

Komentarz rynkowy Mirosława Dziółko, Doradcy inwestycyjnego Zarządzającego funduszami Millennium TFI S.A.

Małe spółki coraz bardziej pożądane

Ostatnie dwa miesiące na rynku akcji to okres dużej zmienności. Po osiągnięciu w połowie stycznia przez główne indeksy rocznych maksimów wydawało się, iż przyszła pora na długo oczekiwaną korektę. Dobrym argumentem do przeceny akcji okazały się kłopoty krajów Europy południowej w tym głównie Grecji a także obawy o konsekwencje zaostrzenia polityki monetarnej przez Chiny i Indie oraz propozycje nowych regulacji dla amerykańskiego sektora bankowego, zmierzające do rozdzielenia działalności inwestycyjnej od bankowej. Kiepski sentyment wspierany słabymi danymi makro płynącymi zza oceanu panował na rynkach do połowy lutego. Do tego czasu indeks S&P500 stracił od swojego styczniowego szczytu ponad 8%, a indeks WIG20 spadł o prawie 13%. Taki zakres spadków okazał się dla inwestorów wystarczający by uznać korektę za zakończoną i przystąpić do zakupów. Odbicie trwające od połowy lutego do chwili obecnej zaprowadziło nas z powrotem do poziomów bliskich styczniowych szczytów. W przypadku rynku polskiego prym wiodły głównie spółki małe, dzięki czemu indeks WIG80 zdołał wspiać się na nowe roczne maksima. Najwyraźniej inwestorzy uznali, że ożywienie gospodarcze w naszym kraju jest coraz bardziej oczywiste w związku, z czym są bardziej skłonni do inwestowania w ten segment rynku, który na tym ożywieniu powinien najbardziej skorzystać. W naszym przekonaniu takie rozumowanie jest jak najbardziej zasadne. Pomimo dynamicznej fali wzrostowej, z jaką mieliśmy do czynienia w 2009 roku indeksy MIDWIG 40 i SWIG80 są nadal wyceniane dużo poniżej swoich historycznych szczytów z 2007 roku (odpowiednio o 57% i 44%). Warto podkreślić, iż historycznie dynamiki wzrostu zysków małych i średnich spółek znacząco przewyższały dynamiki osiągane przez spółki z indeksu WIG20 i ta tendencja powinna być również zachowana w przyszłości. Fakt ten związany jest głównie z większą elastycznością małych i średnich spółek, odnośnie dostosowania kosztów i mocy produkcyjnych w stosunku do popytu, oraz możliwością istotnego zwiększenia skali prowadzonej działalności ze względu na efekt bazy. Z powyżej przedstawionych powodów małe i średnie spółki są wyceniane przez rynek, z istotną premią w stosunku do spółek dużych. Średni wskaźnik P/E w lipcu 2007 dla spółek wchodzących w skład indeksu MWIG40 wynosił 30, podczas gdy dla spółek z WIG20 wartość ta wynosiła 18. Po mocnej przecenie na giełdzie dysproporcja ta znacząco się zmniejszyła. Obecnie bazując na historycznych danych mediana wskaźników P/E dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 wynosi ok.17, natomiast w przypadku spółek należących do indeksu SWIG80 wskaźnik ten kształtuje się na poziomie bliskim 20. Oznacza to, że w dłuższym terminie przy założeniu wystąpienia przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, inwestycje w akcje małych i średnich spółek powinny przynieść inwestorom wyższą stopę zwrotu ze względu na dynamiczną poprawę wyników oraz powrót do sytuacji, w której omawiane spółki notowane będą z istotną premią w stosunku do spółek z indeksu WIG20.

Obserwując zachowanie rynków akcji wielu inwestorów zadaje sobie pytanie czy korekta, która miała miejsce w pierwszych tygodniach lutego była tą „właściwą” i czy ostatnie wzrosty są początkiem kolejnej fali wzrostowej. Jak zwykle kluczowe znaczenie w poszukiwaniu odpowiedzi na tak postawione pytanie będą miały sygnały płynące z największych gospodarek. Największą wagę inwestorzy powinni przywiązywać do danych z rynku pracy. Ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy nie były najlepsze i mogą budzić pewne obawy inwestorów. Szczególnie tygodniowe dane o nowych bezrobotnych sugerują, iż poprawa uległa zatrzymaniu na początku roku. Wprawdzie miesięczny raport za luty okazał się lepszy od oczekiwań jednak w liczbach bezwzględnych spadek zatrudnienia był większy niż w styczniu (o 10 tys. nowych bezrobotnych). Tym razem jednak ze względu na wyjątkowo ostrą zimę spodziewane były jeszcze gorsze dane, dlatego nie było negatywnej reakcji rynku. W marcu nie będzie można już tłumaczyć słabszych danych ostrą zimą a póki, co warto zwracać uwagę, jakie tendencje pokażą tygodniowe dane o nowych bezrobotnych, ponieważ ożywienie na rynku pracy ciągle pozostaje kwestią najważniejszą. Jeśli nie nastąpi zarówno Europa jak i Stany Zjednoczone będą miały problem z utrzymaniem popytu w gospodarce szczególnie w sytuacji wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych

(w USA sięgającego rekordowych poziomów bliskich 100% PKB) jak i braku miejsca do dalszych obniżek stop procentowych.

Wracając do wcześniej postawionego pytania z punktu widzenia analizy technicznej wyjście indeksów powyżej ostatnich szczytów wskazywałoby, iż mamy do czynienia z kolejną falą wzrostową. Chciałbym jednak zauważyć, że już kilkakrotnie w ciągu ostatniego roku rynek oszukał inwestorów, kiedy to tuż po uformowaniu nowych szczytów zamiast kontynuować wzrosty odnotowywał istotne spadki. Mam wrażenie, że obecnie możemy mieć podobną sytuację. Według mnie skala lutowej przeceny była zbyt mała, dlatego nie zostali wciągnięci do gry nowi inwestorzy. Tak, więc prawdopodobnie znów będziemy mieli do czynienia z trendem bocznym z dużym zakresem wahań. Do trendu wzrostowego mamy szansę powrócić w drugiej połowie roku, kiedy będziemy mieli więcej pewności, co do tego, że gospodarka globalna zmierza w dobrym kierunku a inwestorzy zagraniczni skuszeni dużymi IPO takimi jak PZU czy Tauron na większą skalę zainteresują się naszym rynkiem.

Mirostław Dziółko, Doradca inwestycyjny
Zarządzający funduszami Millennium TFI S.A.