

Szanowni Państwo!

W październiku indeks WIG wzrósł o 8.9%, po spadku o 9.4% miesiąc wcześniej. O ile we wrześniu przez cały miesiąc indeks systematycznie i przy bardzo zmiennym handlu notował coraz niższe poziomy, tak w październiku, poza bardzo słabym otwarciem miesiąca, stopniowo piął się w górę. Zmienność była istotnie niższa niż w poprzednim miesiącu, ale absolutnie nie można było mówić o spokojnym handlowaniu.

Dzięki odbiciu na giełdzie część strat z poprzednich dwóch miesięcy odrobiły Portfele Modelowe: PM1 zyskał w październiku 4.2%, PM2: +2.8%, PM3: +6.1%, a PM4: +5.1%.

Nieustannie tematem numer jeden na rynkach pozostawał problem zadłużonych krajów strefy euro. Wygłoszona pod koniec września przez kanclerz Merkel i prezydenta Sarkozy zapowiedź przygotowania kompleksowego planu rozwiązania kryzysu w strefie euro, który miał być gotowy pod koniec października, pomagała rynkom w odreagowaniu dwumiesięcznych spadków. Do tego dochodziły dobre dane z gospodarki amerykańskiej i chińskiej, ale znów to był temat numer dwa. Najmniej uwagi poświęcano natomiast wynikom kwartalnym spółek, które w USA kolejny kwartał pozytywnie zaskakiwały, a w Europie, mimo systematycznie obniżanych prognoz, znów rozczarowały.

Tradycyjnie politycy w Europie zawiedli i żaden „super plan” dotychczas nie powstał. Zamiast tego dostaliśmy kolejne zapowiedzi. Poznaliśmy więcej szczegółów, ale wciąż żadne ważne decyzje nie weszły w życie. Kluczową rolę w rozwiązaniu kryzysu w Europie, z założenia, ma odgrywać powołany w 2010 r. Europejski Fundusz Stabilizacji Finansowej (EFSF). Po trzech miesiącach ratyfikacji przez poszczególne rządy strefy euro ustalonych w lipcu zmian w tym Funduszu (roboczo nazywanym EFSF 2.0) ostatecznie zatwierdzono je na szczycie 23 października. Jednak tak jak pisaliśmy w zeszłym miesiącu EFSF 2.0 to tylko baza startowa dla dalszych, bardziej radykalnych działań, których konieczności nikt nie kwestionuje. Reforma EFSF (EFSF 2.0) miała m.in. pozwolić Funduszowi na skup obligacji krajów eurolandu na rynku wtórnym, ale jego baza kapitałowa jest za mała. Inwestorzy w październiku czekali więc m.in. na przedstawienie wzmocnionej wersji EFSF (EFSF 3.0). Fundusz w nowej wersji miałby stanowić „zaporę” chroniącą Włochy i Hiszpanię przed „grecką zarazą”. Ostatecznie na kolejnych szczytach ustalono warunki drugiego pakietu pomocowego dla Grecji. Ustalono też, że banki muszą zwiększyć swój kapitał o ponad 100 mld EUR (dokapitalizowanie ma być ostatecznością). W końcu temat najważniejszy, czyli wspomniana „zapora”. Ustalono, że Europejski Fundusz Stabilizacji Finansowej zostanie zlewarowany, by jego „siła rażenia” wynosiła ok. 1 bln EUR. I tu mamy problem. Po pierwsze proponowana „zapora” jest na minimalną skalę (rynek szacował nawet na 2 bln EUR, podany 1 bln to dolny zakres prognoz). Po drugie nawet ta minimalna wartość obecnie wydaje się problematyczna do osiągnięcia. Na pomoc Europie według założeń z ostatniego szczytu UE miał przyjść dokapitalizowany Międzynarodowy Fundusz Walutowy, do którego środki mogłyby wpłacić kraje BRIC, głównie Chiny, czy inne kraje z nadwyżkami handlowymi i dużymi rezerwami. Jednak po niezłym cyrku, jaki zafundowali Europie Grecy na przełomie miesięcy, a dotyczącym zapowiedzi referendum w sprawie przyjęcia drugiego pakietu pomocowego, na szczycie G20 (3-4 listopada) prawie żaden kraj nie zgodził się na dokapitalizowanie MFW. Widząc, jaki chaos panuje w Europie wspomniane wcześniej kraje nie odważyły się zaryzykować swoich funduszy. Kolejna tura rozmów w tej sprawie miała mieć miejsce w lutym, ale prawdopodobnie odbędzie się jeszcze w grudniu (w lutym Włochy mają duże wykupy obligacji i nie można czekać do tego czasu). Po trzecie nie wiadomo, kiedy EFSF może zacząć funkcjonować w swojej nowej roli (EFSF 3.0). Wciąż nie funkcjonują

