



Investors

grudzień 2011

Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji



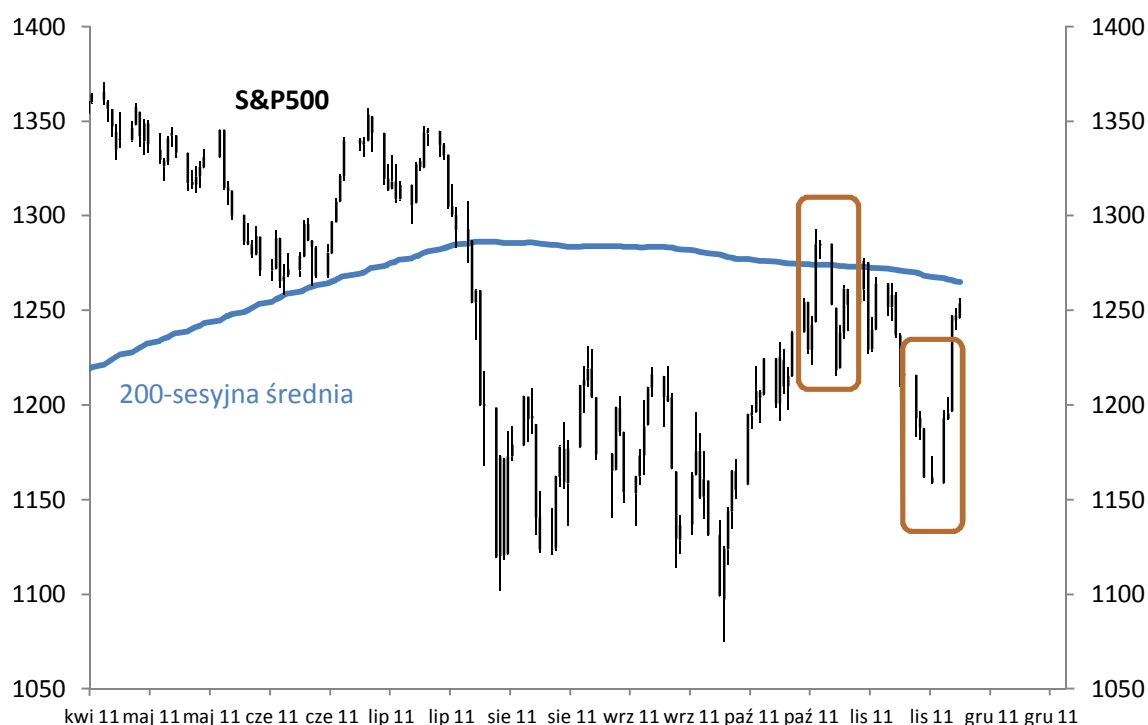
Podsumowanie

- Podobnie jak w październiku, w ostatnich dniach listopada, nastąpiła gwałtowna i nieoczekiwana zmiana sytuacji na rynkach. Wzrosty podczas zaledwie dwóch sesji zdołały w dużej mierze zatrzeć złe wrażenie po fali spadków trwającej niemal przez cały listopad.
- Pretekstem do odreagowania stała się skoordynowana akcja najważniejszych banków centralnych, która nastąpiła w ostatnim dniu miesiąca. Głównym przesłaniem, jakie moim zdaniem, stoi za tą decyzją gwarantującą płynność w sektorze jest to, że nie będzie kolejnego „Lehman Brothers” w czasie tej odsłony kryzysu.
- Również twarde dane z amerykańskiej gospodarki pomogły rynkowym bykom. Zaskakująco dobra okazała się wielkość sprzedaży detalicznej zanotowanej w USA podczas długiego weekendu po Świątce Dziękczynienia. Również poziom planowanych zwolnień w firmach, jak i przyrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym nie wskazują na rosnące zagrożenie nadchodzącą recesją w Ameryce.
- Dopóki indeksy nie spadną poniżej swoich minimów z początków października lub nie wyjdą ponad 200-sesyjne średnie, trudno jest wskazać zwycięzcę w pojedynku pomiędzy bessą, a krachem. Biorąc pod uwagę zachowanie się rynków akcji w ostatnich miesiącach, wydaje mi się, że dopiero pierwszy kwartał przyszłego roku umożliwi nam bardziej precyzyjne określenie najbardziej prawdopodobnej wersji wydarzeń.
- Analogie do poprzednich krachów w USA jednoznacznie sugerują, że przez kolejne miesiące będziemy musieli zmagać się z równie dużą zmiennością indeksów akcji, jak ostatnio. Jednak nagrodą za poszarpane nerwy inwestorów powinno być ukształtowanie się wyraźnego trendu wzrostowego, którego wypełnienie oznaczałoby atak na niedawne szczyty w drugiej połowie 2012 roku.
- W nieco krótszej perspektywie najbliższych kilku tygodni, nie pozostaje mi nic innego jak pozostać wiernym scenariuszowi bazowemu na czwarty kwartał bieżącego roku, który nakreśliłem pod koniec września. Dlatego wydaje mi się, że grudzień, choć w nieco skromniejszym wydaniu, powinien pójść śladem październikowych wzrostów i zakończyć się na wyraźnym plusie. Zwycięzcy mogą doprowadzić WIG20 do poziomu nieznacznie przekraczającego 2450 punktów. Myślę, że będzie to maksymalny wysięk, do jakiego zdolny jest rynek do końca tego roku.
- Niestety, główny problem, który zaprzętał głowy inwestorów podczas wrześniowych i listopadowych spadków nie został rozwiązany. Co gorsza, przedłużanie się politycznych targów oraz rozprzestrzenienie się „greckiej zarazy” na kolejne kraje strefy euro z Francją włącznie, zaczyna wywierać coraz większy wpływ na realną gospodarkę w Europie. Wydaje mi się jednak, że podobnie jak pod koniec 2004 roku w przypadku dolara, tak obecnie w stosunku do euro plotki o rychłej śmierci wspólnotowej waluty nie potwierdzą się.

