

Szanowni Państwo!

Poprawa na indeksach GPW w drugiej połowie sierpnia była krótkotrwała i wrzesień przyniósł ponownie wyraźne spadki. Brak oczekiwanych działań ze strony instytucji decydujących o rozwiązaniu kryzysu w strefie euro był ponownie główną przyczyną wyprzedzaży akcji. W skali całego miesiąca indeks światowy MSCI World spadł o 6.3%. W tym czasie polski indeks WIG stracił 9.4% (w sierpniu -10.5%). W poprzednim miesiącu straty dotknęły niestety również Portfele Modelowe: PM1 spadł o 6.4%, PM2 o 4%, PM3 o 9.3%, a PM4 stracił 7.8%.

W przeciwieństwie do poprzedniego miesiąca, kiedy WIG odrobił niemałą część strat w drugiej połowie miesiąca, we wrześniu indeks systematycznie pogłębiał dołki. Kolejne spekulacje o pracach nad kompleksowym rozwiązaniem problemów w strefie euro doprowadzały do krótkotrwałych zwyżek indeksów, po czym rynek był raz po raz rozczarowywany brakiem konkretów od polityków. Dane z gospodarki światowej miały we wrześniu ograniczone znaczenie. Ogólnie warto zaznaczyć, że okazywały się one lepsze od prognoz, wskazywały na wolne, ale jednak ożywienie i kolejny miesiąc nie potwierdzały pesymistycznych wizji rozpowszechnianych od początku sierpnia sugerujących gwałtowne załamanie się gospodarki światowej już na początku III kwartału.

Tematem numer jeden na rynkach pozostaje kryzys zadłużeniowy w strefie euro. Oczekujemy kontrolowanego bankructwa Grecji (nie wykluczamy, że po pewnym czasie bankructwo ogłosi też choćby Portugalia, bo wyceny banków w Europie naszym zdaniem to uwzględniają) i tego też oczekuje rynek. Dlatego wszelkie polityczne zagrywki, których we wrześniu było mnóstwo, próbujące na siłę ratować Grecję przed upadkiem były zarówno mało wiarygodne, jak i zabierały czas na poważne dyskusje o tym jak zapobiec rozlaniu się kryzysu na inne kraje. Rynekowi to się oczywiście nie podobało. Nie jest już bowiem pytaniem czy Grecja upadnie, czy nie, tylko jak taki upadek będzie przebiegał. Mimo że takie bankructwo, jeśli rzeczywiście nastąpi (inaczej uważamy, że euroland będzie grzązł w miejscu zamiast iść do przodu w rozwiązaniu sytuacji), będzie prawdopodobnie kontrolowane to wciąż politycy nie przygotowali planu na taki scenariusz. Najważniejsze zagadnienia to: jak załatać dziurę w kapitale banków po odpisach złych długów (niestety znowu będzie miało miejsce ratowanie bez trosk wierzycieli, by system finansowy był stabilny) oraz jak wesprzeć inne narażone kraje. Inwestorzy muszą to wiedzieć. Bez konkretnego planu działań inwestorom trudno ocenić czy będzie efekt domina po upadku Grecji, czy też uda się zapobiec rozlaniu kryzysu. Tym samym przy takiej niepewności inwestorzy naturalnie są bardzo nerwowi, boją się o niekontrolowany upadek Grecji. A co mają robić konsumenci, czy przedsiębiorcy patrząc na to co się dzieje? Naturalnie wstrzymują się z decyzjami. W takim otoczeniu bardzo trudno o jakiś przyzwoity rozwój gospodarki.

We wrześniu mniej więcej co tydzień pojawiał się jakiś nowy plan ratowania sytuacji, ale rynek zawsze był w kolejnych dniach rozczarowywany przez polityków. Wiele problemów wynika z bardzo rozłożonego w czasie i trudnego mechanizmu legislacyjnego, ale też negocjacyjnego w eurolandzie. Opracowany 21 lipca program „reformy” Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF 2.0) jest już ratyfikowany przez poszczególne kraje trzeci miesiąc (teoretycznie wszystkie kraje strefy muszą to przegłosować) i ten proces zakończy się prawdopodobnie dopiero w połowie października (pozostało jeszcze głosowanie na Słowacji – jedno z najtrudniejszych głosowań). Reforma daje Funduszowi m.in. możliwość interweniowania na rynku wtórnym obligacji skarbowych. Tylko że EFSF 2.0 został od razu źle przyjęty przez rynki, głównie z powodu braku zwiększenia jego wartości, która wynosi 440 mld EUR i jest niewystarczająca by chronić przed „grecką zarazą” większe kraje, jak Hiszpania i Włochy. Dlatego potrzebne są kolejne działania, kolejne zmiany w EFSF. Problem w tym, że EFSF 2.0 to baza startowa do

