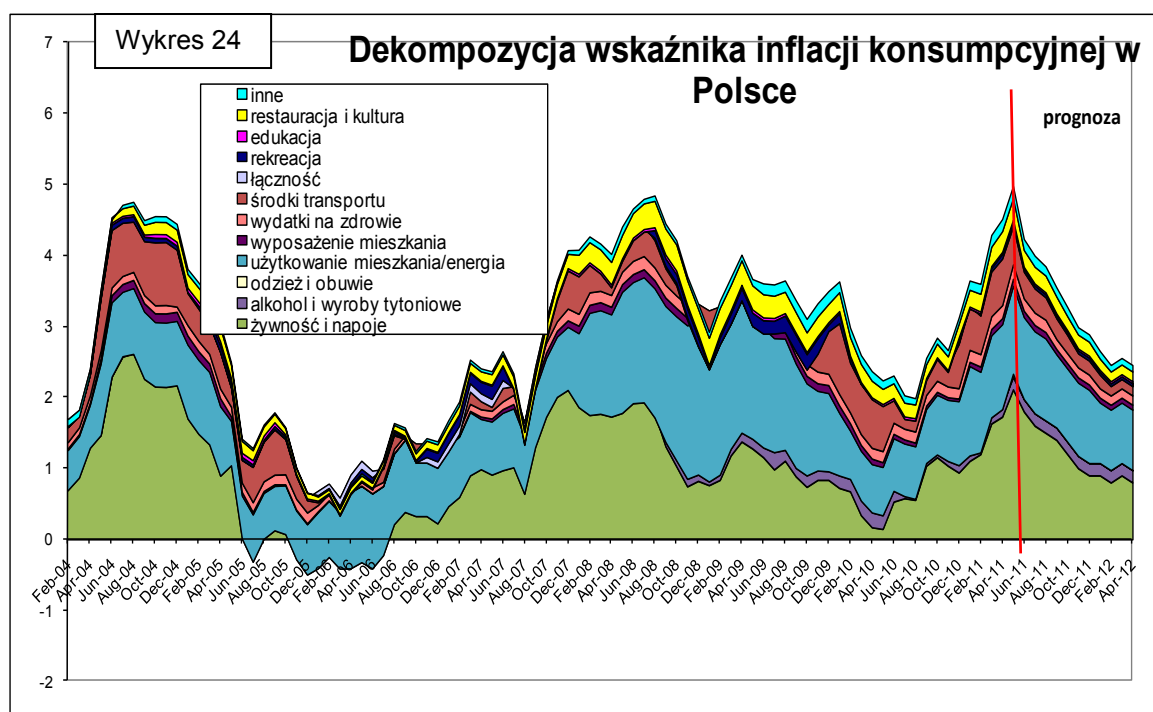
Źródło: GUS, obliczenia własne

Chociaż wzrost cen żywności objął praktycznie większość produktów rolnych, wydaje się, że notowania pszenicy mogą być traktowane, jako dobry reprezentant całego spektrum towarów. Podobnie, jak w przypadku cen ropy prognoza rocznej dynamiki cen pszenicy nie pozostawia wątpliwości, że szczyt wpływu cen żywności na poziom inflacji mamy już za sobą (wykres 23).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykorzystując powyższe zależności i stosując kilka mniej istotnych założeń można oszacować, że inflacja w naszym kraju powinna spaść z dzisiejszych 5% poniżej 3% w ciągu najbliższych 9 miesięcy. Co prawda niewiele się zmieni, jeżeli chodzi o poziom cen, jakie musimy płacić w sklepach lub na stacjach benzynowych, ale przynajmniej medialnie, walka z „Drożyną” zostanie wygrana (wykres 24).