Komentarz miesięczny: grudzień 2011

W minionym miesiącu mieliśmy do czynienia z odwróceniem sytuacji z października, kiedy to po szybkim i znaczącym wzroście rynków akcji, wiele światowych giełd zdołało zniwelować większość sierpniowych spadków. Gdy wydawało się już, że amerykańskie indeksy będą w stanie na stałe wybić się ponad 200-sesyjne średnie i zaatakują tegoroczne szczyty, spekulacje o greckim referendum stały się świetnym pretekstem do zatrzymania euforii na akcjach. W analogiczny sposób w ostatnich dniach listopada, po trzech tygodniach spadków, które zaczęły się rozkręcać w drugiej połowie miesiąca, nastąpiła gwałtowna i nieoczekiwana zmiana sytuacji. Wzrosty, które miały miejsce zaledwie w ciągu dwóch sesji zdołały w dużej mierze zatrzeć złe wrażenie po listopadowej fali spadków. To ważne, gdyż skala tej przeceny okazała się wprost proporcjonalna do skali wzrostów z października (wykres 1).

Wykres 1: Przebieg indeksu S&P500 w 2011 roku

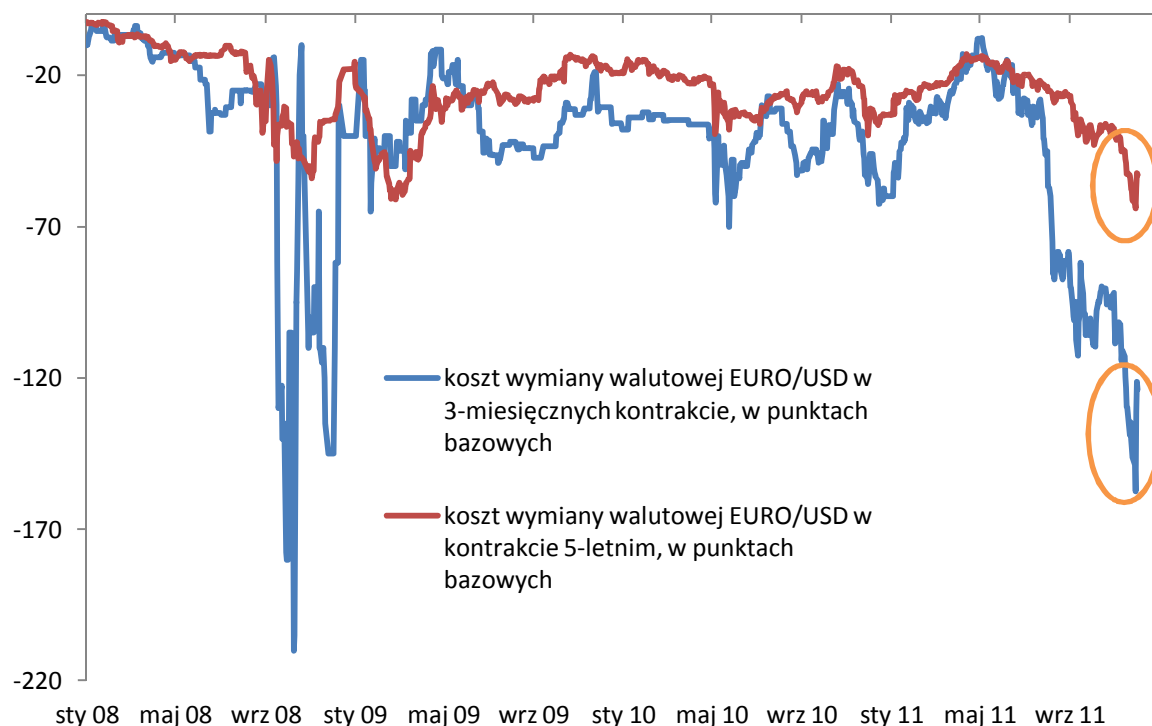


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Tym razem pretekstem do odreagowania wcześniejszych spadków stała się przeprowadzona w ostatnim dniu miesiąca skoordynowana akcja najważniejszych banków centralnych. Co ważniejsze, nastąpiła ona w dzień po ogłoszeniu przez agencję S&P decyzji o obniżeniu ratingu dla wielu światowych banków. Co ciekawe, jednym z „obdarowanych” gorszą oceną kredytową był bank inwestycyjny Goldman Sachs. Zapewne tak szybka reakcja banków centralnych nie ma z tym nic wspólnego, ale głównym przesłaniem, jakie, moim zdaniem, stoi za tą decyzją gwarantującą płynność w sektorze jest to, że nie będzie kolejnego „Lehman Brothers” w czasie tej odstępny kryzysu. Dlatego pozostaję na stanowisku, że, podobnie jak przy poprzednich recesjach, kiedy to agencje ratingowe spóźniły się z właściwą oceną skali zagrożeń, tak w tym momencie ich wysiłki, żeby przewidzieć

bankructwo zanim się faktycznie wydarzy, okazały się daremne. Sama decyzja banków centralnych o obniżeniu kosztu zamiany walut narodowych na dolary i zwiększeniu dostępności amerykańskiej waluty w systemie bankowym była jak najbardziej na miejscu. Szczególnie, gdy weźmiemy pod uwagę, że rynkowa ocena płynności walutowej w europejskich bankach była w ostatnich tygodniach analogiczna do poziomu z credit crunchu w ostatnim kwartale 2008 roku (wykres 2).