dalszych działań, a on wciąż nie jest zatwierdzony (pewien poślizg w głosowaniach tłumaczono wakacjami!!! – nie ważne, że rynki szalały w tym czasie), a co dopiero mówić o jego funkcjonalności. Są plany, ale właśnie to tylko plany, poważnych zmian w EFSF (EFSF 3.0), o których zaczęto głośniej mówić w ostatnich tygodniach. Część środków z EFSF miałyby zostać wykorzystana do dokapitalizowania europejskich banków. Ponadto Fundusz zostałby zlewarowany i jego siła rażenia mogłaby wynosić nawet 2 bln EUR, a to już naprawdę sporo.

Takie plany zostały od razu ostro skrytykowane przez władze Niemiec i nie tylko. Miało to jednak miejsce przed zaplanowanym na 29 września głosowaniem w niemieckim parlamencie reformy EFSF. Uważaliśmy, że jest to celowa gra polityczna (rządząca w Niemczech koalicja walczyła przeciwko o przeforsowanie w parlamencie EFSF 2.0, więc nie można było mówić, że już pracujemy nad jeszcze radykalniejszym i bardziej kosztownym programem: EFSF 3.0), ale na pewno styl wypowiedzi rządzących był fatalny, a to negatywnie rzutowało na rynki. Na szczęście zaraz po zatwierdzeniu zmian w EFSF przez niemiecki parlament podejście władz niemieckich wyraźnie się zmieniło. Dotychczasowe twarde stanowisko kanclerz Merkel, czy ministra finansów sugerujące, że nie poddadzą się oni presji rynków i nie będzie żadnych radykalnych programów bardzo złagodniało i coraz częstsze były wypowiedzi się, że muszą działać zdecydowanie i szybko, a banki muszą być dokapitalizowane. Taka zmiana stanowiska może być ogromnym krokiem naprzód.

Bardzo niepewna jest jednak decyzja parlamentu Słowacji co do reformy EFSF. Dotychczas 16 krajów zaakceptowało EFSF 2.0 i pozostała jeszcze tylko Słowacja. Brak ratyfikacji EFSF 2.0 nie pomaga w kreśleniu kolejnego planu dla strefy euro, ale oczekujemy, że ostatecznie Słowacy przegłosują te zmiany (naszym zdaniem koszty braku akceptacji EFSF 2.0 byłyby dla Słowacji większe niż akceptacja; mamy choćby na myśli koszty gospodarcze tj. nieoczekiwane niemieckie, francuskie fabryki na Słowacji zostają zamknięte i przeniesione do innych krajów). Ale w polityce nigdy nic nie jest pewnego.

Oczekujemy więc, że w końcu EFSF 2.0 zostanie zaakceptowany, a następnie powstanie kompleksowy program ratowania strefy euro. Merkel i Sarkozy zapowiedzieli, że taki plan ma być gotowy na szczyt G20 na początku listopada. Choć ścieżka legislacyjna i negocjacyjna w eurolandzie jest bardzo trudna oraz niepewna (poza wolą polityków dochodzi np. konstytucja czy agencje ratingowe), co rodzi ryzyko dla implementacji pełnego planu to uważamy, że te najbardziej palące problemy (np. konieczność dokapitalizowania banków) mające zapobiec rozlaniu się kryzysu poza Grecję, której trzeba w końcu „pozwoić” zbankrutować, zostaną skutecznie wprowadzone na czas. Oczywiście określenie „na czas” jest tutaj pojęciem względnym, gdyż odważne decyzje w strefie euro powinny być podjęte dużo wcześniej, a tak to przedłużająca się niepewność wiele już złego zrobiła w realnej gospodarce. Niemniej jednak jeszcze nie jest za późno, by zapobiec poważniejszemu kryzysowi finansowemu, ale trzeba zacząć działać szybko. Wciąż są tylko plany, żeby zrobić plan, ale widać coraz większą determinację władz, które przestały już tylko obarczać winą rynki finansowe, ale są skłonne w końcu do wdrożenia odważniejszych działań. Historia uczy nas, żeby z dużą dozą sceptycyzmu podchodzić do polityków (czy to w Europie, czy w USA) i uważamy, że kolejne tygodnie (może miesiące) będą nadal zmiennym okresem na giełdach. Jednak sceptycyzm do polityków osiągnął już bardzo duże rozmiary i jest szansa na pozytywne zaskoczenie. Brak odważnego programu ratowania strefy euro pociągnąłby za sobą dużo większe koszty dla Francji czy Niemiec i muszą sobie z tego zdawać sprawę.

