

Mijający rok dobrze zapisze się w pamięci inwestorów. Greckie i irlandzkie niepokoje wywołały wprawdzie chwilowo dużą zmienność, ale na dłuższą metę nie przeszkodziły w zarabianiu pieniędzy.

Inwestycje na światowych giełdach przyniosły średnio nieco ponad 10%, jeszcze lepiej spisały się korporacyjne obligacje wysokiego ryzyka (o 13% urosły te notowane na rynku amerykańskim) czy niektóre towary. Ropie naftowej udało się jedynie utrzymać bardzo wysoką cenę; więcej przyniosły inwestycje w złoto (prawie 25%) i miedź (ponad 30%).

Sytuacja na poszczególnych rynkach przypominała więc dobre czasy przedkryzysowe, kiedy najlepiej było inwestować w ryzykowne aktywa. Jednak w kilku istotnych miejscach zachowanie rynków finansowych odbiegało od wzorca typowego dla gospodarczego ożywienia. Tym anomaliom warto się przyjrzeć nieco bliżej.

Zacząć chyba należy od tego, że w mijającym roku nie nastąpiło osłabienie dolara do euro. Amerykańska waluta umocniła się do europejskiej od początku roku o 10%. Na wykresie pary eurodolar nawet nieuzbrojone w narzędzia analizy technicznej oko dostrzeże z łatwością formujący się trend spadkowy – od połowy 2008 roku kolejne szczyty położone są coraz niżej, a dołki są coraz głębsze. Dolarowi sprzyja względnie lepsza kondycja największej gospodarki świata – prognozuje się, że w przyszłym roku PKB w USA wzrośnie o 3,2-3,5%, a w strefie euro zaledwie o ok. 2%. Amerykańskiej walucie pomogły też niedawne wybory do Kongresu, które przyniosły odłożenie podwyżki podatków o dwa lata – przychły obawy o to, że sięgnięcie do kieszeni obywateli zaowocuje powrotem recesji.

Delikatnie umacniającym się dolarem nie należy się jednak specjalnie martwić. Silna dzienna korelacja między kursem eurodolara a cenami ryzykownych aktywów nie zawsze przekłada się na stopy zwrotu w dłuższym terminie. Jeżeli na przykład jednego dnia nastąpi aprecjacja dolara i jednocześnie akcje stracą na wartości, a drugiego dnia ceny podążą w przeciwnym kierunku, to łączny wynik dwóch dni notowań może być pozytywny nawet jeśli dolar per saldo drożeje – wystarczy tylko, że wzrost na rynkach akcji był silniejszy niż spadek. Dodajmy jeszcze, że druga połowa lat 90-tych to czasy systematycznego umacniania się amerykańskiej waluty, któremu towarzyszyła hossa na światowych parkietach.

Drugą anomalię stanowi to, że w mijającym roku lepiej można było zarobić na czołowych giełdach w Europie i USA niż na cieszących się znacznie większą medialną popularnością rynkach wschodzących. S&P 500 dał zarobić ponad 10%, Euro Stoxx 50 prawie 10%, a niemiecki DAX nawet 17%. Na tym tle słabo wypada giełda w Brazylii (- 4%) czy Hong Kongu (+ 2%). Względnie gorsze wyniki wielu giełd na rynkach wschodzących przypisać należy przede wszystkim dwóm czynnikom.

Po pierwsze wyceny akcji są tam już porównywalne do tych na rynkach rozwiniętych – w wielu miejscach praktycznie zniknęło dyskonto cechujące mniej dojrzałe rynki. Nie ma już więc wiele miejsca na wzrosty cen wynikające jedynie ze spadku premii za ryzyko. Po drugie rynki rozwijające się czeka dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w obliczu nadciągającej inflacji. Na rynkach rozwiniętych takiego zagrożenia jeszcze nie widać. Niewykluczone więc, że relatywnie dobra kondycja spółek amerykańskich i europejskich będzie się utrzymywać – pamiętajmy, że ich możliwości partycypacji w globalnym wzroście gospodarczym są nie gorsze niż ich odpowiedników w Szanghaju czy Sao Paulo.

Na miano interesującej anomalii mijającego roku zasługuje także wciąż ogromna popularność amerykańskich obligacji. Mimo ich niskiej dochodowości oraz postępującego ożywienia, amerykańskie papiery skarbowe cieszyły się ogromnym zainteresowaniem inwestorów. Rentowność dziesięcioletek spadła do poziomu znanego jedynie w czasach paniki na przełomie 2008 roku, kiedy to wydawało się, że wali się światowy system finansowy. Wprawdzie oprocentowanie obligacji rządu USA w ostatnich tygodniach znacząco wzrosło, jest ono wciąż ok. pół procenta niższe niż na początku roku.

Niewykluczone, że tak niskie rentowności oglądamy do czasu nadejścia kolejnej recesji po raz ostatni. Popyt na amerykańskie papiery ze strony instytucji finansowych i gospodarstw domowych może nie być już tak duży jak w

okresie pokryzysowego dostosowywania bilansów, zaś podaż, na skutek olbrzymiego deficytu budżetowego, cały czas jest bardzo duża. Wzrost długoterminowych stóp procentowych w USA może zostać przyśpieszony także przez wcześniejsze zaostrenie polityki monetarnej przez Fed bądź pojawienie się kolejnych nieprzewidzianych wydatków w amerykańskim budżecie, na przykład w związku z koniecznością ratowania niektórych zagrożonych bankructwem stanów.

Jeszcze inną zaskakującą rzeczą w mijającym roku był nieprawdopodobny wzrost cen złota. Kruszec zyskał prawie 25% deklasując wszystkie klasy aktywów. Wzrosty te tłumaczyć należy ciągle utrzymującą się niepewnością, szczególnie obecną na rynkach długu państw rozwiniętych, niestabilnością kursów walutowych oraz ugruntowaniem się reputacji złota jako aktywa pozwalającego suchą nogą przejść przez najpoważniejsze ekonomiczne turbulencje.

Nie potwierdziły się jednak obawy wielu inwestorów, którzy prorokowali rychłe nadejście inflacji lub drugiego dna recesji. Złota euforia może więc nie powtórzyć się w kolejnym roku. Jeśli będzie spokojniejszy od mijającego, inwestorzy stopniowo zaczną odwracać się od aktywa nie generującego pieniężnego dochodu. Złotu nie pomoże też ewentualne wspomniane odwrócenie się trendu na amerykańskich obligacjach. Wzrost realnych stóp procentowych oznacza bowiem dla kopalń wzrost bieżącej produkcji złota (bardziej opłaca się je wydobyć na powierzchnie szybciej niż drążyć korytarze w poszukiwaniu nowych złóż) zaś dla inwestorów wzrost kosztu alternatywnej inwestycji w kruszec.

Maciej Bitner, **Wealth Solutions**