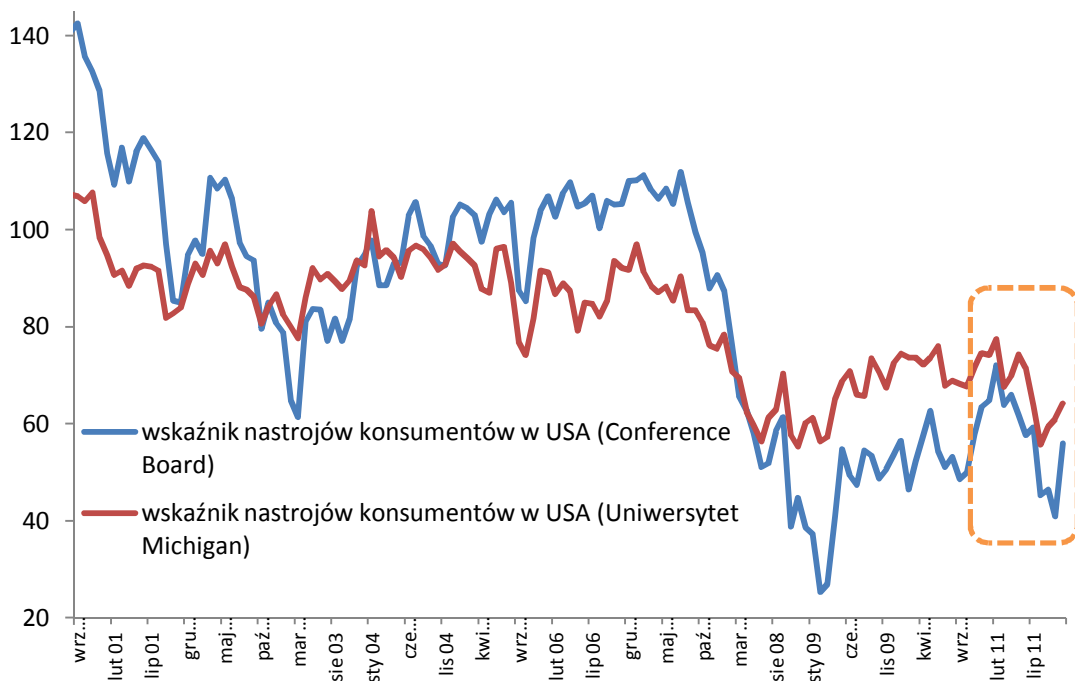
Wykres 2: Warunki transakcji wymiany walut EURO/USD (Swap)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jednak nie tylko administracyjne decyzje, ale również twarde dane z amerykańskiej gospodarki stały za dynamiczną poprawą nastrojów z końca listopada. Po pierwsze, zaskakująco dobre dane o sprzedaży detalicznej zanotowanej w USA podczas długiego weekendu po święcie Dziękczynienia były potwierdzeniem poprawy sentymentu wśród amerykańskich konsumentów. Najwyraźniej, październikowe wzrosty na rynkach akcji przywróciły nadzieję amerykańskiemu wystraszonym zapowiadającym kryzysem (wykres 3).

Wykres 3: Wskaźniki nastrojów wśród konsumentów w USA



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

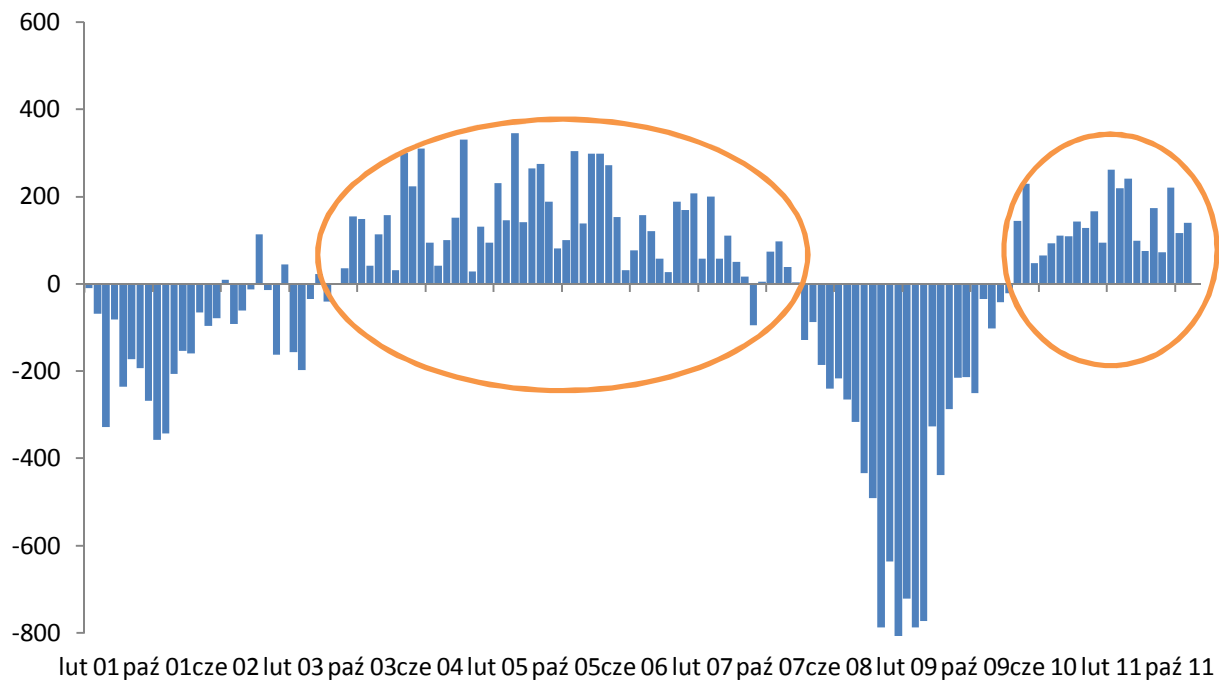
Z drugiej strony, niejako na potwierdzenie dobrego nastoju amerykańskich konsumentów, dane dotyczące zatrudnienia w USA okazały się lepsze od prognoz. Zarówno poziom planowanych zwolnień w firmach, jak i przyrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym nie wskazują na rosnące zagrożenie nadchodzącą recesją w Ameryce (wykres 4 i 5).