Tematem numer dwa na rynkach jest gospodarka, normalnie najważniejszy temat. Dane z gospodarki światowej wskazują na wolny wzrost, ale nie na załamanie. A jeszcze na początku spadków w sierpniu wieszczono, że gospodarki amerykańska i strefy euro są już na równi pochyłej. Kolejne twarde dane z USA pozytywnie zaskakiwały i skutkowały korektą w górę prognoz dla PKB za III kwartał, które wcześniej zostały zapobiegawczo mocno ścięte w sierpniu. Gospodarka eurolandu też

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

## PAŹDZIERNIK 2011

wyglądała lepiej niż prognozowano. Ale nie wątpimy, że trwający kryzys zaufania zacznie być w eurolandzie bardziej widoczny i najbliższe kwartały mogą mieć ujemną dynamikę PKB. USA są większą zagadką. Tu politycy też swoje zrobili już w lipcu i sierpniu, a przed końcem roku w amerykańskiej polityce jeszcze nieraz będzie gorąco. Na razie gospodarka zaskakująco nieźle to zniosła, pozytywnie zaskoczyły dane o popycie (konsumentów i firm, powoli rusza też budownictwo) oraz dane z rynku pracy (zatrudnienie dalej rośnie i co ważne dla nas, pozytywnie zaskakuje wzrost zatrudnienia tymczasowego, który jest istotnym wskaźnikiem wyprzedzającym). Wzrost nie jest dynamiczny, ale w twardych danych na pewno nie ma załamania. Konsekwentnie uważamy, że w USA recesja nie może przyjść z samej gospodarki, ponieważ cykl jest zbyt młody, gospodarka jest bardzo daleka od przegrzania i ma więcej do nadrobienia niż do stracenia. Recesję może wywołać szok zewnętrzny (np. kryzys bankowy, szok podażowy), błędy polityków. To jest zawsze ryzyko, ale w bazowym scenariuszu zakładamy kontynuację wolnego wzrostu w USA z możliwością otarcia się o płytką recesję w najbliższych kwartałach, szczególnie gdyby sytuacja na rynkach finansowych była nadal tak trudna. Naszym zdaniem w cenach akcji jest już płytka recesja w USA (do -1% spadku PKB), a w Polsce silne spowolnienie. Rynki akcji ostatnimi spadkami uwzględniły już wiele złego. Wyceny akcji są na bardzo atrakcyjnych poziomach zarówno w ujęciu bezwzględnym jak i w porównaniu do alternatyw. W dużej mierze od polityków zależy czy giełdy będą jeszcze musiały uwzględnić gorszy scenariusz, czy też po okresie spowolnienia na świecie w nieodległych kwartałach sytuacja w gospodarce zacznie się poprawiać, skutkując już wcześniej zwiększonym apetytem inwestorów na ryzykowne aktywa. Za zwiększonym apetytem na ryzyko przemawiają też bieżące oraz planowane działania banków centralnych.

Oczekując pozytywnego rozwiązania sytuacji w strefie euro i zakładając, że obecne wyceny akcji uwzględniają już wiele złego utrzymujemy przeważanie funduszy akcyjnych w Portfelach Modelowych. Jeśli jednak będziemy widzieć, że problemy w strefie euro wymykają się spod kontroli rządzących (szczególnie gdyby plan szykowany na koniec miesiąca przez przywódców Niemiec i Francji okazał się „słaby”) będziemy ograniczali zaangażowanie w akcje.

W Portfelach utrzymujemy następujące alokacje w funduszach akcyjnych: PM1 58%, PM2 32%, PM3 98% i w PM4 72%.

Z poważaniem,  
Zespół Noble Funds TFI