

Warszawa, dnia 03.03.2014 r.

Komentarz rynkowy

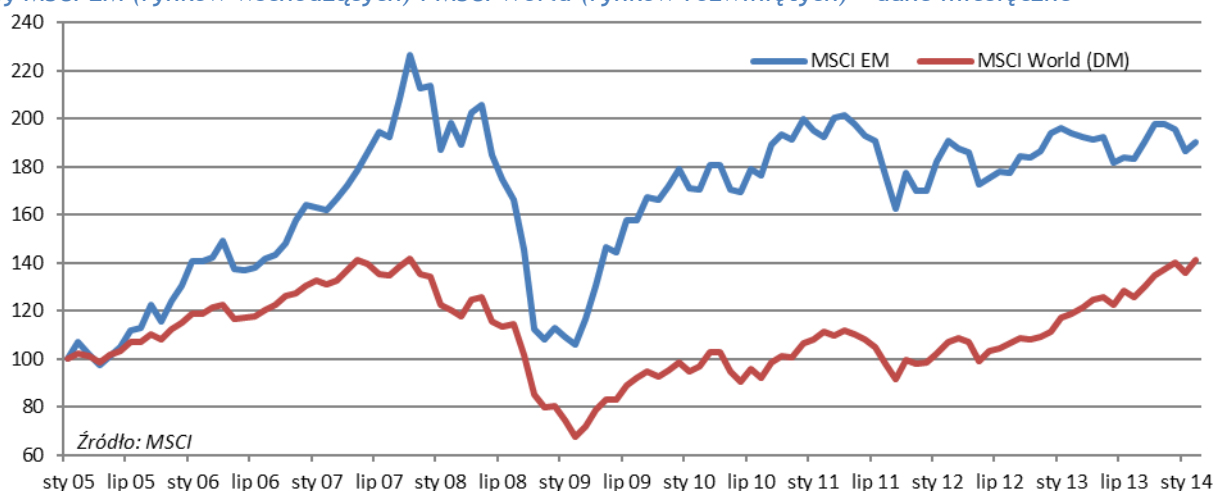
Spojrzenie na rynek

- Mocny luty na światowych indeksach. Polska w czołówce wzrostów.**

Luty, na wielu rynkach akcji, był lustrzanym odbiciem stycznia. Podczas gdy w styczniu zdecydowana większość indeksów na świecie zanotowała spadki, a tylko w pojedynczych przypadkach mieliśmy wzrosty, to w lutym sytuacja była już zupełnie odwrotna. Wszystkie indeksy MSCI rynków rozwiniętych poza Japonią (minimalny spadek) zakończyły luty zwyżkami. Podobnie rzecz ma się na rynkach wschodzących. Tutaj jedynie w czterech przypadkach na 21 krajów odnotowano stratę. Zdecydowanym liderem spadków były Węgry (-9%). Z kolei największe wzrosty odnotowała Grecja (+14%). MSCI Poland z wynikiem +7.3% w walucie lokalnej należał do wyróżniających się indeksów. Patrząc z perspektywy inwestora zagranicznego, wynik polskiego indeksu za luty w USD: +12% był drugim (po Grecji) najlepszym rezultatem na rynkach EM.

Indeks rynków rozwiniętych MSCI World zyskał w lutym 4.8% (w USD), po tym jak stracił w styczniu 3.8%. Choć wynik od początku roku oscyluje w okolicach zera to długoterminowy trend wzrostowy na rynkach rozwiniętych jest utrzymany. Indeks MSCI Emerging Markets wzrósł w lutym o prawie 3%, wobec straty o 6.6% miesiąc wcześniej. Ten zagregowany indeks rynków wschodzących pozostaje kolejny rok w trendzie bocznym.