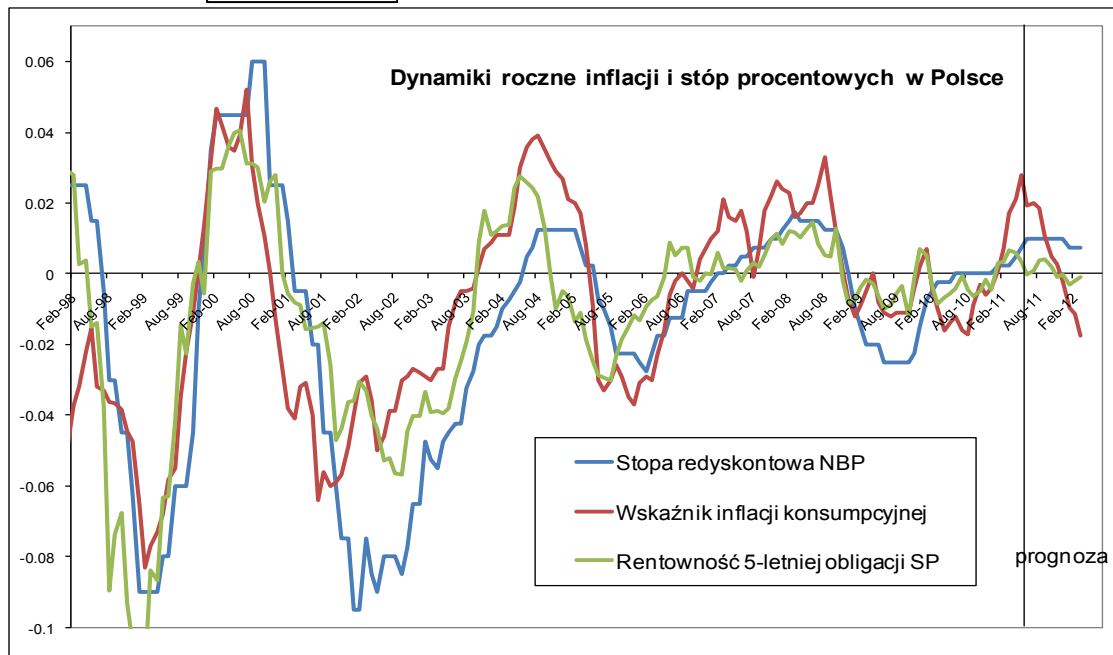
Źródło: GUS, obliczenia własne

To powinno wystarczyć, żeby powstrzymać RPP przed dalszymi podwyżkami stóp procentowych i utrzymać rentowność dłuższych obligacji skarbowych blisko obecnych poziomów (5,20 – 5,70% dla polskiej 5-latki) (wykresy 25 i 26).

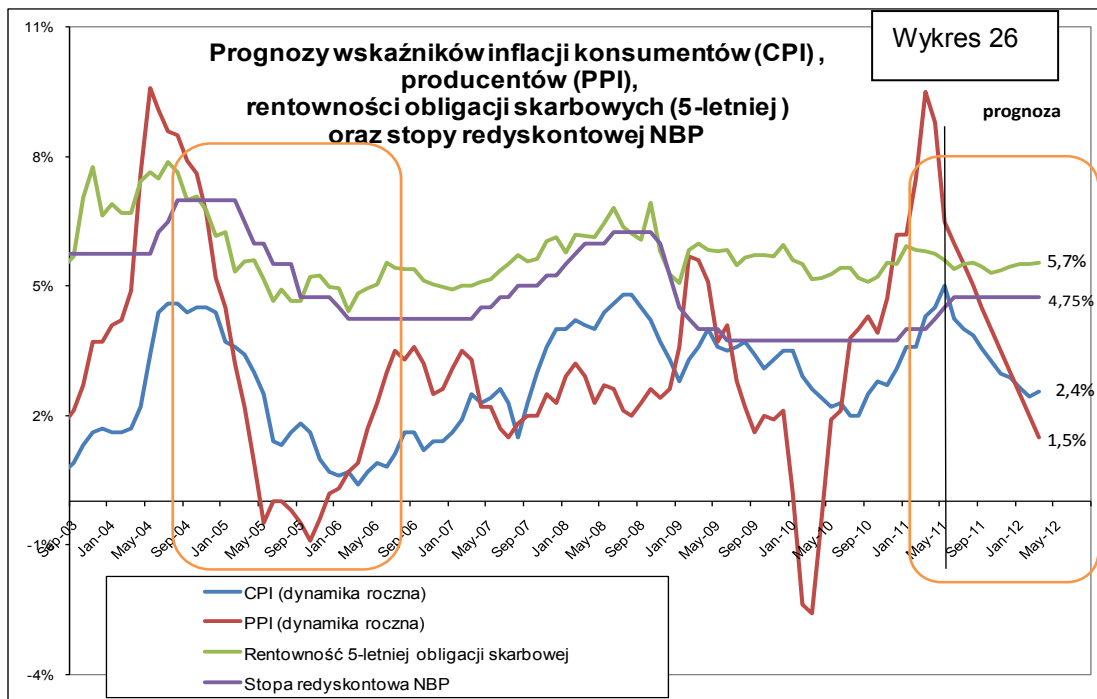
Ponieważ, w dalszym ciągu obstawiam, że najbliższe lata będą charakteryzować się wzrastającą presją inflacyjną i to w coraz szerszym zakresie, najbliższy spadek dynamiki cen konsumpcyjnych uznaję za chwilowy, podobnie jak chwilową naturę ma obecne spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie.



