

Warszawa, dnia 22.11.2013 r.

## Komentarz rynkowy

### Spojrzenie na rynek

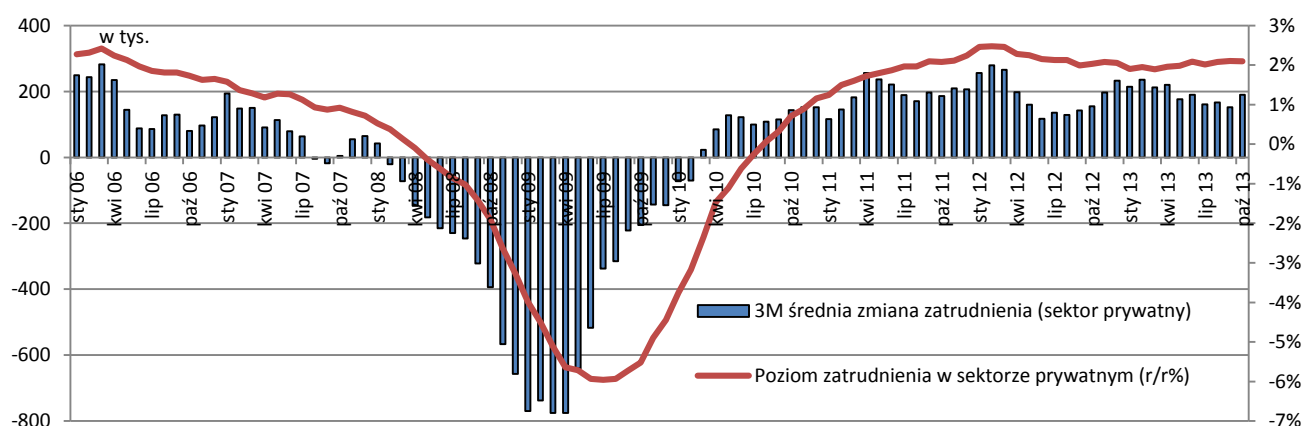
- **Lepsze dane z USA. Poprawa w gospodarce USA lekiem na problematyczne drogie euro?**

Na rynkach akcji utrzymują się pozytywne trendy i nie zmieniam oczekiwań co do tej klasy aktywów. Liczę na dobrą końcówkę roku i na kontynuację wzrostów w średnim i dłuższym terminie, choć już powtórzenie tego-rocznej skali wzrostów na głównych indeksach światowych (powyżej 20-25%) w przyszłym roku wydaje się mało prawdopodobne. Krótkoterminowych fluktuacji, korekt spadkowych oczywiście nie zabraknie, trzeba się na nie uodpornić, ale też nie rezygnować ze strategii cięcia strat, jeśli te przekroczą zakładany przez nas poziom.

W bieżącym komentarzu chciałbym jednak skupić się na ostatnich danych z USA (szerzej opisanych w komentarzu makro), na polityce Fed i EBC oraz przedstawić ostatnie prognozy gospodarcze dla świata, a na końcu omówić przedstawiony przez chiński rząd pakiet reform.

Gospodarka USA wydaje się, że znacznie lepiej przetrwała tymczasowe zamknięcie rządu w październiku, niż można się tego było wcześniej spodziewać. Pozytywnie zaskoczyły dane z rynku pracy za ostatni miesiąc, a nie-mniej ważne były tu też rewizje w górę wyników za dwa poprzednie miesiące. To istotnie poprawiło bieżący obraz amerykańskiego rynku pracy. Średnia 3-miesięczna zmiana zatrudnienia w okolicach +200 tys., jak obecnie, to jest już obiecujący wynik. Pozytywnie należy też odbierać stabilne utrzymywanie się na przestrzeni ostatnich ponad dwóch lat dynamiki rocznej zmiany zatrudnienia w okolicach +2% (na wykresie poniżej).

*Zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym USA - dynamika roczna i średnia 3-miesięczna zmian miesięcznych*



Źródło: Bureau of Labor Statistics, obliczenia własne.

W amerykańskim przemyśle obserwujemy stopniowe przyspieszenie, trend powoli poprawia się od połowy roku, choć dopiero w październiku nastąpiło tu jakieś wyraźniejsze przyspieszenie patrząc na dynamikę 3-miesięczną. Nie jest ona jeszcze jakaś imponująca, ale już całkiem przyzwoita. Wzmocnienie w sektorze potwierdza też rosnąca konsekwentnie od kwietnia relatywna siła sektora przemysłowego względem S&P500. Wydatki konsumentów poka-zują od miesiący przeciętne tempo ekspansji, choć tu też mamy ostatnio pewne wzmocnienie.

