

STRATEGIA RYNKOWA

Arkadiusz Chojnacki, szef analityków **Ipopemy Securities**

Większość strategii publikowanych przez domy maklerskie na początku roku zakładała wzrost WIG20 do 3 tys. pkt i więcej. **Ipopema Securities** – do 3,2–3,25 tys. pkt. Niestety, większość tych analiz okazała się zupełnie nie trafiona...

Rzeczywiście, nikt nie przewidział tapnięcia, jakie miało miejsce w sierpniu i we wrześniu. Okazuje się, że w dzisiejszym świecie, pełnym niepewności, jest bardzo trudno przedstawić trafną prognozę, ponieważ w krótkim okresie (a takim jest rok) bardzo dużo zależy od decyzji rządów, banków centralnych czy wreszcie nastawienia inwestorów do poziomu akceptacji istniejącego ryzyka. Możemy mówić raczej o analizie różnych scenariuszy z przypisanym do nich prawdopodobieństwem.

Zrezygnujecie zatem z raportu na 2012 rok?

Nie. Uważamy, że publikacja tego typu analiz ma sens. Skupiamy się w nich na prezentacji spółek, którym się przyglądamy. Dla wszystkich dokonujemy przeglądu prognoz, wyników, rekomendacji po wcześniejszych spotkaniach z zarządami. Inwestorzy dostają dokument prezentujący nasz aktualny stan wiedzy. Dla wielu to duża wartość dodana.

Nie chcemy ukrywać, że w naszej strategii tak- że nie trafiliśmy z prognozą tempa rozwoju sytuacji na rynku. Zakładaliśmy, że trend wzrostowy potrwa do połowy 2012 r. Swoje przypuszczenia zweryfikowaliśmy w sierpniu, po rozpoczęciu się wyprzedaży. Stwierdziliśmy, że nasze długoterminowe założenie realizuje się jednak wcześniej. Zmieniliśmy opinię o rynku i zweryfikowaliśmy założenia makroekonomiczne, przyjmując, że eskalacja kryzysu zadłużeniowego w Polsce przełoży się na sytuację w Polsce. Założyliśmy wówczas, że w 2012 r. PKB wzrośnie jedynie o 2,4 proc. Obecnie taka dynamika wydaje się na poziomie konsensusu, wtedy jeszcze wszyscy niemal wskazywali na okolice 4 proc.

Teraz zastanawiamy się, czy sierpniową wyprzedaż dało się przewidzieć wcześniej. Wydaje się, że nie do końca. Poziom wycen nie był na tyle wysoki, aby powiedzieć inwestorom: sprzedawajcie wszystko, bo za kilkanaście miesięcy może być gorzej. O rozwoju sytuacji zdecydowała jednak iskra, jaką był kryzys strefy euro. Można było budować różne scenariusze dotyczące problemów zadłużeniowych, ale czy ktoś przewidział, że rynki zareagują tak szybko?

Czy przy obecnej skali niepewności można jeszcze wskazywać dobre cele inwestycyjne?

Okazje inwestycyjne są zawsze. W strategii na kończący się rok dobrze trafiliśmy z pozytywnymi rekomendacjami dotyczącymi m.in. Emperii, PGNiG oraz Orbisu.

Na przyszły rok wskazywać będziemy raczej sektory defensywne – energetykę, żywność, telekomunikację. Mamą pokusę, aby przy obecnych – ciekawych historycznie wycenach – rekomendować pozytywnie także banki. Ale w tym przypadku jest problem z rosnącą presją na ten sektor w Europie Zachodniej.

Nie zapominajmy również, że okresy paniki na rynku to okazja dla inwestorów strategicznych. Na fuzjach i przejęciach skorzystać może także rozproszony akcjonariat, gdyż kupujący zwykle proponują premię za przejęcie kontroli.

Czy zagraniczni inwestorzy dalej będą wyprzedawać polskie walory?

Sytuacja mogłaby się unormować, gdyby zostały rozwiązane podstawowe problemy europejskie. Przy takim scenariuszu widzimy duże prawdopodobieństwo wzrostu indeksów. Tyle tylko, że kłopoty strefy euro zapewne szybko się nie skończą, a czekać nas mogą negatywnie niespodzianki, np. nieudane aukcje obligacji, straty w sektorze bankowym itp. Teraz trudno też oczekiwać od TFI i OFE działań, które mogą ustabilizować kursy akcji.

Na pewno możemy mówić, że rok 2012 upłynie przy dużej zmienności. W czasie okresowych spadków jest bardzo prawdopodobne, że WIG20 będzie szukał kolejnych punktów oporu. Ale trudno wskazywać na konkrety.



Rząd dał rynkowi niezlą lekcję

Strategia rynkowa

CZOŁÓWKA RANKINGU

dom maklerski	liczba punktów
ARKADIUSZ CHOJNACKI IPOPEMA SECURITIES	28
MARK ROBINSON WOOD & CO	19
SOBIESŁAW PAJĄK DM IDMSA	15
MICHAŁ MARCZAK DI BRE BANKU	9
RAFAŁ WIATR DM BANKU HANDLOWEGO	9

Spółki wytrzymują nadchodzące spowolnienie?

Gdyby dynamika gospodarki stopniała do 2,4 proc. PKB – ale potem wrócilibyśmy do naturalnego wzrostu dla takiego kraju jak Polska, czyli 3–4 proc., to większość spółek nie powinna czuć się zagrożona. Przy takim rozwoju sytuacji obecne wyceny wydają się niskie. Ale w którym momencie możemy być pewni, że to jeszcze nie koniec dramatu? Wiele podmiotów może nie utrzymać się na rynku, jeżeli spowolnienie potrwa kilka lat.

Jakie branże mogą być w trudnej sytuacji?

Sektor budowlany, przed którym stoją wyzwania nie tylko związane z ograniczaniem wydat-

ków w związku z oszczędnościami budżetowymi, ale także z tym, że szczyt projektów unijnych niebawem będziemy mieli za sobą. Dodatkowo wiele spółek z branży ma duże zadłużenie, a dług nie kojarzy się teraz dobrze. Problemy czekają także deweloperów. Tyle tylko, że te dwie branże zostały już solidnie przecenione, więc z tego punktu widzenia spadki nie powinny być drastyczne.

Dodatkowo na rynku pojawiło się nowe ryzyko, do niedawna niewyceniane. Wprowadzenie podatku od wydobywania dotknie na początek KGHM, ale nietrudno sobie wyobrazić kolejne jego ofiary (PGNiG, górnictwo).

Jak inwestorzy reagują na pomysły rządu?

Opinie są bardzo negatywne. Sądzę, że po lekcji, jakiej rząd udzielił inwestorom KGHM, ministrowi skarbu trudno będzie przekonywać do zakupu akcji spółek Skarbu Państwa. Zarządzający pamiętają nagle przypływy szczerości po stronie rządu – sformułowania „dywidenda jest dla nas zbyt kosztowna” albo zapewnienia, że nie będzie sprzedaży walorów PZU przez rynek, mimo że faktycznie miało to miejsce.

Niestety, nie wyłania się z tego pozytywny obraz. Jeżeli dodać zmniejszającą się wiarę inwestorów w to, że transfery do OFE, choć okrojone, zostaną utrzymane, mamy już komplet informacji, które mogą ograniczyć zakupy akcji w Polsce.