

Szanowni Państwo!

Sierpień przyniósł dalsze pogorszenie koniunktury giełdowej. Obawy o tempo wzrostu gospodarczego na świecie, a także coraz bardziej niepokojąca sytuacja finansów publicznych krajów rozwiniętych, miała największy wpływ na koniunkturę giełdową. W skali całego miesiąca indeks światowy MSCI World spadł o 7,3%. W tym czasie polski indeks WIG stracił 10.5%. Główna, paniczna fala wyprzedazy miała miejsce w trakcie pierwszych ośmiu sesji sierpnia, podczas których indeks WIG stracił łącznie 20%. Niemała część tych strat została odrobina w kolejnych tygodniach sierpnia.

Spadki dotknęły niestety również Portfele Modelowe. W sierpniu portfel PM1 stracił 6.3%, PM2 3.2%, PM3 10%, a PM4 8.2%.

Po zwiększeniu alokacji na rynek akcyjny w połowie sierpnia od 9 września obowiązuje nowa struktura z niższą alokacją w PM1 (58%, poprzednio 65%), w PM2 (32%, pop. 68%) i w PM4 (73%, pop. 89%). Proces zmniejszania zaangażowania na rynek akcyjny prawdopodobnie będzie kontynuowany (również w PM3 – obecnie 98%).

W poprzednim miesięcznym komentarzu pisaliśmy o czynnikach, które prawdopodobnie miały decydujący wpływ na gwałtowne pogorszenie się nastrojów na rynkach. Czynniki te naszym zdaniem nie uzasadniały tak mocnych spadków indeksów, nawet jeśli był to splot wielu czynników na raz. Musiało być coś jeszcze, o czym szeroki rynek jeszcze nie wiedział. Teraz z perspektywy czasu łatwiej jest się odnieść do sierpniowych wydarzeń. Wiele kwestii było wymienianych jako powód sierpniowej paniki, ale nie wszystkie znajdowały pokrycie w rzeczywistości.

I. Słabsza niż wcześniej prognozowano dynamika ożywienia w USA w I połowie roku przełożyła się na spekulacje, że idziemy niechybnie ku recesji w największej gospodarce świata, o ile już w niej nie jesteśmy. Nie zgadzaliśmy się z tymi tezami, co było jednym z powodów zwiększenia ekspozycji na rynek akcyjny w połowie sierpnia. Szczątkowe „twarde” dane makro z USA (koncentrujemy się na rzeczywistych danych z gospodarki, a nie na rozmaitych ankietach bardziej oddających bieżące nastroje niż prawdziwy obraz gospodarki i wnoszących dużo szumu informacyjnego), jakie rynek posiadał na początku sierpnia, sugerowały naszym zdaniem całkiem korzystny trend w gospodarce i nawet pewne przyspieszenie względem poprzednich miesięcy. To samo można było zaobserwować w komunikatach spółek przy publikacjach wyników, i co ważniejsze, spółek z różnych branż. To wszystko stało w opozycji do często słyszanych w mediach wypowiedzi, że być może USA już w lipcu weszły w recesję. Bardziej szczegółowe wskaźniki, jakie otrzymaliśmy w kolejnych tygodniach, a odnoszące się do lipca, potwierdziły nasze obserwacje ze sporą nawiązką. Najważniejsze twarde dane makro tj. zatrudnienie, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wydatki konsumentów (szczególnie wydatki na usługi), zamówienia w przemyśle oraz handel zagraniczny, wszystkie pozytywnie zaskoczyły. Gospodarka USA III kwartał rozpoczęła naprawdę solidnie, a powyższe dane sugerowały dynamikę PKB nawet powyżej 3% (w porównaniu

z 0.7% w I półroczu). Niestety potężne zawirowania na rynkach kapitałowych w sierpniu i na początku września odbijają się na gospodarce, gdyż musiały poważnie nadszarpanąć zaufanie konsumentów i firm. Szczytkowe dane za sierpień i początek września nie wskazują na żadne załamanie w gospodarce USA, ale pokazują mocne wyhamowanie rozwoju. Konsumenci i firmy wstrzymują się z decyzjami i czekają na dalszy rozwój sytuacji. Z jednej strony mamy sygnały, że gospodarka jak dotąd jest względnie odporna na poważne zawirowania wokół (nie widać załamania popytu), ale z drugiej strony, jeśli te zawirowania przedłużają się, to możemy (ale też nie musimy) mieć do czynienia z samospełniającą się przepowiednią i gospodarka może wejść w fazę recesji. To samo dotyczy głównych gospodarek strefy euro.