Wykres 25



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

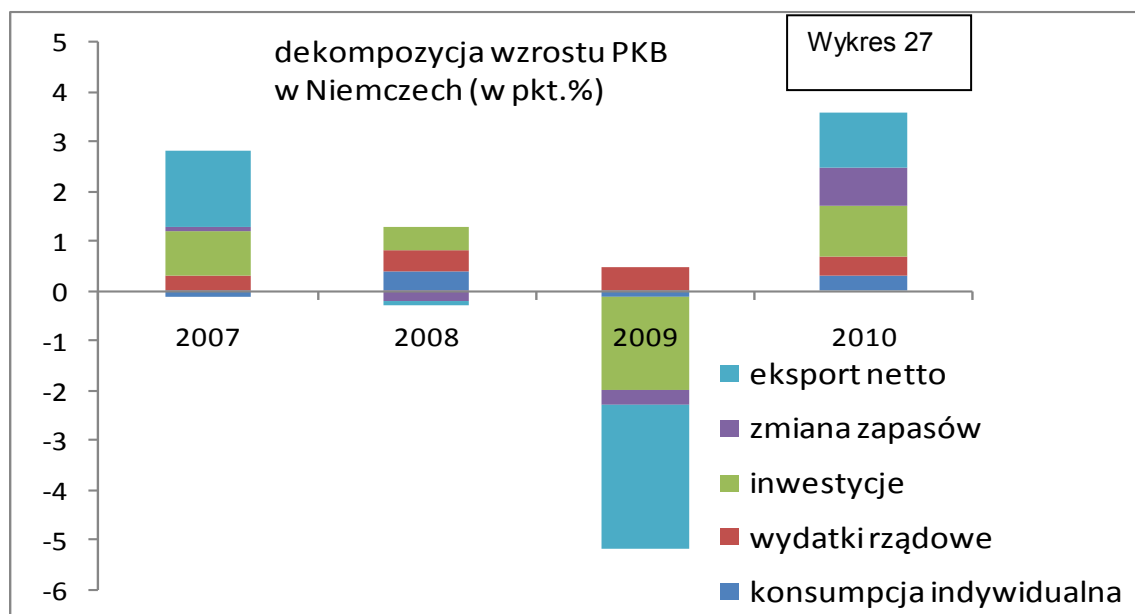
Dodatkowym czynnikiem, który łączy obie wiosenne korekty, ubiegłoroczną i obecną, jest kolejna odsłona kryzysu zadłużeniowego w Europie (okładki poniżej).



Okładka pisma „The Economist” z 25/06/2011    Okładka pisma „The Economist” z 01/05/2010

Ponieważ, analiz sytuacji w Grecji pojawiło się ostatnio całe mnóstwo, do czego też się przyczyniłem w komentarzu tygodniowym z 20 czerwca, nie będą zanudzał czytelników rozważaniami na temat „wyższości” północy naszego kontynentu nad nieroztropnym, leniwym i rozrzuconym południem Europy.