Dane o PKB za III kwartał pozytywnie zaskoczyły, choć kompozycja już nie tak bardzo. Analizowany przeze mnie w poprzednim komentarzu rynkowy łączny udział kategorii cyklicznych w PKB zanotował jednak dalszą poprawę (poza inwestycjami firm wszystkie kategorie cykliczne zanotowały wyraźny wzrost). Podtrzymuję wniosek z tamtej analizy, że przestrzeń do kontynuacji ekspansji w USA jest całkiem pokaźna, a gospodarka ma dobre fundamenty, by wzrost przyspieszył w kolejnych kwartałach.

Ogólnie, obraz gospodarki USA po tymczasowym zamknięciu rządu w październiku jest całkiem korzystny. Istnieje pewne prawdopodobieństwo, że w styczniu znów dojdzie do „zamknięcia rządu”, ale teraz i Fed i rynek wi-dzą, że w październiku nie wyrządziło to wielkiej szkody gospodarce i kolejnym razem też nie powinno. Dlatego naturalnie wzmacniają się dyskusje o pierwszym cięciu programu QE nie na posiedzeniu marcowym, ale wcześniej, w styczniu albo jeszcze w grudniu. Uważam, że rynki (akcji i długu) są przygotowane nawet na termin grudniowy. Fed pracuje obecnie nad nową strategią komunikacji z rynkiem i m.in. omawia możliwość obniżenia oprocentowa-nia od nadwyżkowych depozytów (ponad te wymagane), jakie w banku centralnym złożyły banki komercyjne. Miałoby to na celu oczywiście zniechęcenie banków do trzymania tak dużych środków w banku centralnym. To mo-głoby spowodować, że część depozytów zostanie wycofana z banku centralnego, a banki komercyjne zaczną szu-kać wyższych stóp zwrotu w formie innych inwestycji. Część środków zostałaby „zainwestowana” w gospodarkę w postaci kredytów, część w zakup aktywów, np. obligacji. Tym samym wpływ cięcia QE na gospodarkę i na rynek długu, na którym Fed jest teraz głównym graczem, byłby mniejszy niż się oczekuje, gdyż mniejsza skala środków płynących z Fed zostałaby zrekompensowana w pewnym stopniu przez nowe środki płynące na rynek z banków komercyjnych. Z czasem może to rodzić ryzyko powstania dużej nadpłynności w gospodarce i powstawania presji inflacyjnej. Jednak też nie zapominajmy o tym, że jeśli Fed może obniżyć oprocentowanie od nadwyżkowych de-pozytów banków, by zwiększyć podaż pieniądza w gospodarce, tak też może to oprocentowanie podnieść (zachęca-jąc banki do deponowania środków w banku centralnym), by część tej podaży z gospodarki „zabrać”, jeśli taka potrzeba zajdzie.

Rozpoczęcie procesu wygaszania QE przez Fed byłoby korzystne dla bliskiej nam strefy euro. Po ostatniej serii danych z tego regionu coraz wyraźniej widać, że silna zwyżka kursu euro, trwająca od lipca prawie do końca października, uderzyła w wielu europejskich eksporterów. Ponieważ opłaczalny kurs euro jest na zdecydowanie wyższych poziomach dla eksporterów niemieckich niż francuskich (czy dla większości innych krajów regionu), to też Niemcy wyglądają obecnie dużo lepiej, a Francja znów niepokoi słabą kondycją swojego sektora przemysłowego. Europejski Bank Centralny doskonale zdaje sobie sprawę jak ważny dla regionu jest kurs euro, zwłaszcza w tej fazie ożywienia, w której teraz jest euroland. Ostatnia fala osłabienia wspólnej waluty (m.in. dzięki przybliżeniu w czasie rozpoczęcia wygaszania programu QE przez Fed), to dobry sygnał, choć to nie przełoży się z dnia na dzień na wzrost zamówień, potrzeba na to pewnego czasu. Zadaniem EBC jest podtrzymać retorykę, która będzie stabilizo-wać kurs euro lub go obniżać. Jeśli sama retoryka nie pomoże, to w kolejnych miesiącach powinny pojawić się konkretne działania, których jednak EBC prawdopodobnie nie chciałby podejmować (m.in.

LTRO). EBC jest jednak w dużym stopniu uzależniony od tego, co zrobi amerykański Fed i kiedy ten rozpocznie wygaszanie QE oraz w jakim tempie będzie ono postępowało. Dlatego EBC wyczekuje na pierwszy ruch amerykańskiego banku, którego termin oczywiście ciągle nie jest znany. Szef EBC, M. Draghi, liczy że jego bank nie będzie musiał robić nic, by osłabić kurs euro, kiedy już Fed rozpocznie ograniczanie program QE.