Wykres 4: Dane dotyczące zmian na rynku pracy w USA



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 5: Miesięczny przyrost zatrudnienia w prywatnym sektorze pozarolniczym w USA

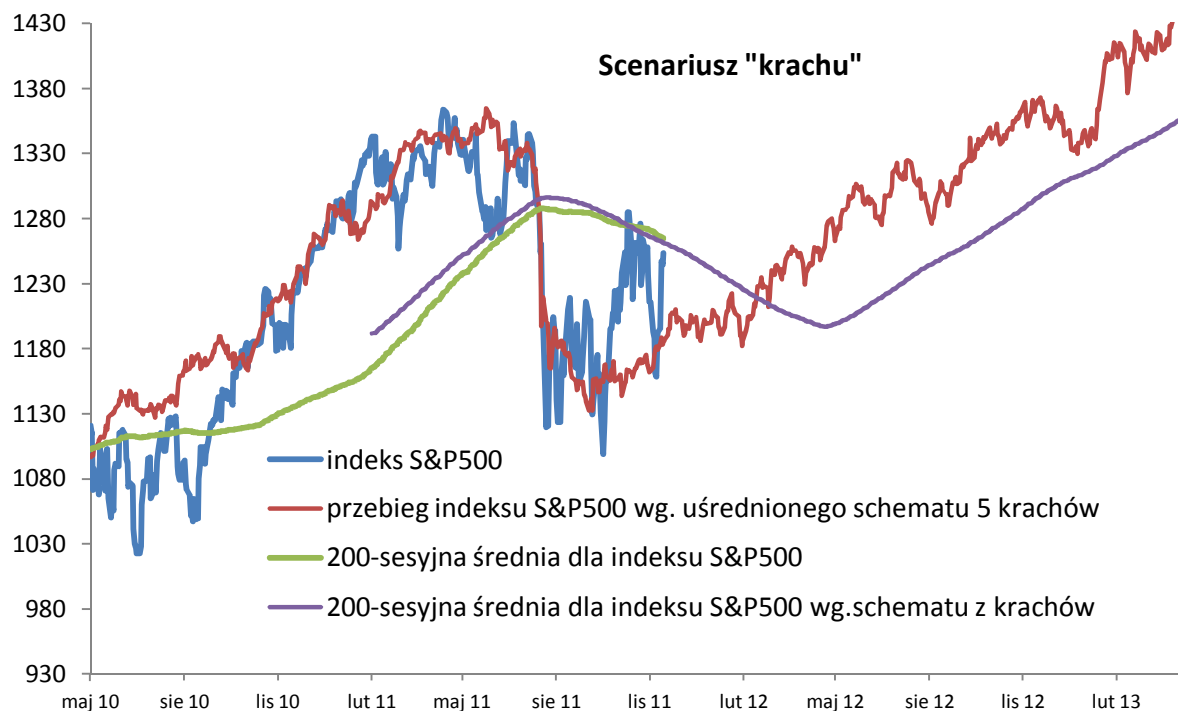


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Bez względu na oficjalne powody gwałtownego odreagowania rynków akcji po listopadowej przecenie, w dalszym ciągu nie ma jednoznacznych sygnałów przemawiających ani za scenariuszem światowej bessy, ani za krachem, którego jestem zwolennikiem. Dopóki indeksy spadną poniżej dołków z początków października lub nie wyjdą ponad 200-sesyjne średnie, trudno jest wskazać zwycięzcę w tym pojedynku. Biorąc pod uwagę zachowanie się rynków akcji w ostatnich miesiącach wydaje mi się, że dopiero pierwszy kwartał przyszłego roku umożliwi nam bardziej precyzyjne określenie najbardziej prawdopodobnej wersji wydarzeń.

Przyjmując wariant optymistyczny, w którym dołki indeksów w obecnym cyklu mamy już za sobą, należy podkreślić, że kontynuacja trendu wzrostowego nie będzie usłana różami. Analogie do poprzednich krachów w USA jednoznacznie sugerują, że przez kolejne miesiące będziemy musieli zmagać się z równie dużą zmiennością indeksów akcji, jak ostatnio. Jednak nagrodą za poszarpane nerwy inwestorów powinno być ukształtowanie się wyraźnego trendu wzrostowego, którego wypełnienie oznaczałoby w drugiej połowie 2012 roku atak na niedawne szczyty (wykres 6).

Wykres 6: Przebieg indeksu S&P500 w ostatnim roku na tle wzorca „krachu”

