

Wrocław, 29.10.2009

Bessa zaczęła się 29. października 2007 roku

Dokładnie dwa lata temu indeks WIG20 ustanowił swój historyczny rekord i tym samym zakończył trwającą pięć lat hossę na GPW. Owego października inwestorzy byli już nieco przestraszeni sierpniowymi spadkami, ale wciąż z optymizmem spoglądali w przyszłość. Czy dziś będzie powtórka z rozrywki?

Jesień 2007 roku była końcem złotych czasów na warszawskim parkiecie – w ciągu pięciu lat WIG20 wzrósł o 262%, a zwabieni historycznymi stopami zwrotu młodzi stażem inwestorzy liczyli na jeszcze więcej. Utwierdzali ich w tym ekonomiści, twierdząc że Polska ma „silną gospodarkę” – to właśnie w czwartym kwartale '07 dynamika polskiego PKB osiągnęła szczyt cyklu na poziomie 7,3% - potem było już tylko gorzej. Ale w Stanach Zjednoczonych właśnie zaczynała się najcięższa recesja od trzech dekad – w ostatnich trzech miesiącach 2007 roku amerykański PKB spadł o 0,2%. W efekcie ostatnie miesiące hossy na Wall Street były napędzane wiarą w ozdrowieńczą moc obniżek stóp procentowych, jakie Fed zaaplikował rynkom i gospodarce już we wrześniu 2007. Jak się później okazało, ani łagodzenie polityki monetarnej ani federalne „pakiety stymulujące” nie zatrzymały naturalnych sił recesyjnych.



Źródło: Bankier.pl

Ale na nadwiślańskim parkiecie wciąż panowały szampańskie nastroje a napływ gotówki do rodzimych TFI wydawał się niezagrożony. Równie optymistyczni co inwestorzy byli rynkowi analitycy – ze 102 rekomendacji, jakie w październiku nadeszły z biur maklerskich, 27 brzmiała „kupuj”, a przeważającą większość stanowiły zalecenia typu „trzymaj” lub „neutralnie”. Patrząc z obecnej perspektywy szalenie pomylili się analitycy z Citigroup, którzy dwa lata temu zalecali kupno walorów TVN-u z ceną docelową 32 złotych (obecnie niespełna 15 zł), albo wyceniając akcje banku Pekao na równe 300 złotych (teraz: 166 zł). Z kolei specjaliści z DM PKO BP wyceniali jeden papier Lotosu na 54 złote i zalecali kupno akcji Grajewo (z ceną docelową 75 zł), która to spółka w trakcie bessy

straciła na wartości 94% i w marcu była notowana po zaledwie pięć złotych. Trzeba oddać honor analitykom z kilku biur maklerskich zalecających trzymanie akcji TP S.A., które przez większość bessy ze względu na defensywny charakter spółki zachowywały się znacznie lepiej od rynku. Zwraca też uwaga rekomendacja Goldman Sachsa, który doradzał sprzedaż akcji CEZ-u.



Źródło: Bankier.pl

Powyższy wykres pokazuje Wskaźnik Optymizmu Analityków, obliczany na bazie rekomendacji napływających z biur maklerskich do portalu Bankier.pl i obrazujący stosunek rekomendacji pozytywnych do ogółu rekomendacji. Jak widać pesymizm giełdowych ekspertów sięgnął dna w lipcu 2008, a więc na długo przed końcem bessy.

W styczniu 2008 WOA wraz z giełdowymi indeksami odnotował gwałtowne spadki. Tzw. „defekt stycznia 2008” charakteryzował się przecenami sięgającymi 5% na dojrzałych rynkach. Panikę opanował Fed, który na niezaplanowanym posiedzeniu awaryjnie (i tuż przed rozpoczęciem sesji na Wall Street) ściął stopy procentowe o 75 pb. Sytuacja została opanowana tylko na dwa miesiące, bowiem w marcu upadł Bear Stearns – piąty w USA bank inwestycyjny, który jako pierwszy odczuł skutki załamania w segmencie subprime. Bear Stearns został ekspresowo przejęty przez bank JP Morgan Chase, który za ogromną instytucję finansową chciał zapłacić mniej niż wynosiła wartość samej siedziby spółki (później cenę zwiększono z 2\$ do 10\$ za akcję). W przeprowadzonej w ciągu weekendu akwizycji rolę doradców inwestycyjnych pełnili osobiście Ben Bernanke i Henry Paulson, a Rezerwa Federalna tanio skredytowała JP Morganowi to lewarowane przejęcie.

Następne sześć miesięcy na giełdowych parkietach stało pod znakiem marazmu. Ekonomści prowadzili jałowe rozważania, czy aby amerykańska gospodarka jest już w recesji, czy dopiero w nią wpadnie, a jeszcze inni w ogóle nie wierzyli w ujemne wyniki PKB. Nad Wisłą i Odrą zastanawialiśmy się, jak rodzima gospodarka poradzi sobie z zagranicznymi turbulencjami. Tymczasem prawda

dotycząca stanu amerykańskiej gospodarki oraz systemu finansowego bardzo powoli przebiła się na rynki. Ale jak już się przebiła, to z wielką siłą. Wrześniowa nacjonalizacja Fannie Mae i Freddie Mac, upadek AIG oraz w końcu Lehman Brothers wywołały reakcję łańcuchową, która o mało nie rozerwała na strzępy globalnego systemu finansowego. Rządy i banki centralne w USA, Europie i Japonii podejmowały dramatyczne wysiłki, by nie doprowadzić do upadku kolejnych dużych instytucji finansowych. Na giełdach, w tym także na GPW, mieliśmy krach rozłożony na kilka tygodni. Spanikowani inwestorzy hurtowo zamykali wszystkie długie pozycje, a zarządzający funduszami bezradnie sprzedawali akcje, działając na zlecenie przestraszonych klientów. Nie wiedzieć czemu, jedynym pożądanym wówczas składnikiem portfela były papiery wyemitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych.