Indeksy MSCI EM (rynków wschodzących) i MSCI World (rynków rozwiniętych) - dane miesięczne



W lutym indeks warszawskiej giełdy WIG wzrósł o 5.9% i było to oparte na prawie 7-procentowym wzroście indeksu największych spółek WIG20 oraz 6% zyskach mWIG40. Indeks małych spółek sWIG80 został wyraźnie w tyle, zyskując tylko 0.5%. Słaba kondycja w tym sektorze może nieco niepokoić, jednak pewną rekompensatą jest tu dobre zachowanie indeksu najmniejszych spółek WIG Plus, który wzrósł w lutym o ponad 5%.

- Konflikt Rosja - Ukraina/Zachód przybiera na sile na początku marca.**

Pierwsza sesja marca zdominowana jest już przez konflikt na linii Ukraina/Zachód - Rosja. Kolejne ruchy wojsk rosyjskich na Krymie istotnie zwiększają awersję do ryzyka, co prowadzi do solidnej wyprzedaży akcji, zwłaszcza w naszym regionie (ucieczka inwestorów z Rosji wpływa też na ucieczkę z Polski czy Węgier, gdyż wchodzimy w skład tego samego indeksu regionalnego; dodatkowo bliskość geograficzna ze skonfliktowanymi krajami też nam nie pomaga). Sytuacja jest bardzo dynamiczna, istnieje niebagatelne ryzyko geopolityczne, sama Ukraina też jest wewnętrznie mocno podzielona, jednak zakładam, że o ile napięcia polityczne będą się utrzymywały to nie powinno to doprowadzić do wybuchu szerszego konfliktu i tym samym nie powinno mieć większego wpływu na kondycję światowej gospodarki (choć w pewnym stopniu krótkoterminowo może to ude-

rzyć w nastroje przedsiębiorców w Europie, a wyższa cena ropy to też dodatkowe obciążenie dla konsumentów i firm). Jednak wiemy jak nieprzewidywalna i zarazem przebiegła jest polityka Putina, dlatego żadnego scenariusza nie można od razu wykluczyć, choć szerszy konflikt zbrojny to scenariusz na razie mocno skrajny.

Zachód może i prawdopodobnie powinien nałożyć na Rosję sankcje gospodarcze, co przy słabnącej obecnie kondycji tamtejszej gospodarki jeszcze bardziej pogorszyłoby ich sytuację. Putin zresztą dobrze o tym wie, choć oczywiście to ambicje polityczne są priorytetem i do ich realizacji jest zdolny wiele poświęcić i postawić wszystko na „ostrzu noża”, zanim - jak zakładam - pojawi się rozwiązanie ugodowe. Zakładając nałożenie sankcji na Rosję, nasza gospodarka też może to w pewnym stopniu odczuć. Rosja to nasz piąty partner handlowy, choć odpowiada za „jedynie” 5.3% polskiego eksportu. Ponieważ eksport stanowi 46% polskiego PKB to eksport do Rosji jest wart 2.4% naszego PKB. Oczywiście nie ma mowy, żeby cały ten eksport przestał istnieć, ale przy sankcjach gospodarczych spadki mogłyby być wyraźne. Ukraina, nasz ósmy pod względem wolumenu partner handlowy, to kolejne 2.8%, czyli 1.3% PKB. Gospodarka ta ucierpi na konflikcie, a nasz eksport do tego kraju, przynajmniej krótkoterminowo, istotnie spadnie. Jednak dla Polski najważniejszym partnerem handlowym jest Unia Europejska, 75% eksportu. A z tego regionu ostatnie dane wychodzą coraz lepsze, co też powinno rekompensować zawiązką spadek eksportu na Wschód.