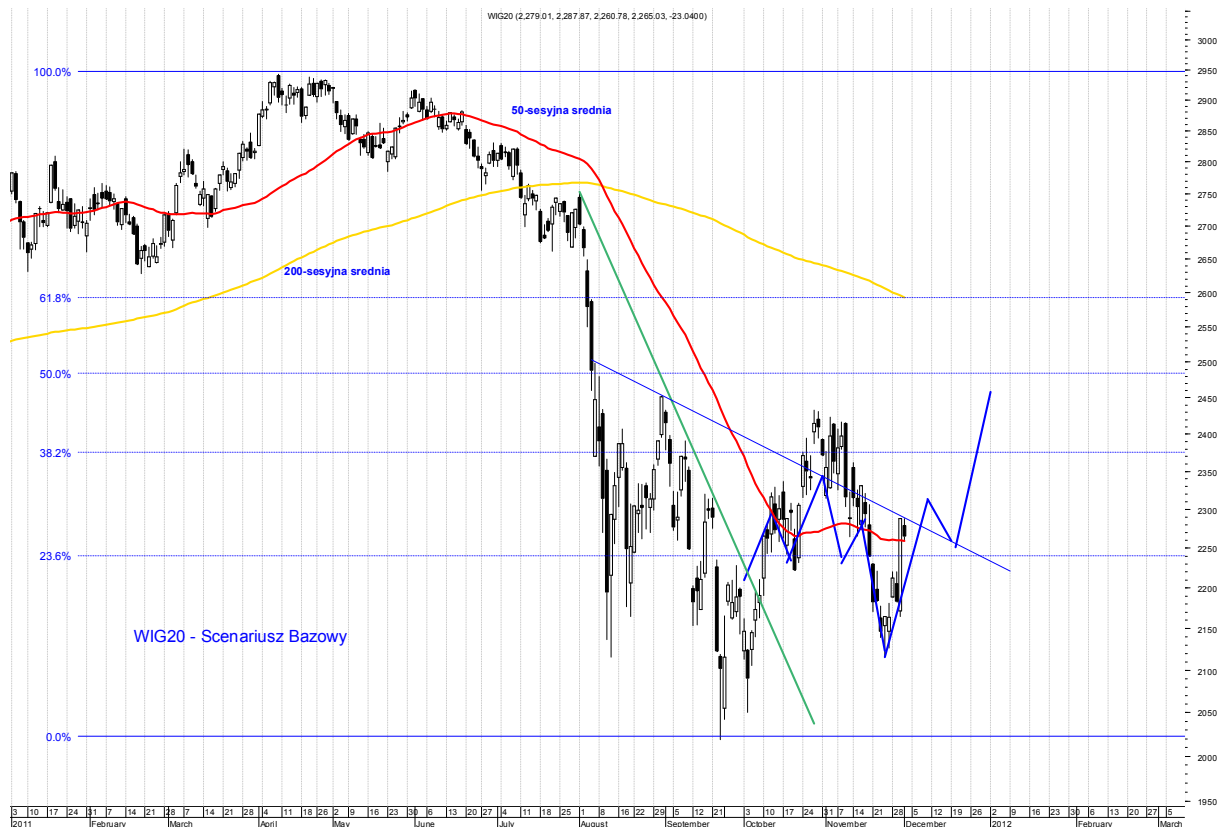


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W nieco krótszej perspektywie najbliższych kilku tygodni, nie pozostaje mi nic innego jak pozostać wiernym scenariuszowi bazowemu na czwarty kwartał bieżącego roku, który nakreśliłem pod koniec września. Skoro rynek, z jakiegoś powodu, postanowił podążać założonym szlakiem, a nie występują inne przesłanki do zmiany tej koncepcji, najbardziej racjonalnym zachowaniem jest pozostanie przy wersji, która udowodniła swoją wartość (wykres 7).

Dlatego wydaje mi się, że grudzień, choć w nieco skromniejszym wydaniu powinien pójść śladem październikowych wzrostów i zakończyć się na wyraźnym plusie. Zwyżki mogą doprowadzić WIG20 do poziomu nieznacznie przekraczającego 2450 punktów. Myślę, że będzie to maksymalny wysięk, do jakiego zdolny jest rynek do końca tego roku. Nie sądzę, żebyśmy byli w stanie dokonać większego skoku.

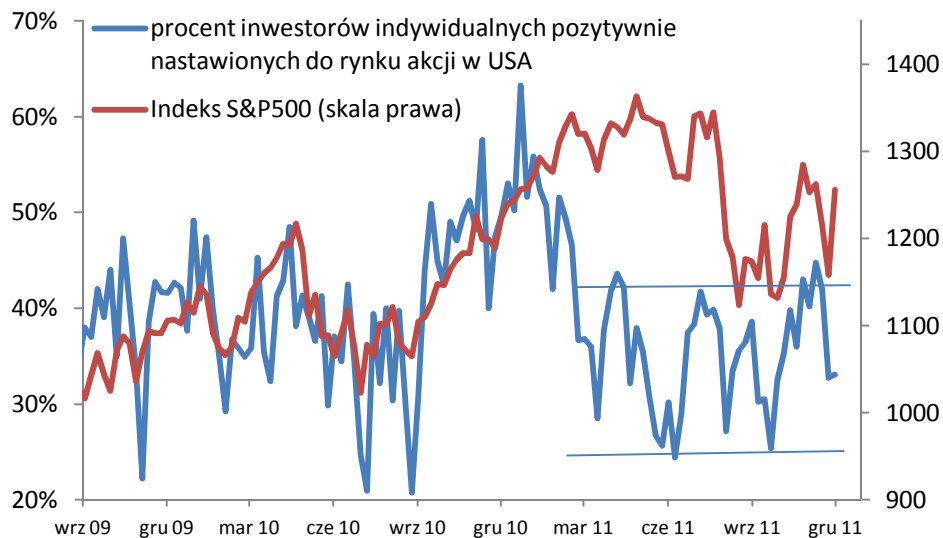
Wykres 7: Scenariusz bazowy dla indeksu WIG20 na 4 kwartał 2011 roku



źródło: Metastock, obliczenia własne

Co prawda, listopadowe spadki dość mocno wystraszyły giełdowych graczy, zarówno w Polsce, jak i w USA, jednak ich optymizm nie zdążył spaść na tyle nisko, żeby stanowić wyraźną podstawę do długiej fali ponadprzeciętnych wzrostów (stosując kontrariańskie podejście). Moim zdaniem, nastroje panujące wśród indywidualnych inwestorów w Ameryce nie pozwalają z czystym sumieniem założyć, że grudniowa fala wzrostowa będzie bardzo silna. Choć wskaźnika tego użyłem w poprzednim komentarzu, jako argumentu za listopadową korektą, to w tym momencie odczyt tego indeksu pozwala na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków (wykres 8).