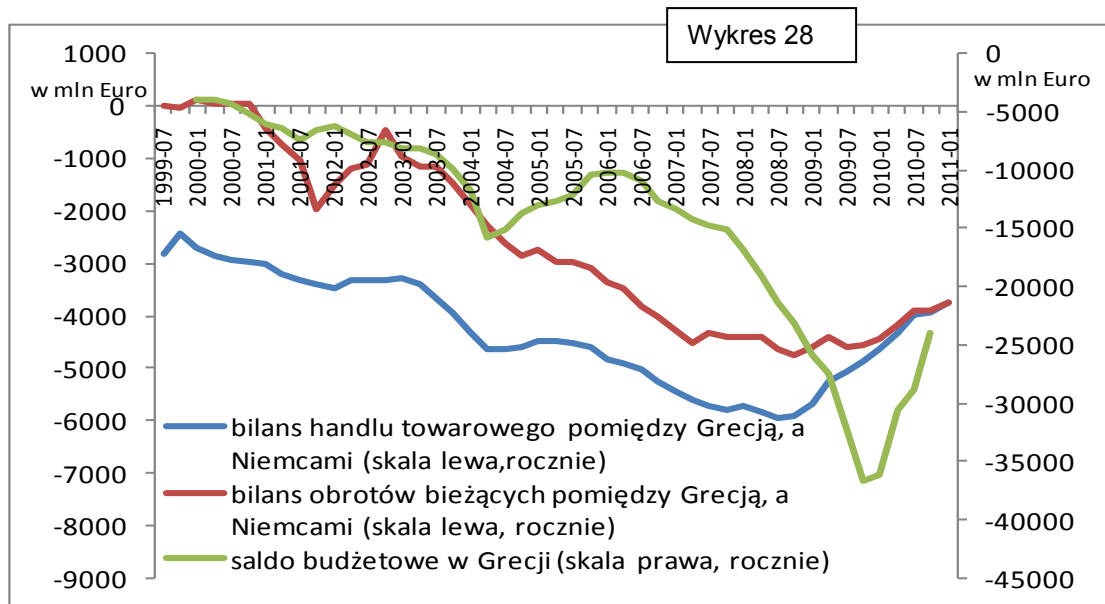
Skupmy się na chwilę na gospodarce, która stanowi prawdziwy wzór do naśladowania i jest dumą europejskiej wspólnoty niemieckiej. Co umożliwiło naszemu zachodniemu sąsiadowi tak silne odreagowanie po dość drastycznym spadku PKB w apogeum ostatniego kryzysu (wykres 27)? Czy Grecja miała szansę na podobny wyczyn, który pozwoliłby zmniejszyć deficyt budżetowy?