Abstrahując od tego jak rozwinie się sytuacja na Ukrainie, a tu na razie za dużo jest spekulacji, uważam, że fundamenty do dalszych wzrostów indeksów w Polsce i na rynkach rozwiniętych pozostają na właściwym miejscu: gospodarka światowa wzmacnia się, nie ma sygnałów zapowiadających recesję w USA czy w strefie euro (w tym przypadku dopiero zaczęliśmy wychodzić z ostatniej), alternatywy dla akcji pozostają słabe (rekordowo niskie stopy procentowe, ciągle b. niskie rentowności obligacji) i szybko to się nie zmieni, wyceny akcji choć już nie są tanie to ciągle nie są specjalnie wymagające (są bliskie średnim długoterminowym). Zagrożeń nie brakuje, m.in.: Ukraina-Rosja, obawy o Chiny, obawy o eskalację kryzysu na rynkach wschodzących, ewentualne zbyt wczesne zaostrezenie polityki monetarnej przez główne banki centralne lub też rezygnacja z kontynuowania reform na rynkach rozwiniętych, głównie europejskich (co uderzyłoby w nastroje przedsiębiorstw). Jednak na chwilę obecną uważam, że ciągle pozytywne przewyższają czynniki zagrożenia i długoterminowy trend wzrostowy powinien być kontynuowany.

- **Presja na gospodarki wschodzące. „Czołowa szóstka”.**

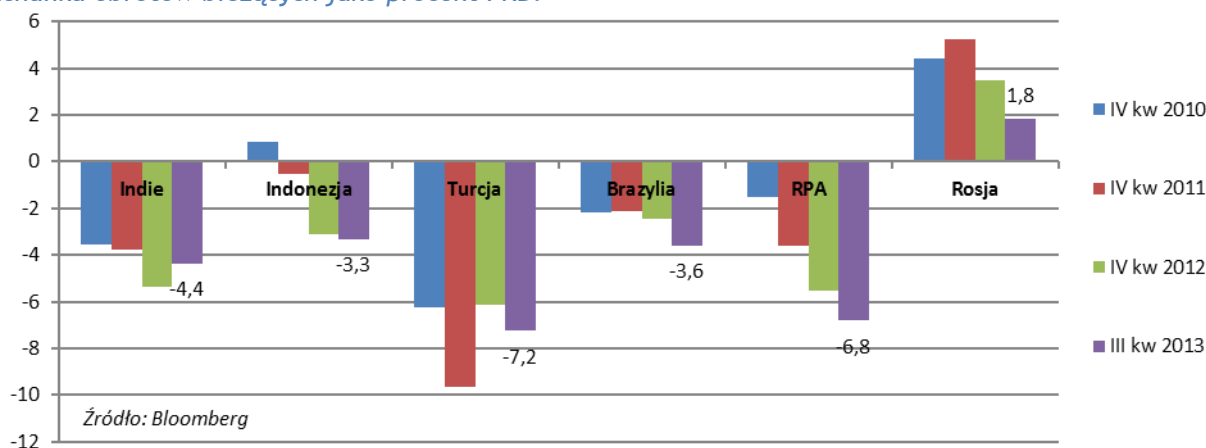
Indie (5.8% światowego PKB), Brazylia (2.8%), Indonezja (1.5%), Turcja (1.3%), RPA (0.7%) i teraz także Rosja (2.9%), to kraje o których fundamenty najmocniej obawiają się inwestorzy (abstrahując tu od Chin, o które obawy są wszechobecne już od kilku lat). Spowolnienie gospodarcze i pogarszające się perspektywy na kolejne lata, zbytne uzależnienie się od napływu zagranicznego kapitału, brak odpowiednich reform, wysoka inflacja to główne, choć nie jedyne problemy, z jakimi te kraje obecnie się borykają. Niemala część rynku oczekuje, że to wszystko doprowadzi do wybuchu prawdziwego kryzysu, jaki rynki wschodzące doświadczyły w latach 90-tych. Uważam jednak, że sytuacja obecna, a ta sprzed 20 lat jest znacznie inna. Ogólna pozycja finansowa tych krajów i ich fundamenty są obecnie dużo lepsze niż były w latach 90-tych. Tym samym, jakkolwiek trudna jest to sytuacja, to przy braku istotnych błędów ze strony polityków oraz bankierów centralnych nie powinniśmy doświadczyć eskalacji kryzysu na rynkach wschodzących. Rynek żąda reform (m.in. poprawiających konkurencyjność, działań naprawczych w finansach publicznych, działań niwelujących tzw. „wąskie gardła”, których istnienie decyduje o utrzymującej się wysokiej presji inflacyjnej), a gospodarki wymagają stopniowego dostosowania do nowych warunków (m.in. redukcja nadmiernych deficytów w wymianie z zagranicą).