- II. Decyzja S&P o obniżeniu ratingu dla amerykańskiego długu (5 sierpnia). Wszelkie obawy o negatywny wpływ tej decyzji na rynek obligacji nie sprawdziły się. Niższy rating nie spowodował wzrostu kosztów obsługi zadłużenia, wręcz przeciwnie, te koszty mocno spadły (obligacje USA były i są wciąż traktowane jako najbardziej bezpieczne aktywa i to między innymi tam ucieka teraz kapitał). Ponadto ta decyzja nie ma większego wpływu na gospodarkę USA.
- III. Obawy o rating Francji. Rating Francji pozostał bez zmian (AAA), mimo spekulacji, że Francuzów spotka to samo co Amerykanów (obniżenie ratingu Francji miałyby poważne implikacje dla europejskiego programu pomocowego).
- IV. Styl debat politycznych prowadzonych po obu stronach oceanu był co najmniej fatalny. To pokazało inwestorom, że nawet w sytuacjach podbramkowych politycy w USA czy w strefie euro mają ogromne trudności w osiąganiu kompromisu, w podejmowaniu odważnych decyzji, doprowadzając niepotrzebnie do ekstremalnie napiętych sytuacji. W kolejnych miesiącach rządzący będą musieli podjąć wiele trudnych decyzji, lecz inwestorzy po ostatnich doświadczeniach, przestają wierzyć, że coś konkretnego uda się osiągnąć. To zwiększa nerwowość na rynkach.

Z perspektywy czasu uważamy, że o ile powyższe (oraz inne nie wymienione) elementy wprowadziły sporo szumu informacyjnego i mogły wprowadzić dużo nerwowości w poczynania inwestorów to na pewno nie na taką skalę, jaką obserwowaliśmy. Naszym zdaniem największy wpływ miała informacja, jaką szeroki rynek (tu można się tylko domyślać, że niektórzy mieli taką informację wcześniej) poznał w połowie sierpnia. Wykonanie budżetu Grecji po lipcu okazało się bardzo słabe i tym samym wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo, że kraj ten nie otrzyma już dalszej pomocy z zewnątrz i ogłosi bankructwo, być może już w tym roku. Tym samym wśród inwestorów odżyły wspomnienia wydarzeń po upadku Lehman Brothers w 2008 r. Przypominamy, że w lipcu władze strefy euro oraz MFW przedstawiły drugi plan pomocowy dla Greków warty 110 mld EUR (+ niemały udział inwestorów prywatnych), który musi być jeszcze zatwierdzony przez wszystkie 17 krajów strefy. Już wcześniej nie wszystkie kraje chciały brać udział w tym programie, a po informacji, że Grecja nadal nie wywiązuje się z obietnic dotyczących redukcji deficytu pojawiły się dość mocne argumenty, by tej pomocy wcale nie było. Póki co Grecja korzysta z pożyczek w ramach pierwszego programu

(110 mld EUR), lecz pożyczka ta jest przyznawana w ckwartalnych transzach i by otrzymać kolejną transzę Grecja musi wywiązywać się z konkretnych ustaleń (i tu są właśnie problemy). O ostatnią transzę toczyła się bardzo poważna bitwa (w greckim, podzielonym parlamencie musiały zostać przegłosowane dodatkowe cięcia) i wydaje się, że uzyskanie następnej transzy będzie również bardzo trudne. W takiej sytuacji nie można wykluczyć scenariusza, że Grecji pozwala się upaść lub zrestrukturyzować dług już w tym roku. Skoro pomoc dla Grecji i tak nie przynosi efektów, a już na pewno nie uspokaja rynków, to ratowanie Grecji ma coraz mniejszy sens. Zaoszczędzone pieniądze z niewypłaconych transz pierwszej pożyczki i cała kwota drugiej pożyczki mogłyby posłużyć na wsparcie banków (by uniknąć kryzysu kredytowego) oraz wesprzeć inne kraje w problemach, które realizują swój budżet zgodnie z planem, ale które mogą być pod presją w przypadku realizacji scenariusza bankructwa Grecji. Jeszcze pod koniec lipca to był tylko hipotetyczny scenariusz, który teraz jest jednak coraz bardziej prawdopodobny. Władze w strefie muszą brać go pod uwagę, gdyż dotychczasowe działania zawodziły.

Kolejny ważniejszy termin wykupu obligacji skarbowych przez Grecję przypada na grudzień (i Grecja na ten czas będzie potrzebowała gotówki z zewnątrz), a we wrześniu/październiku w krajach strefy euro odbędą się głosowania nad rozszerzeniem kompetencji dla europejskiego mechanizmu pomocowego (wartego 440 mld EUR) oraz nad drugim programem pomocy dla Grecji. Ta przedłużająca się niepewna sytuacja sprzyjać będzie dalszej dużej zmienności na parkietach giełdowych, ale też w europejskim systemie bankowym. Z niepokojem obserwujemy rosnące napięcia na rynku międzybankowym eurolandu, których przejawami są np. rosnąca stopa procentowa, po jakiej banki udzielają sobie pożyczek (LIBOR), a także coraz większa wartość depozytów banków komercyjnych w ECB – widać wyraźnie, że banki unikają lokowania pieniędzy u siebie nawzajem. Trudno teraz określić, jakie implikacje miałyby upadek Grecji dla banków i gospodarki. Wspomnienia po upadku Lehmana są tragiczne. Jednak zwracamy też uwagę, m.in. na to, że banki są teraz lepiej dokapitalizowane niż wtedy, firmy mają większą nadpłynność niż w 2008. A przede wszystkim, upadek Grecji pozwalałby „zaoszczędzić” łącznie ponad 150 mld EUR, które do Grecji mają popłynąć z zewnętrznej pomocy w kolejnych latach, co można by przeznaczyć na dofinansowanie banków.