W końcu działania władz (TARP, cięcia stóp procentowych, dodruk pieniądza) przyniosły jednak skutek i ceny akcji dynamicznie odbiły się od dna. Kończący ubiegły rok rajd św. Mikołaja dawał nadzieję na koniec niezwykle ciężkiej bessy. Ale w lutym musieliśmy przeżyć najboleśniejszą jak dotąd fazę giełdowej dekonstrukcji – indeksy znów spadały niczym kamienie, a ceny akcji wróciły do poziomów niewidzianych od kilku (WIG) lub nawet kilkunastu lat (S&P500). Inwestorzy widzieli wówczas skalę spustoszenia, jaką jesienny kryzys finansowy wywołał w realnej gospodarce: produkcja przemysłowa w wielu rozwiniętych krajach spadła o 20-30%, nastroje amerykańskich konsumentów były grobowe, ceny surowców szorowały po dnie, a Citigroup i Bank of America były de facto bankrutami, które przy życiu podtrzymywała tylko kroplówka w postaci publicznych pieniędzy. Inwestorzy zaczęli się rozglądać za inwestycją ostateczną – czyli złotem, którego zabrakło nawet w największych mennicach. W końcu indeks WIG20 zatrzymał się na poziomie, który w szczycie hossy nie śnił się nawet największym pesymistom. Dno na głębokości 1.327 punktów (intraday nawet o 90 punktów niżej) leżało 66% poniżej szczytu wszech czasów. Indeks szerokiego rynku WIG spadł z 67,5 tys. pkt. do zaledwie 21,3 tys. pkt., co oznacza regres o 68%.

Nastroje na giełdowym dnie były mieszanką niedowierzania oraz rozpacz. Analitycy dziwili się, że wiele spółek będących w dość dobrej sytuacji finansowej było notowanych ze sporym dyskontem względem wartości księgowej. Jak się później okazało, luty obfitował w okazje inwestycyjne nie tylko na GPW. Ale sygnał do wzrostów, podobnie jak wcześniej do spadków, nadszedł z Wall Street, gdzie inwestorzy nagle uwierzyli w stabilną kondycję finansową banków. Wkrótce zaczęły się też poprawiać dane makroekonomiczne: w USA wyniki depresyjne zamieniły się w recesyjne, a w Polsce z recesyjnych na stagnacyjne. W rezultacie od lutowego dna WIG niemal podwoił swą wartość, zaś WIG20 do październikowego szczytu zyskał 84%. Optymizm analityków mierzony indeksem WOA wyrównał historyczne szczyty (pomijając jednostkowe anomalie), co chyba nie wróży dobrze posiadaczom akcji.

Druga rocznica szczytu poprzedniej hossy prowokuje do postawienia dwóch oczywistych pytań: kiedy WIG20 znów zbliży się do poziomu 4.000 punktów oraz obserwowane od marca wzrosty są już załącznikiem nowej hossy. Odpowiedź na pierwsze pytanie jest raczej domeną wróżek i astrologów, natomiast inwestorów i analityków bardziej nurtuje ta druga kwestia. Spadki na GPW trwały przez ponad 15 miesięcy, w wyniku czego WIG20 stracił dwie trzecie swej wartości. Po

pęknięciu bańki internetowej w roku 2000 pierwsza fala spadków trwała 19 miesięcy i zniosła 60% wartości indeksu blue chipów. Następnie wzrostowe odbicie zajęło rynkowi tylko cztery miesiące (obecne trwa już osiem) i sięgnęło „zaledwie” 40% (obecne: 84%). Ale pierwsze osiem miesięcy 2002 roku obniżyło wartość portfeli warszawskich inwestorów o blisko 30%, przy czym WIG20 nie pogłębił już dna.

Jak widać analogia z lat 2000-02 nie zupełnie się sprawdza – zarówno skala jak i czas trwania obecnych wzrostów są dwukrotnie większe niż osiem lat temu. Co jednak nie oznacza, że początek 2010 roku przyniesie nam głębokiej korekty, wymazującej być może większość zysków z ostatnich ośmiu miesięcy. W takim scenariuszu czekałby nas jeszcze kilkumiesięczny okres akumulacji akcji i dopiero gdzieś w okolicach roku 2011 moglibyśmy mówić o rozpoczęciu nowej hossy na GPW. Na ten sam rok przewidywana jest też poprawa koniunktury w realnej gospodarce oraz zakończenie ewentualnej recesji wtórnej w Stanach Zjednoczonych. Należy przy tym pamiętać, że jest to tylko scenariusz, który w opinii autora tego tekstu jest jedynie bardziej prawdopodobny niż optymistyczne założenia o „małej” korekcie i dalszym marszu w górę.

Krzysztof Kolany, Analityk Bankier.pl

Więcej informacji:

dr Bogusław Półtorak

Główny Ekonomista

Bankier.pl S.A.

T. Kościuszki 29

50-011 Wrocław

Email: b.poltorak@firma.bankier.pl

Telefon: (71) 372 30 52 wew.54, 608 007 611