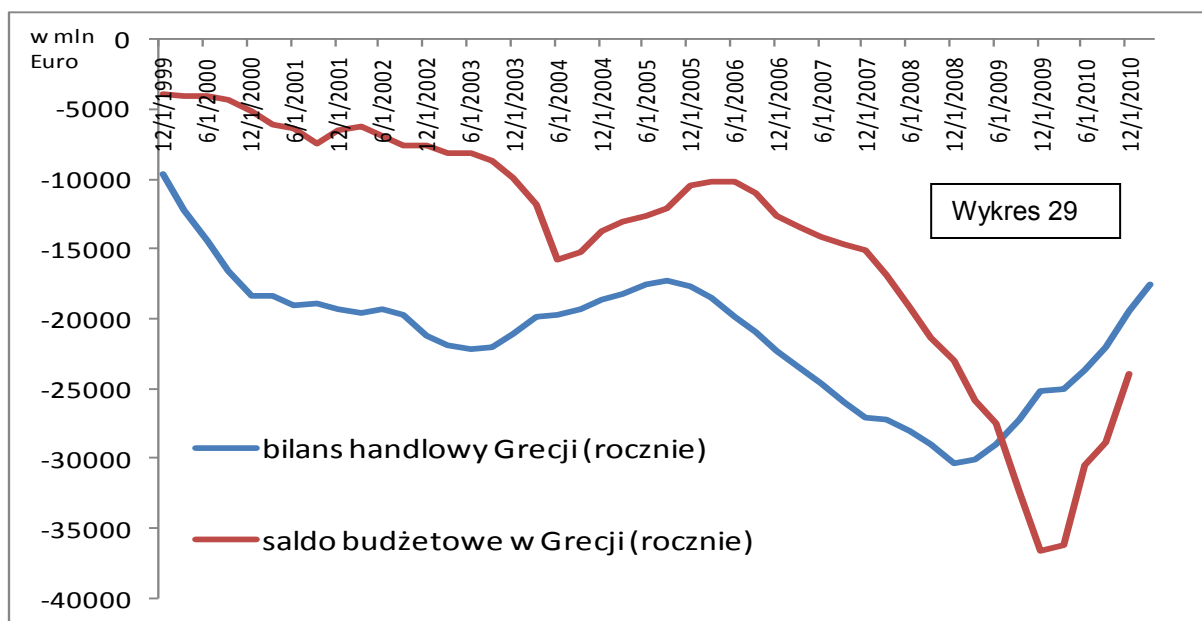
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wydaje się, że jednym z kluczowych aspektów, przy porównaniu potencjału do odbudowy gospodarki, jest odmienna struktura wytwarzanych, przez oba kraje, dóbr i usług. Niemcy mogą się pochwalić prawie 28% udziałem przemysłu w formowaniu krajowego PKB, w którym pracę ma około 30% zatrudnionych. Dla Grecji jest to odpowiednio 17,6% PKB i 22% zatrudnionych. To dość spora różnica, gdy uwzględni się jeszcze 46% udział niemieckiego eksportu w krajowym produkcie brutto, w stosunku do 20% w przypadku Grecji.

Przy okazji, bazując na znanej z teorii ekonomii relacji deficytu budżetowego i handlowego ( $M-X = (I-S) + (G-T)$  czyli import netto = inwestycje pomniejszone o oszczędności plus deficyt budżetowy), można stwierdzić, że Niemcy, już od lat, walnie przyczyniają się do istnienia permanentnej, greckiej dziury budżetowej. Nie twierdzę, że Niemcy są współtwórcą obecnych problemów, ale strukturalne uzależnienie greckiej gospodarki od importu (20% importu stanowi ropa i pochodne) wymusza niejako strukturalne istnienie deficytu budżetowego (wykresy 28 i 29).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