Poza Indiami przez długi czas niewiele działo się w zakresie reform. Dopiero ostatnio pojawiły się pierwsze bardziej realne deklaracje z Brazylii i Indonezji. Ponieważ jednak rok 2014 będzie w wielu przypadkach rokiem wyborczym, to zaufanie inwestorów do tych deklaracji, bez ich widocznych realizacji, będzie mocno ograniczone. Kraje te w ostatnich latach prowadziły bowiem politykę mocno populistyczną i rok wyborczy nie ułatwi zmiany takiego podejścia. „Nacisk” ze strony rynków może jednak nie pozostawić politykom wyboru, o czym dobitnie przekonały się kraje południa Europy w ostatnich latach.

Druga pilna kwestia to redukcja deficytów na rachunku obrotów bieżących, który uwzględnia wymianę handlową z zagranicą. Redukcja nadmiernych deficytów w wymianie z zagranicą jest potrzebna, by zmniejszyć zapotrzebowanie na finansowanie zagraniczne, które przy stopniowym wygaszaniu programu QE przez Fed jest teraz ograniczane. Bez widocznych dostosowań w tym zakresie presja na waluty tych krajów będzie utrzymywana.

Poniższy wykres przedstawia saldo na rachunku obrotów bieżących jako procent PKB danego kraju. Dane są na koniec lat 2010-2012 do III kwartału 2013 roku. Nie obejmują więc w pełni bieżącej sytuacji (IV kw'13), ale ta nie różni się istotnie od sytuacji na koniec września ub.r.

Saldo rachunku obrotów bieżących jako procent PKB.



Sytuacja bilansowa stopniowo pogarszała się w poszczególnych krajach. Szczególnie wysokie deficyty notuje obecnie Turcja i RPA. W tym drugim przypadku jeszcze na koniec 2010 roku deficyt nie przekraczał 2% PKB, podczas gdy w zakończonym roku sięgał już prawie 7%. W Indiach, Indonezji (kraju, który kiedyś powtarzalnie notował nadwyżkę na rachunku obrotów) i Brazylii deficyty oscylują wokół 4%. Są to dość wysokie poziomy, ale nie ekstremalne. Jednak też wymagają one redukcji, by przywrócić zaufanie do walut tych krajów. Sytuacja w Rosji wygląda inaczej, gdyż tu ciągle jest nadwyżka. Jednak trend oraz dodatkowo ewentualne sankcje sugerują, że w kolejnych latach, kraj który kiedyś notował solidne nadwyżki zarówno na rachunku obrotów bieżących, jak i w finansach publicznych, w najbliższym czasie będzie w obu przypadkach notował deficyty. Rosja przez wiele miesięcy nie była łączona z problemami w pozostałej „piątce”, jednak teraz i ona dołączyła do tej grupy, a od początku 2014 r. rosyjski rubel należy do zdecydowanie najłabszych walut świata.