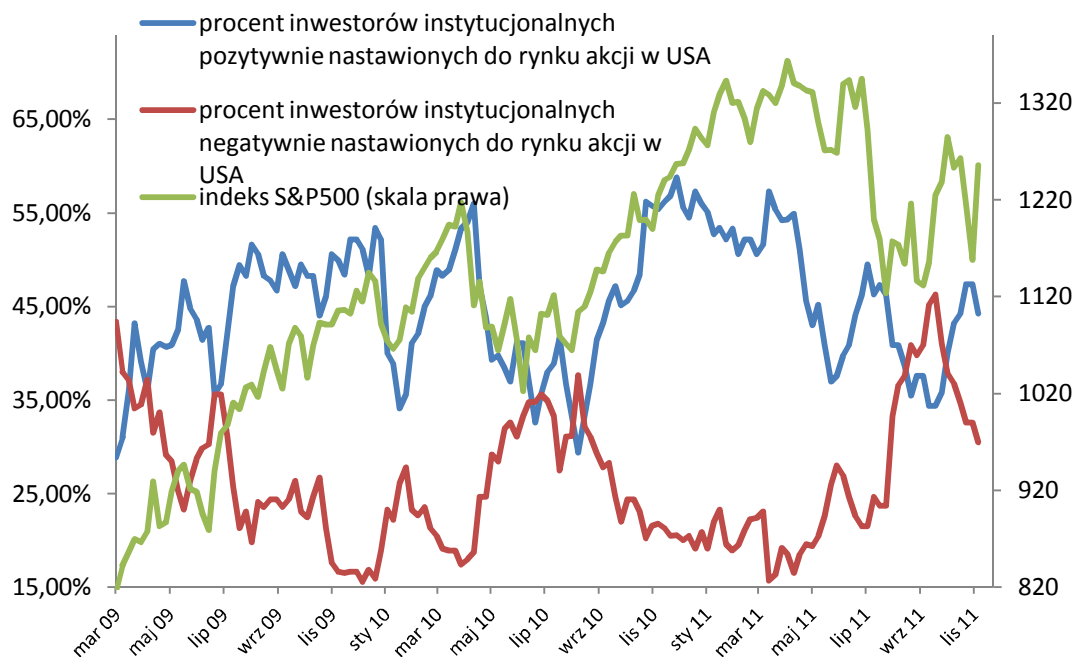
Wykres 8: Sentyment do rynku akcji w USA wśród inwestorów indywidualnych



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Również obserwując nastawienie inwestorów instytucjonalnych w Stanach Zjednoczonych, którzy praktycznie nie zauważyli listopadowej przeceny, a nawet jeśli, to zdołali utrzymać w ryzach swoje nerwy, trudno jest obstawiać jakieś spektakularne wzrosty w najbliższych tygodniach (wykres 9).

Wykres 9: Sentyment do rynku akcji w USA wśród inwestorów instytucjonalnych

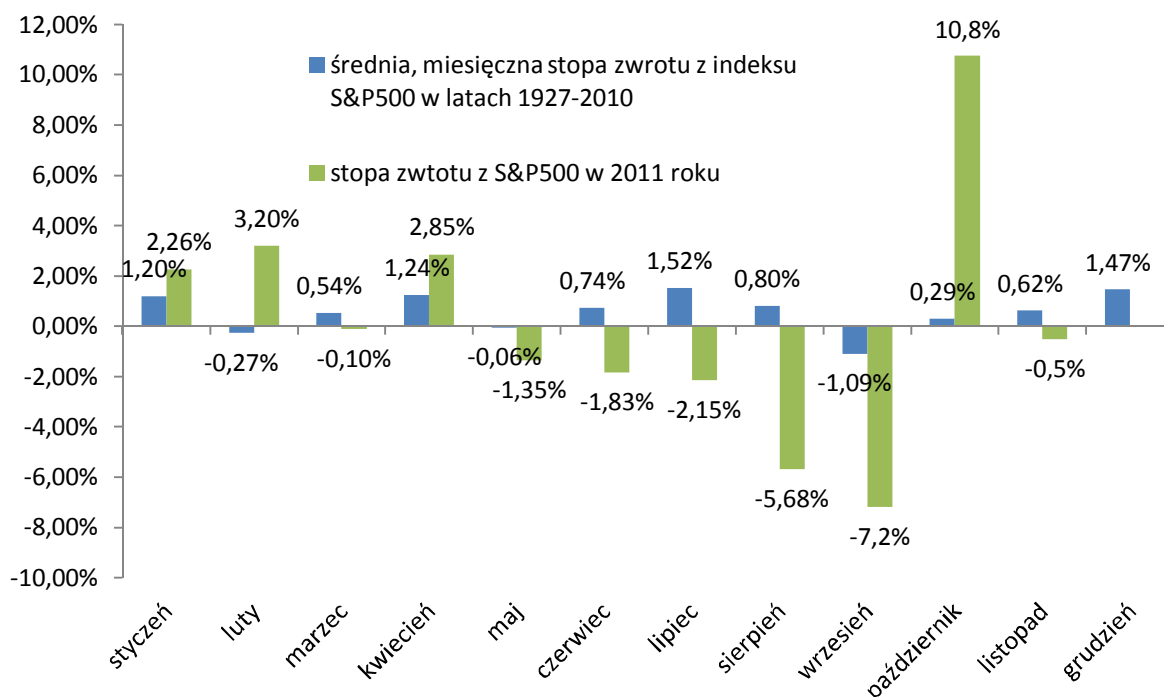


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc jednak pod uwagę historyczną sezonowość na rynkach akcji w USA wchodzimy właśnie w statystycznie najlepszy okres dla indeksów akcji. Zarówno grudzień, jak i styczeń powinny, zgodnie z tradycyjnym wzorcem, zakończyć się wzrostami (wykres 10). Niestety kończący się właśnie rok

uświadomił nam jak zwodnicze może być poleganie na analogiach do przeszłości. Dlatego pozostając umiarkowanym optymistą, zakładam, że rok 2011 będziemy kończyć na wyższych niż obecnie poziomach jednak w grudniu mogą nas jeszcze czekać różne perturbacje i chwile zwątpienia tak, jak to miało miejsce przed tegorocznym Świętem Dziękczynienia.