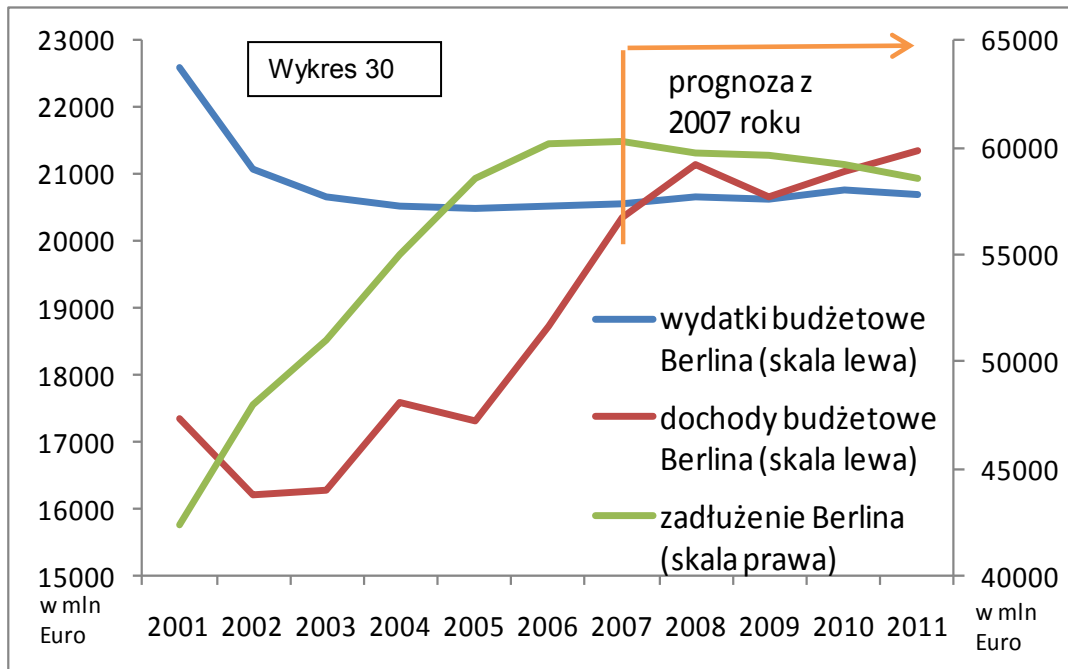
Gdy nie ma się praktycznie przemysłu, natomiast eksport jest tylko dodatkowym wagonem, a nie lokomotywą gospodarki, ciężko jest wydobyć się z kryzysu. W szczególności, z kryzysu bankowego, w którym to nie przedsiębiorstwa przemysłowe, ale sektor usług finansowych był głównym winowajcą. Natomiast, grecka gospodarka opiera się w prawie 80 % na usługach, które w znacznej mierze skierowane są na segment turystyczny (od 15 do 25% PKB jest generowanych z turystyki). Gospodarki o takiej strukturze nie da się rozpędzić z dnia na dzień. Trudno jest, także poradzić sobie z narosłymi problemami natury budżetowej i zadłużeniowej.

Najlepszym przykładem niech znowu będą Niemcy, a w zasadzie jedna z czołowych aglomeracji tego kraju, która od dekady mierzy się z podobnymi zagrożeniami jak Grecja, ale w mniej widowiskowy sposób. Tym miastem jest oczywiście Berlin. Podobnie jak Grecja, Berlin jest w 80% uzależniony od sektora usług, w tym w znacznej mierze od turystyki. Dodatkowo, stopa bezrobocia sięga tam 14%, a w Grecji prawie 16%. Chociaż zadłużenie Berlina w stosunku do wytworzonego PKB to zaledwie 70% (Grecja 150%), to już stosunek zadłużenia do osiągniętych dochodów budżetowych jest dość podobny, w Berlinie wynosi 320%, a w Grecji 350%. Nic więc dziwnego, że obsługa tego długu w obu przypadkach stanowi około 10% całkowitych wydatków budżetowych.

Powyższe dane oraz jeszcze kilka innych argumentów przemawiają za twierdzeniem, że Berlin był i jest dla Niemiec podobnym wyzwaniem jak Grecja dla Unii Europejskiej. Co prawda, Grecy mają „szczęście” znaleźć się obecnie na pierwszych stronach wszystkich światowych gazet i magazynów, natomiast problemy Berlina nie były i nie są przedmiotem medialnej wrzawy.