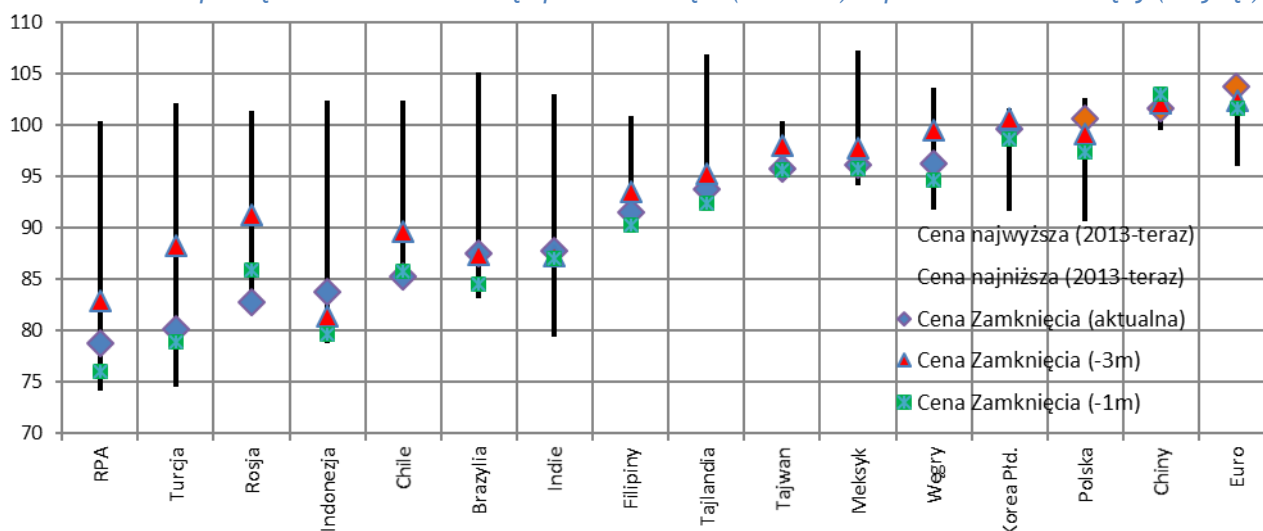
Pogorszenia salda wymiany handlowej w opisywanych krajach nie można tłumaczyć jedynie siłą rynku wewnętrznego i olbrzymim zapotrzebowaniem na dobra importowane, gdyż w wielu przypadkach od dłuższego czasu obserwujemy spowolnienie gospodarcze i wzrost poniżej potencjału. To pogorszenie salda to w dużej mierze efekt spowolnienia/recesji w eksporcie do Chin i na rynki rozwinięte (Europa). Szczególnie jest to widoczne w krajach eksportujących surowce (Brazylia, RPA, Rosja), na które zapotrzebowanie stopniowo spada. Ponadto lata zaniedbań w zakresie reform sprawiają, że rynki te straciły na swojej konkurencyjności, a jednocześnie poprawiły ją inne kraje, m.in. peryferie Europy. Dlatego kraje te nie korzystają teraz w takiej mierze z ożywienia w Europie, jak korzystałyby kilka lat wcześniej.

Na razie pierwsze efekty dostosowania w handlu zagranicznym widzimy już w Indiach (ograniczenie importu złota, które nie jest dobrem niezbędnym do życia, pomogło szybko poprawić statystykę) i inwestorzy wydają się dawać temu już pewne wyrazy uznania (o czym poniżej). Ciągłe jednak brakuje większych pozytywnych zmian w pozostałych gospodarkach. Kraje te łącznie tworzą 15% światowego PKB (pod względem paritetu siły nabywczej), a same Indie stanowią 6%, dlatego cieszy poprawa sytuacji w największym z tej grupy kraju.