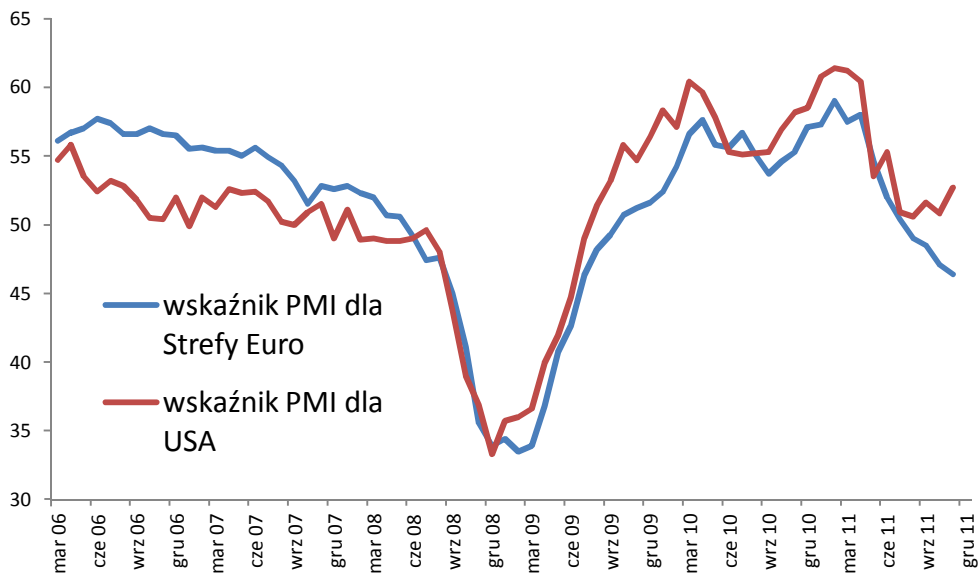
Wykres 10: Sezonowość na rynku akcji w USA



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Niestety główny problem, który zaprzętał głowy inwestorów podczas wrześniowych i listopadowych spadków nie został rozwiązany. Europa nadal tonie i poza kolejnymi szczytami oraz apelami polityków nie bardzo jest widać perspektywę zakończenia tego kryzysu. Co gorsza, przedłużanie się politycznych targów oraz rozprzestrzenienie się „greckiej zarazy” na kolejne kraje strefy euro z Francją włącznie, zaczyna wywierać coraz większy wpływ na realną gospodarkę w Europie. Najlepiej widać to porównując ostatnie dane dotyczące aktywności ekonomicznej wśród przedsiębiorców na podstawie wskaźników PMI dla USA i Europy. Podczas gdy w Stanach Zjednoczonych sytuacja gospodarcza zdaje się stabilizować (choć przy niższym tempie wzrostu), to w krajach strefy euro kontynuowany jest trend kurczenia się gospodarki (wykres 11).

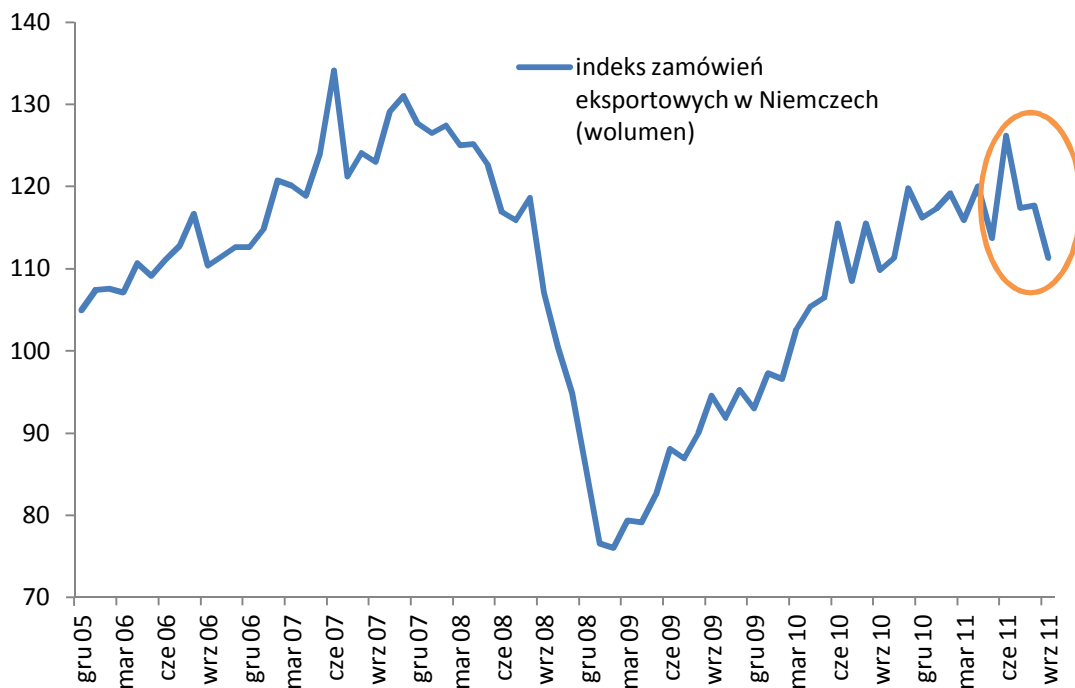
Wykres 11: Wskaźniki aktywności gospodarczej w USA i w Europie (PMI)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Co gorsza, zaczyna to dotyczyć również największą gospodarkę Europy, czyli Niemcy, gdzie zamówienia eksportowe zaczynają się raptownie kurczyć (wykres 12).

Wykres 12: Wolumen zamówień eksportowych w Niemczech



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W takich warunkach nie ma się co dziwić, że tematem numer jeden w światowych mediach stał się rychły upadek już nie tylko poszczególny państw, ale również wspólnej waluty i Strefy Euro (ostatnia okładka The Economist).

Okładka The Economist z 26 listopada 2011 r. i z 4 grudnia 2004 r.