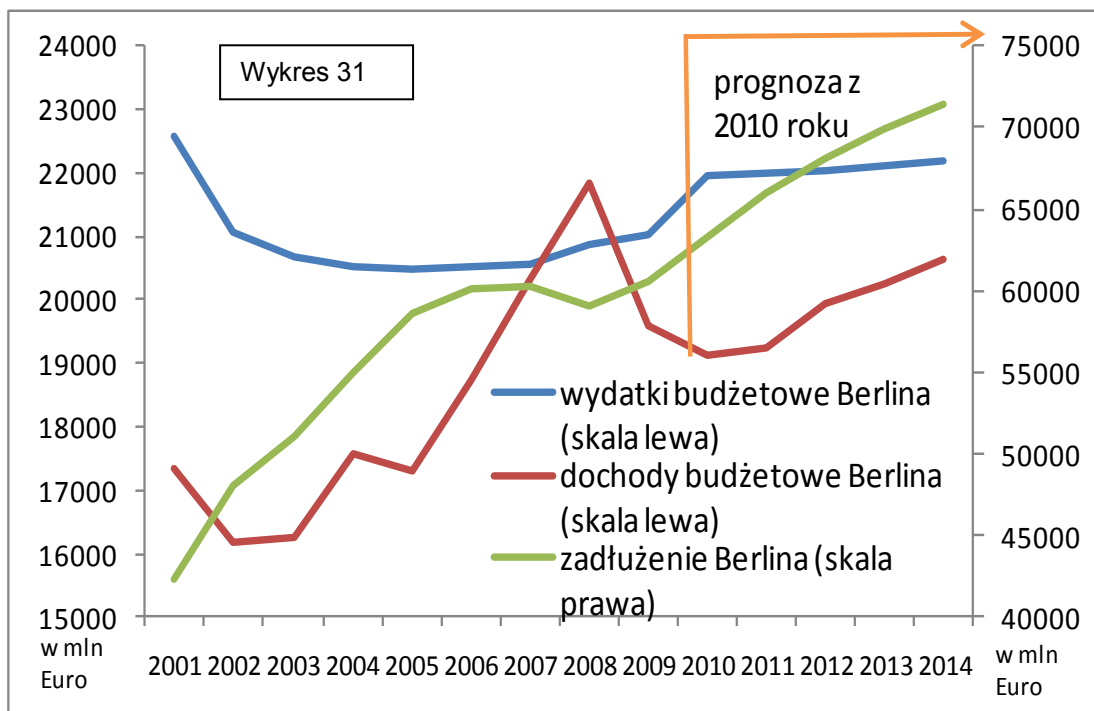
Chociaż dla porządku należy przypomnieć, że w czerwcu 2003 roku w magazynie TIME ukazał się artykuł pod znaczącym tytułem „Lost In The Dark” opisujący skalę ówczesnych problemów budżetowych i zadłużeniowych w Berlinie. Okazuje się, że jedną z podstawowych przyczyn tych problemów upatrywano w „życiu ponad stan” berlińczyków. Brzmi znajomo ...? Oczywiście, kwestie, które roztrząsano, były bardziej wysublimowane niż w przypadku Grecji i dotyczyły min. potrzeby finansowania trzech oper, pięciu orkiestr symfonicznych, trzech świetnych uniwersytetów oraz zbyt wielu policjantów i urzędników miejskich.

Niemniej jednak, w kolejnych latach Berlin przeszedł kurację odchudzającą (o znacznie mniejszej skali niż w Grecji), która jak szacowano w 2007 roku zakończyła się spektakularnym sukcesem, zniwelowaniem na dobre deficytu budżetowego i stopniowym zmniejszaniem zadłużenia (wykres 30).



Źródło: Plany budżetowe dla Berlina, obliczenia własne

Pech chciał, że przyszedł kryzys lat 2008-2009 i Berlin znalazł się ponownie w sytuacji niewiele lepszej od tej sprzed 7 lat (wykres 31).



Źródło: Plany budżetowe dla Berlina, obliczenia własne

Morał z tej historyjki jest taki, że nawet przy dużych chęciach i przeprowadzeniu odpowiednich działań trwale wprowadzenie gospodarki ze spirali zadłużenia i deficytu, wymaga zarówno czasu jak i dużej dozy szczęścia. Jedne, co politycy mogą obecnie próbować załatwić w sprawie Grecji jest zagwarantowanie jej odpowiednio długiego czasu, aby przy szczęśliwym zbiegu okoliczności i po wykonaniu pewnej pracy, mogła ustabilizować poziom swojego zadłużenia.

To czy tak się stanie jest decyzją czysto polityczną, a nie rynkową, podobnie jak podjęta wiele lat temu decyzja o stworzeniu wspólnoty europejskiej, jednolitej waluty, czy też wspólnej polityki rolnej. Po latach coraz szybszej integracji państw narodowych w ramach Unii Europejskiej oraz Strefy Euro, zostawienie Grecji samej sobie, byłoby przyznaniem się polityków do porażki, budowanego przez trzy pokolenia tworu. Nie sądzę, żeby mogli sobie na to pozwolić. Bez względu na koszty i wolnorynkowe zasady.