W obliczu wielu pesymistycznych newsów, jakie zajmują główną uwagę mediów, widzimy też dużo korzystnych sygnałów.

Wiele wydarzeń na rynkach przypomina te z połowy 2008 roku. W gospodarce sytuacja jest jednak całkowicie inna sytuacja niż wtedy. Teraz (przynajmniej tak było do lipca) USA znajdują się w środkowej, a nie schyłkowej fazie ożywienia. Bankructwo Lehman Brothers nastąpiło w 10 miesiącu recesji w USA. To, że gospodarka USA wolno się rozwija nie oznacza, że przez to musi popaść w recesję, jak często się argumentuje. Paradoksalnie dzięki temu gospodarka ta ma niemały bufor przeciwko kolejnemu załamaniu i ma więcej do nadrobienia niż do stracenia. W trakcie tego cyklu firmy bardzo ostrożnie podchodziły do zwiększania zatrudnienia, inwestycji czy zapasów, jednocześnie gromadząc coraz więcej gotówki na bilansach i redukując swój dług. To jest teraz istotny bufor przed recesją w gospodarce. Wszystkie najbardziej cykliczne

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

WRZESIEŃ 2011

elementy w amerykańskiej gospodarce są wyraźnie poniżej swoich długoterminowych trendów, co wspiera naszą opinię, że więcej jest do nadrobienia niż do stracenia. Nie wykluczamy, że recesja może wystąpić, gdyż naturalną reakcją na przedłużający się kryzys zaufania jest wstrzymywanie się z decyzjami o ekspansji, co następnie może przerodzić się w recesję. Taka ewentualna recesja powinna być jednak płytka i krótka... jeśli nie dojdzie do tego poważny kryzys bankowy, który może ją znacznie pogłębić (ale niekoniecznie wydłużyć). Jednak też nie możemy mówić bez przerwy o ewentualnej recesji, kiedy twarde dane wciąż wskazują na kontynuację ożywienia. Uważamy, że w sytuacji poprawy nastrojów na rynkach to ożywienie przybrałoby na dynamice, a gospodarka światowa podążałaby dalej według swojego naturalnego cyklu (aż do przegrzania, które w końcu – jak zawsze – wymusiłoby recesję).

Dla świata też ważne jest to, że z każdym kolejnym kwartałem w światowym PKB rośnie udział gospodarek szybko się rozwijających, co w niemałym stopniu rekompensuje wolny rozwój w krajach Zachodu. Kolejne miesięczne dane z Chin potwierdzają stabilny, dynamiczny rozwój drugiej gospodarki świata.

Ewentualny upadek Grecji zupełnie nie musi mieć takich samych implikacji dla gospodarki jak upadek Lehman Brothers. Gospodarka i banki na upadek Grecji przygotowują się od dłuższego czasu (stąd m.in. wszechobecny sceptycyzm przedsiębiorców). Ryzyko rozprzestrzenienia się kryzysu na inne kraje jest spore, jednak banki centralne z wyprzedzeniem zaczęły dostarczać płynność do sektora finansowego. Na chwilę obecną wydaje się, że w wycenach banków jest zawarty naprawdę bardzo czarny scenariusz, który nie znajduje pokrycia w fundamentach.

Ponadto sierpniowo/wrześniowe spadki na giełdach były bardzo dynamiczne i bardzo szybko uwzględniły wiele negatywnych scenariuszy. Wyceniane jest już mocne spowolnienie, czy otarcie się o recesję, a w niektórych sektorach również i słabsza recesja jest w cenach.

Wyceny akcji stały się bardzo atrakcyjne. Wskaźnik cena/wartość księgową dla indeksu światowego był w ostatnich dziesięcioleciach na niższych (i to niewiele niższych) poziomach niż obecnie tylko w okresie kilku miesięcy po upadku Lehman Brothers. Rekordowo niskie rentowności obligacji na najważniejszych rynkach powodują również, że jest coraz mniej sensownych alternatyw wobec akcji.

Jesteśmy jednak świadomi, że w sytuacji poważnych zawirowań w systemie bankowym eurolandu negatywne emocje mogą nakręcać serię negatywnych wydarzeń, których konsekwencji nie można obecnie przewidzieć.

Obserwujemy pilnie twarde dane makro (a nie wskaźniki nastrojów czy indeksy ISM/PMI, które w sytuacjach zawirowań na rynkach nie wynikających bezpośrednio z samej gospodarki, nieraz wysyłały mylne sygnały) oraz rozwój sytuacji na rynku międzybankowym w Europie i USA. Zmienność na rynkach będzie się utrzymywać na podwyższonym poziomie, powodując często skrajne zachowanie inwestorów.

W kolejnych tygodniach prawdopodobnie będziemy ograniczać nasze zaangażowanie na rynek akcyjny, zwłaszcza jeśli napięta sytuacja na międzybanku w Europie będzie się przedłużać.

Z poważaniem,
Zespół Noble Funds TFI