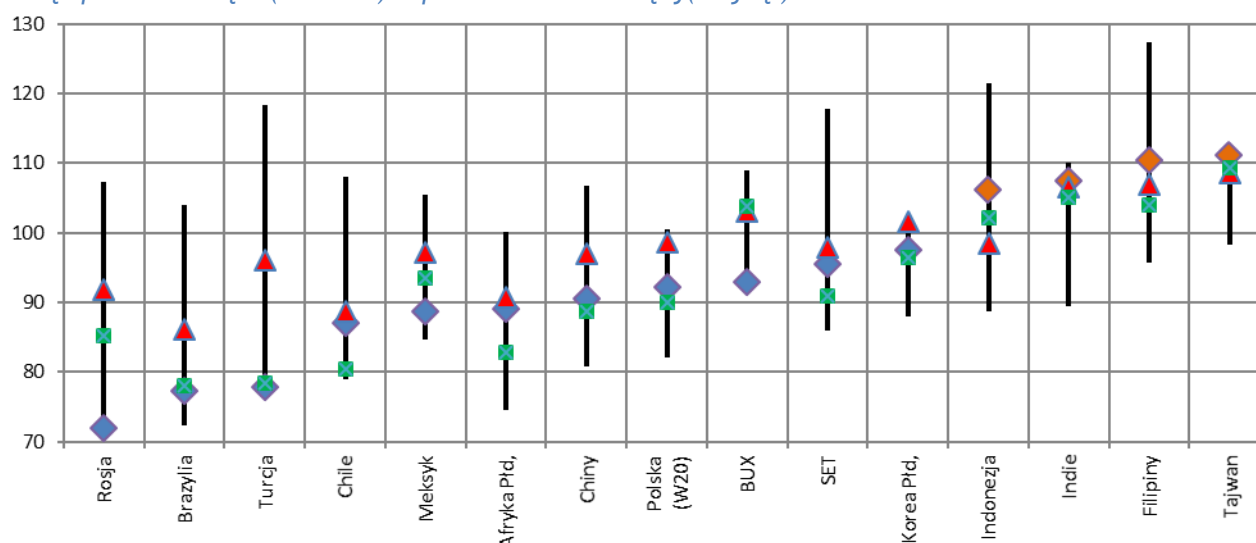
Presja na problematyczne rynki wschodzące nie ustępuje i pewnie szybko nie ustąpi, jednak ostatnie apogeum strachu jest kilka tygodni za nami. Wtedy banki centralne Turcji, RPA były niejako zmuszone, by istotnie podnieść stopy procentowe, dając tym samym wyraz chęci walki z inflacją, a także by zwiększyć atrakcyjność swoich walut i powstrzymać ich wyprzedaż. Sytuacja jednak nadal nie jest klarowna, a konflikt na wschodzie Europy powoduje, że dochodzi kolejny czynnik ryzyka, co najmniej krótkoterminowy. Uważam jednak, że do eskalacji kryzysu na rynkach wschodzących, którego skala mogłaby mieć istotny negatywny wpływ na światową gospodarkę, nie powinno dojść.

Ponieważ zachowanie walut największych rynków wschodzących oraz tamtejszych giełd będzie teraz jednym z najważniejszych „wskaźników” oddających awersję do ryzyka na światowych rynkach, stworzyliśmy wewnętrzny zagregowany indeks dla walut i giełd opisywanych powyżej sześciu problematycznych rynków wschodzących. Indeks walutowy jest ważony PKB każdego kraju, a indeks giełdowy ważony kapitalizacją giełd (wg MSCI). Najpierw jednak szersze spojrzenie na zachowanie szerokiej rzeszy walut i giełd EM. Patrząc na poniższe wykresy na razie największy kredyt zaufania spośród opisywanej szóstki wydają się dostawać Indie, co jest to uzasadnione zmianami (powolnymi, ale jednak), jakie mają tam obecnie miejsce. Reszta walut problematycznych krajów jest ciągle blisko swoich minimów, choć wśród największych gospodarek wschodzących (poza Chinami) jedynie w przypadku Rosji waluta znajduje się na absolutnym rocznym minimum. Rosyjski rubel mocno ucierpiał od początku stycznia i należy do zdecydowanie najstabszych walut w tym roku. Oprócz Rosji blisko absolutnych rocznych minimów są też waluty kilku mniejszych gospodarek rozwijających się, przy czym poza Chile (praktycznie nieistotny z punktu widzenia światowej gospodarki) w pozostałych przypadkach nie mieliśmy do czynienia z taką zmiennością kursu waluty jak w Rosji.