**LISTOPAD 2011**

elementy z EFSF 2.0 (Fundusz wciąż nie może zacząć skupować obligacji na rynku wtórnym), a co dopiero mówić o jego funkcjonalności w zlewarowanej formie. Prace mają być przyspieszone. Mówi się, że EFSF 3.0 może zacząć działać już w grudniu, ale to oczywiście nie jest nic pewnego.

W takiej sytuacji, przy braku zapory włoskie obligacje „zaraziły się” grecką chorobą. Rentowności 10-latek przekroczyły 6.0%, a później nawet 7%. Dla tak zadłużonego kraju jest to poziom nieakceptowalny. Papiery hiszpańskie wyglądają lepiej (5.6%), ale różnica pomiędzy Włochami a Hiszpanią jest taka, że Hiszpania mówiła o reformach i je wprowadzała, a Włosi tylko o nich mówią. Premier Włoch Berlusconi pod naciskiem rynków zgodził się podać do dymisji, kiedy uda mu się przeforsować ustawę oszczędnościową (wydaje się to być kwestią najbliższych dni). Zasadniczą kwestią dla włoskich obligacji jest jednak to, jak będzie wyglądał nowy rząd: czy będzie to tylko przekazanie władzy w ramach partii (złe rozwiązanie, bo de facto nic się nie zmienia), czy powstanie coś w rodzaju rządu technokratycznego – eksperckiego albo ponadpartyjnego (dobre rozwiązania, bo rośnie szansa na prawdziwe reformy), czy odbędą się przedterminowe wybory (złe rozwiązanie, bo odwleka w czasie reformy). Inwestorzy czekają na konkrety dotyczące sceny politycznej we Włoszech, a następnie oczekują od Włoch kolejnych cięć.

Europejski Bank Centralny, który do czasu wejścia na rynek Funduszu EFSF, jest jedynym dużym graczem, który może chronić obligacje krajów peryferyjnych eurolandu, zaczął zdecydowanie skupować papiery włoskie, co powstrzymało panikę na tych papierach. Jednak bez wizji solidnych reform we Włoszech, skala zakupów włoskich papierów przez bank centralny pozostanie ograniczona (zwłaszcza, że już raz Włosi wykiwali ECB, obiecując reformy, a później starając się z nich wycofać). Potrzebny jest kolejny duży gracz na tym rynku, czyli EFSF.

Tematem numer dwa pozostaje światowa gospodarka. Dane z USA nadal pozytywnie zaskakiwały w ostatnim miesiącu. W IIIQ gospodarka ta przyspieszyła i odnotowała dynamikę PKB 2.5% (kw/kw zannualizowany) w porównaniu do 1.3% w IIQ i 0.4% w IQ. A jeszcze na początku sierpnia wielu sugerowało, że od lipca USA są w recesji. Pisaliśmy wtedy, że takie twierdzenia zupełnie nie znajdują potwierdzenia w twardych danych, które zaczęły się poprawiać, a nie pogarszać. Podobny obraz płynął też z komunikatów spółek amerykańskich. Pod względem danych o popycie wewnętrznym (PKB – Zapasy) miniony kwartał był drugim najlepszym w tym cyklu, co bardzo zaskoczyło nie tylko pesymistów. Gospodarka amerykańska weszła w IV kwartał z dość silnym momentum i na razie wydaje się ona zaskakująco odporna na zawirowania w strefie euro. Dotychczasowe pojedyncze dane za październik wskazują na pewien spadek dynamiki, ale ogólnie korzystny trend powinien być podtrzymany. Rosną natomiast oczekiwania co do wydatków konsumentów w listopadzie (na razie to tylko prognozy). Gospodarka USA ma więcej do nadrobienia niż do stracenia. Dynamika ożywienia jest wciąż słaba, poniżej potencjału, ale nie ma załamania, a ewentualne załamanie ma ograniczony potencjał. Nie możemy oczywiście zakładać, że problemy w strefie euro nie uderzą w nią z większą siłą. Obserwujemy twarde dane i dotychczas sytuacja wygląda pozytywnie versus to co wycenia giełda. W listopadzie powinniśmy dowiedzieć się w końcu coś więcej na temat kształtu polityki fiskalnej w przyszłym roku w USA, a to jest czynnik, który może zarówno zwiększyć jak i zmniejszyć dynamikę PKB o 1-2 pp.