- **Najnowsze prognozy gospodarcze. Rok 2013 miał być rokiem transformacji w światowej gospodarce i ten scenariusz się realizuje.**

Przy kontynuacji ekspansji w USA, wzmacnianiu się ożywienia w strefie euro i całkiem prawdopodobnym utrzymaniu dynamiki wzrostu gospodarki Chin powyżej 7% w przyszłym roku możemy oczekiwać wyższej dynamiki wzrostu w gospodarce światowej. Rok 2013 miał być rokiem transformacji, kiedy po dłuższym okresie spowolnienia na świecie (od drugiej połowy 2011) w połowie roku miało nastąpić przyspieszenie aktywności, które zapoczątkuje stopniowy powrót do dynamik wzrostu światowego PKB bliższych potencjałowi (ok. 4%). I

to przyspieszenie właśnie obserwujemy.

Fundamentów ku temu, by w drugiej połowie 2014 roku dynamika roczna globalnego PKB zbliżyła się do 4%, także nie brakuje. W tabeli obok załączam ostatnie prognozy dla PKB świata i poszczególnych gospodarek od: MFW, Komisji Europejskiej, OECD i konsensus z Bloomberg. MFW i OECD prognozują przyspieszenie światowego PKB do 3.6% z poniżej 3% w tym roku. Komisja Europejska zakłada dynamikę +3.95%. Prognozy dla poszczególnych gospodarek w większości pokrywają się. Zarówno wspomniane instytucje, jak i konsensus z Bloomberg, zakładają przyspieszenie gospodarki USA z ok. 1.7% w tym roku do 2.6% w przyszłym. Strefa euro może osiągnąć wzrost w okolicach +1%, po spadku o 0.4% w 2013 r. Chiny utrzymują (w prognozach) dynamikę wzrostu powyżej 7% i na chwilę obecną wydaje się to do zrealizowania.

Przyspieszenie światowej gospodarki, jeśli będzie się realizowało zgodnie z powyższymi prognozami, nie powinno jeszcze przez dłuższy czas prowadzić do narastania presji inflacyjnej, a tym samym zmuszać banki centralne do pospiesznego wycofywania się z ekspansywnej polityki monetarnej.

Zagrożen dla realizacji scenariusza przyspieszenia wzrostu jak zawsze nie brakuje, w trakcie roku będą pojawiać się rozmaite problemy, ale na chwilę obecną te potencjalne ryzyka wydają się być znacznie mniejsze niż w ostatnich latach (między innymi i przede wszystkim: polityka fiskalna nie będzie już ciążyć wzrostowi, jak np., w tym roku w USA, w poprzednich latach w strefie euro).

|             | 2013 |      |      |                       |
|-------------|------|------|------|-----------------------|
|             | MFW  | KE   | OECD | konsensus (Bloomberg) |
| Świat       | 2,9  | 3,2  | 2,7  | -                     |
| USA         | 1,6  | 1,6  | 1,7  | 1,7                   |
| Strefa euro | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4                  |
| Chiny       | 7,6  | 7,5  | 7,7  | 7,6                   |
| Japonia     | 2,0  | 2,1  | 1,8  | 1,9                   |
| Niemcy      | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,5                   |
| Polska      | 1,3  | 1,3  | 1,4  | 1,2                   |
|             | 2014 |      |      |                       |
|             | MFW  | KE   | OECD | konsensus (Bloomberg) |
| Świat       | 3,6  | 4,0  | 3,6  | -                     |
| USA         | 2,6  | 2,6  | 2,9  | 2,6                   |
| Strefa euro | 1,0  | 1,1  | 1,0  | 1,0                   |
| Chiny       | 7,3  | 7,5  | 8,2  | 7,4                   |
| Japonia     | 1,2  | 2,0  | 1,5  | 1,6                   |
| Niemcy      | 1,4  | 1,7  | 1,7  | 1,7                   |
| Polska      | 2,4  | 2,5  | 2,7  | 2,7                   |

Źródło: MFW, KE, OECD, Bloomberg

- **Chiny - ambitny plan reform; zrealizowany może istotnie poprawić długoterminowy potencjał Chin.**