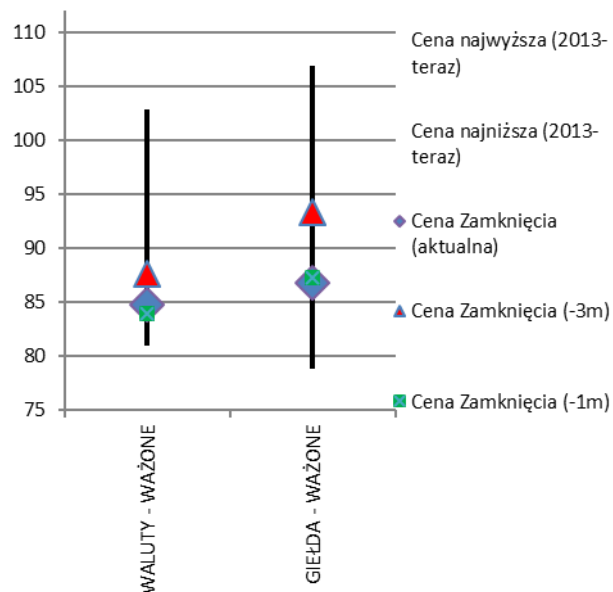
Wyniki walut w stosunku do amerykańskiego dolara (31.12.2012 = 100) uwzględniające bieżącą cenę (romb), zakres ruchów od początku 2013 r. oraz cenę sprzed miesiąca (kwadrat) i sprzed trzech miesięcy (trójkąt).



Wyniki giełd (31.12.2012 = 100) uwzględniające bieżącą cenę (romb), zakres ruchów od początku 2013 r. oraz cenę sprzed miesiąca (kwadrat) i sprzed trzech miesięcy (trójkąt).