W strefie euro po dobrym początku IIIQ twarde dane za wrzesień oraz indeksy wyprzedzające PMI dla przemysłu i usług za październik dostarczyły niestety niepokojących sygnałów. Gospodarka eurolandu, w przeciwieństwie do USA, weszła w IV kwartał ze słabym momentum i możliwy jest spadek PKB w bieżącym i kolejnym kwartale. Sytuacja jest tu jednak bardzo trudna do oceny, gdyż wciąż nie mamy żadnego konkretnego planu rozwiązania obecnego kryzysu zadłużeniowego, a tym samym okres ekstremalnej niepewności dla firm przeciąga się.

# Portfele Modelowe – komentarz do bieżącej sytuacji na rynkach kapitałowych i do prowadzonej polityki inwestycyjnej

## LISTOPAD 2011

W Chinach dane za IIIQ zaskoczyły pozytywnie, gospodarka utrzymuje wysoką dynamikę rozwoju w okolicach 9%. Zapowiadane przez część ekonomistów od wielu kwartałów twarde lądowanie tej gospodarki wciąż się nie zmaterializowało. Gospodarka doświadcza miękkiego i bardzo sterowanego lądowania. Presja inflacyjna zaczyna powoli odpuszczać i możliwe, że pod koniec roku bank centralny zacznie luzować swoją politykę. Oczywiście zagrożeń i tu nie brakuje. Sytuacja w Europie uderzy w eksport Chin, ale bardzo stabilnie wygląda popyt wewnętrzny.

W pozostałych krajach wschodzących spowolnienie w gospodarce jest dużo bardziej widoczne niż w Chinach. To nie tylko efekt spowolnienia w Europie, ale głównie podwyżek stóp procentowych przez banki centralne i celowego chłodzenia gospodarek. Na szczęście za tym spowolnieniem idzie też spadek presji inflacyjnej i już pierwsze banki zaczynają obniżać stopy procentowe.

Na tym tle pozytywnie wyglądają dane z Polski. W IIIQ PKB prawdopodobnie rośnie w podobnym tempie jak w IIQ (4% lub powyżej), a w IVQ nasza gospodarka weszła z korzystnym momentum. Popyt wewnętrzny czyni na razie nasz kraj odpornym na zawirowania na kontynencie, ale niepokoją słabnące dane z rynku pracy.

Obraz wyłaniający się z powyższego tekstu wskazuje na wiele zagrożeń, na sporą niepewność, ale też pokazuje, że świat jest na razie względnie odporny na problemy w Europie. Gospodarka światowa ogólnie w ostatnich miesiącach wyglądała zdecydowanie lepiej niż sądzono jeszcze w lipcu czy sierpniu, a prognozy PKB dla USA czy Chin (a także i Polski), po gwałtownych obniżkach, zaczęły być korygowane w górę.

Podtrzymujemy naszą opinię, że w cenach akcji jest już uwzględnione wiele złego (płytką recesja w krajach rozwiniętych, silne spowolnienie w Polsce). Wyceny akcji są na korzystnych poziomach zarówno w ujęciu bezwzględnym jak i w porównaniu do alternatyw, ale w obecnych warunkach poziom wycen ma mniejsze znaczenie. Ma on znaczenie głównie dla inwestorów długoterminowych, ale niestety handel na giełdach kreują głównie traderzy, tj. inwestorzy (bardzo) krótkoterminowi.

W Portfelach Modelowych od sesji z 8 listopada utrzymujemy zmniejszone zaangażowanie w fundusze akcyjne, odpowiednio: w PM1 51% (zejście z 58%), PM2 27% (zejście z 32%), PM3 94% (zejście z 98%) i w PM4 62% (zejście z 72%). Jeśli będziemy widzieć, że problemy w strefie euro dalej wymykają się spod kontroli (ostatnie decyzje dot. EFSF nadal nie wchodzi w życie; nie udaje się opanować problemów Włoch), dane makro (głównie USA, Chiny i oczywiście krajowa gospodarka) zaczną wyraźnie się pogarszać lub poziomy indeksów uznamy za przesadzone w obecnym otoczeniu, będziemy dalej ograniczali zaangażowanie w akcje.

Z poważaniem,  
Zespół Noble Funds TFI