Pod koniec zeszłego tygodnia władze Chin przedstawiły szczegóły pakietu reform, który zamierzają wkrótce zacząć wprowadzać w życie. Pakiet obejmuje 16 obszarów społeczno - gospodarczych, dotyczy praktycznie każdego istotnego sektora w kraju i przedstawia sześćdziesiąt głównych założeń. Szczegółowy plan reform, jego zakres, okazał się bardziej ambitny niż oczekiwala większość obserwatorów rynków. Wdrożony nawet w połowie może istotnie poprawić stabilność gospodarki chińskiej, „wynieść” ją na nowy poziom rozwoju i poprawić długoterminowy potencjał wzrostu. Główne założenia:

- **Zmniejszenie roli rządu w gospodarce i powierzenie większej roli w kształtowaniu procesów gospodarczych wolnemu rynkowi.** Rząd ma się skupić na stabilizacji procesów makroekonomicznych i poprawie konkurencyjności. Otwarty zostanie sektor bankowy, kapitał prywatny będzie miał możliwość zakładania małych i średnich banków. Kapitał prywatny, także zagraniczny, zostanie dopuszczony do większości sektorów, nie związanych z bezpieczeństwem narodowym. W obszarach, gdzie monopol państwowy nie jest dłużej uzasadniony, nastąpi proces jego „rozbijania”. Wolny rynek ma w większym stopniu odpowiadać za kształtowanie cen obecnie regulowanych w Chinach: woda, paliwa, gaz, komunikacja, telekomunikacja. Nastąpi dalsza liberalizacja w zakresie ustalania przez banki stóp procentowych. Jednocześnie, by zapewnić większe bezpieczeństwo, rząd będzie wprowadzał odpowiednie regulacje. Większa rola wolnego rynku ma zapewnić m.in. efektywniejsze wykorzystanie zasobów gospodarki, podniesienie wydajności gospodarki, a więc i długoterminowo poprawić jej potencjał.
- **Odejście od polityki jednego dziecka.** Jeśli jeden z rodziców jest jedynakiem, para będzie mogła mieć dwoje dzieci. To podniesie potencjał gospodarki ze względu na poprawę trendów demograficznych, a także częściowo rozwiąże problem rosnących w przyszłości obciążeń fiskalnych ze względu na starzejące się społeczeństwo.
- **Zliberalizowany zostanie system *hukou*, czyli rejestracji ludności wiejskiej w miastach.** Proces przepływu ludności wiejskiej do miast jest obecnie ściśle kontrolowany przez państwo, co ma m.in. na celu nie dopuszczenie do dalszego przeludniania się miast. System rejestracji kategoryzuje obywateli na ludność wiejską i miejską, przy czym ci pierwsi są traktowani jako obywatele drugiej kategorii. Przyjeżdżają do miast w poszukiwaniu pracy, ale są pozbawieni wielu przywilejów, które są przypisane ludności miejskiej. Nie mając karty rezydenta nie mogą korzystać z podstawowych usług publicznych, jak darmowa edukacja, służba zdrowia, jak również nie mogą kupić nieruchomości w mieście. Ich dzieci nie mogą uczęszczać do szkół w obszarze zurbanizowanym. Tym samym migranci oszczędzają więcej niż obywatele miast, bo za większość darmowych normalnie przywilejów muszą płacić. System jest uznawany naturalnie za niesprawiedliwy, jednak władze nie liberalizowały go dotychczas w obawie przed dramatycznym wzrostem kosztów wydatków społecznych i masowym napływem ludności do i tak już przeludnionych miast. W ramach proponowanej reformy system *hukou* zostanie złagodzony. Małe miasta otworzą się zupełnie na napływ ludności wiejskiej, która uzyska takie same prawa jak miejska. W miastach średnich restrykcje zostaną złagodzone, a efekty będą na bieżąco kontrolowane. W wielkich miastach restrykcje pozostaną. Liberalizacja *hukou* wesprze m.in. proces urbanizacji, poprawi sytuację na rynku nieruchomości, spowoduje rozwój

sektora usług i jest jedną z głównych reform, która ma na celu oparcie gospodarki w większym stopniu na wydatkach konsumentów.

- **Ponadto:** reformowane będą finanse publiczne, system podatkowy, rolnicy będą mogli swobodnie dysponować prawem do ziemi i wiele, wiele innych.

Proces wdrożenia reform nie będzie łatwy, wiele obietnic nie będzie w pełni zrealizowanych, ale zakres, szerokość tego pakietu jest imponująca. Wdrożenie choć połowy proponowanych reform poprawi stabilność gospodarki, finansów publicznych, systemu emerytalnego. Szacuje się, że wdrożenie głównych reform zwiększy potencjał wzrostu PKB dla Chin o trzy punkty procentowe w porównanie ze scenariuszem „braku reform”.

**Z poważaniem,**

**Tomasz Smolarek / Doradca inwestycyjny / Noble Funds TFI S.A.**

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przestanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.