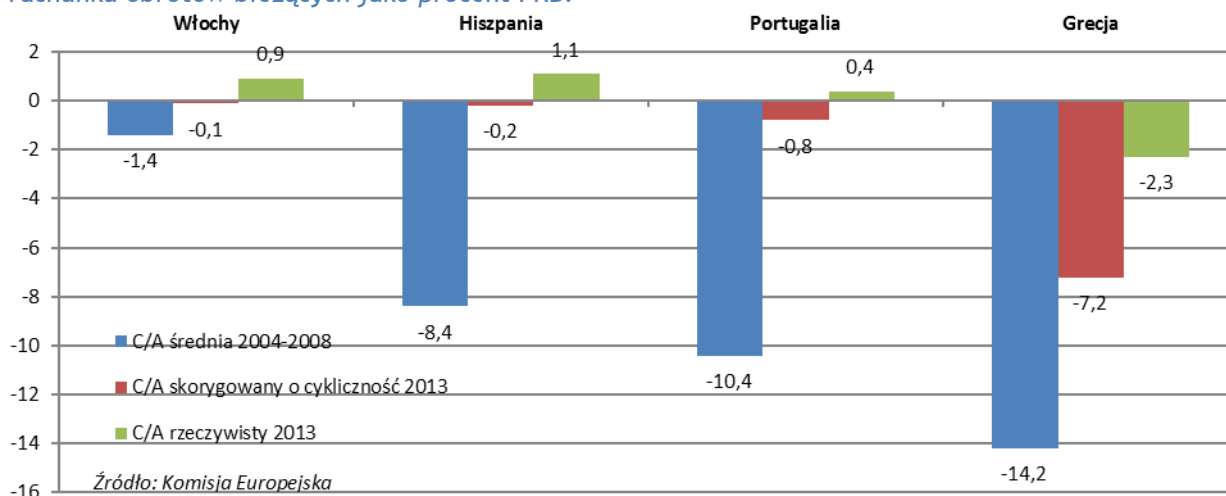


Dwa, trzy lata temu wskaźnikami „strachu”, awersji do ryzyka, były giełdy krajów peryferyjnych UE czy też wskaźniki z europejskiego rynku międzybankowego. Teraz awersję do ryzyka pokazują nam waluty krajów wschodzących. Zagregowany „indeks walutowy dla problematycznej szóstki” odbił od dołka z III kwartału o 5%. Ciągłe jest to poziom o 17% niższy od najwyższego wyniku rocznego, jednak nie zakładam, by ta strata mogła być w pełni odrobiona i by indeks ten miał dążyć do tych maksimów. Celem indeksu jest ocena awersji do ryzyka. Oddaje go nie tylko odległość od rocznych minimów, ale też bieżące momentum. Indeks (uwzględniający ruch walut w dniu 3 marca) jest nieznacznie powyżej poziomu sprzed miesiąca, ale 3% poniżej wyniku sprzed trzech miesięcy. Widać było tu wcześniej pewną stabilizację/poprawę, ale przez konflikt Ukraina-Rosja ten poprawiający się trend jest znów poddany solidnej próbie. Obecna wartość jest w pierwszym kwintylu rocznego zakresu ruchu (a dokładnie na pograniczu I i II, gdzie I jest najgorszy, a V najlepszy), co także pokazuje, że bieżąca sytuacja jest daleka od komfortowej. Nieco lepiej sytuacja wygląda na zagregowanym indeksie giełdowym. Ten odbił już 10% od dołka i znajduje się w drugim kwintylu rocznego zakresu ruchu. Indeks pozostaje jednak jeszcze 7% poniżej poziomu sprzed trzech miesięcy, a w trzech na sześć krajów (Rosja, Turcja, Brazylia) obserwujemy bardzo słabe momentum.



To jak bardzo można poprawić saldo wymiany handlowej z zagranicą pokazuje przykład gospodarek peryferyjnych UE. Hiszpania, Grecja i Portugalia przed kryzysem w 2008 r. notowały powtarzalnie deficyty w okolicach 10% PKB, zupełnie niemożliwe poziomy do utrzymania w długim terminie. Mimo to kuszone przez tanie finansowanie, podobnie jak w/w rynki wschodzące, niewiele robiły z tym problemem. To zmieniło się po wybuchu kryzysu, a zwłaszcza przy jego drugiej, europejskiej odstonie. Jeszcze w 2011 roku deficyt Grecji wynosił aż 12% PKB, Portugalii 7% (tyle co obecnie Turcja i RPA), a Hiszpanii 4% (obecnie: Indie, Indonezja, Brazylia). Teraz, na koniec 2013 r., Komisja Europejska szacuje, że w Portugalii zanotowano nadwyżkę +0.4% PKB, a w Hiszpanii +1.1%. Deficyt w Grecji spadł do -2%, choć bank centralny Grecji podał ostatnio, że w 2013 r. po raz pierwszy od II wojny światowej Grecja zanotowała nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (te dane być może nie zostały jeszcze ujęte w szacunkach KE).

Saldo rachunku obrotów bieżących jako procent PKB.



Taka poprawa to nie tylko efekt silnego spowolnienia na rynku wewnętrznym tych krajów, ale także dobrych wyników eksportu. Rynki te korzystają z poprawy swojej konkurencyjności w wyniku szeroko przeprowadzonych w ostatnich latach reform i spadku poziomu płac. Powyższy wykres przedstawia średni wyniki rachunku obrotów bieżących (C/A) za lata 2004-2008 oraz dane za rok 2013. Dodatkowo dodana została także wartość salda C/A uwzględniającego efekty cykliczne, który jest pewnym szacunkiem KE, na jakim poziomie byłoby omawiane saldo, gdyby dany kraj rozwijał się na poziomie swojego potencjału z odbudowanym rynkiem wewnętrznym, którego słabość zaniża obecnie wartość importu. Powrót do deficytów w opisywanych krajach notowanych przed kryzysem jest praktycznie niemożliwy, nawet przy odbudowie rynku wewnętrznego. Sytuacja uległa dramatycznej poprawie.

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 przesłanki 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.