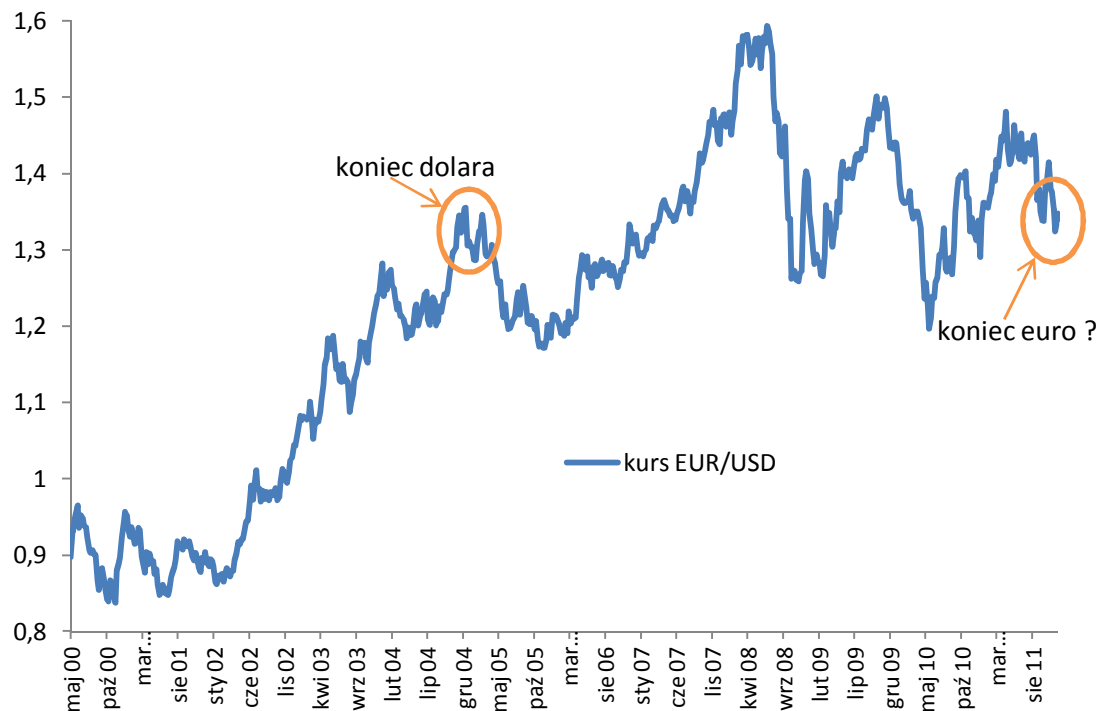


źródło: www.economist.com

Na szczęście od ogłoszenia końca euro, do rzeczywistej porażki tego europejskiego eksperymentu droga może okazać się bardzo daleka tak, jak zapowiedzi upadku amerykańskiego dolara sprzed siedmiu lat nie oznaczały końca gospodarczej dominacji USA (okładka The Economist z grudnia 2004 roku).

Wydaje mi się, że podobnie jak pod koniec 2004 roku w przypadku dolara, tak obecnie w stosunku do euro plotki o rychłej śmierci wspólnotowej waluty nie potwierdzą się (wykres 13).

Wykres 13: Przebieg kursu walutowego EURO/USD w ostatniej dekadzie



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc pod uwagę sentyment rynków finansowych do euro oraz wielkość środków zainwestowanych przez inwestorów w grę przeciwko tej walucie, odwrócenie się negatywnej tendencji z listopada może nastąpić dość szybko (wykres 14). Ewentualna poprawa notowań euro do dolara mogłaby zbiec się w czasie z grudniowymi wzrostami na indeksach akcji.

Wykres 14: Kurs walutowy EURO/USD na tle nastawienia inwestorów do europejskiej waluty



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

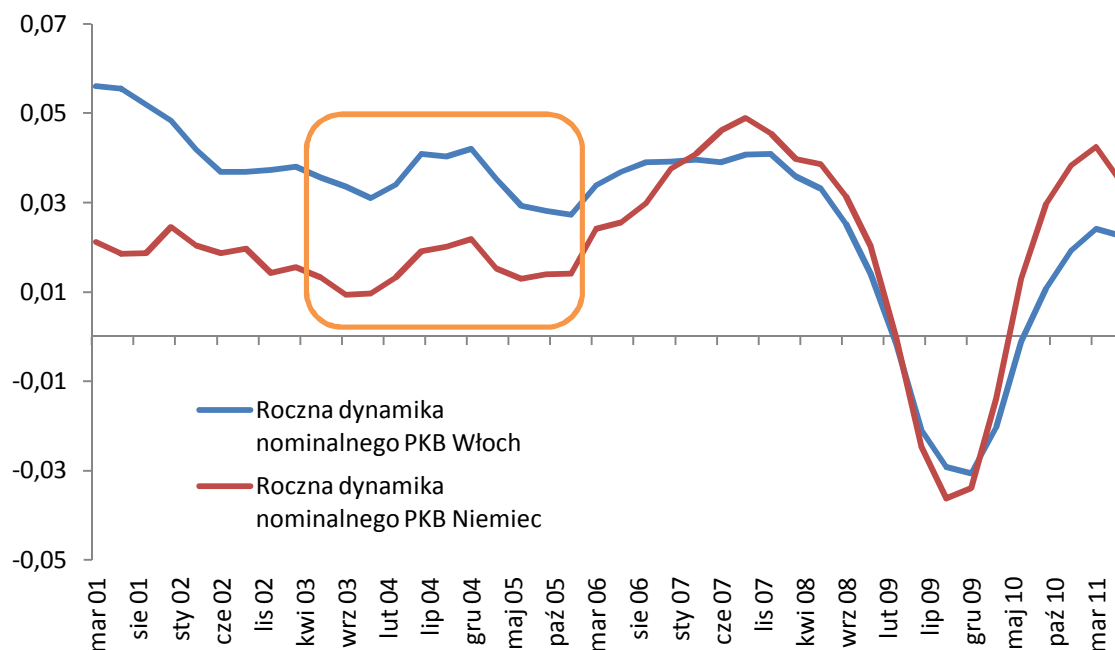
W dłuższej perspektywie kluczowy dla Europy i euro jest sposób wyjścia z obecnych tarapatów oraz szybkość zastosowania odpowiedniej terapii. W mojej opinii są tylko dwa rozwiązania, które mogą stosunkowo szybko ograniczyć rozprzestrzenianie się kryzysu zaufania do instytucji państwowych i banków. Są to emisja euroobligacji oraz aktywna rola Europejskiego Banku Centralnego, na wzór banku Szwajcarii oraz FED-u. Niestety, pomimo coraz głośniejszego nawoływania do wprowadzenia tego typu rozwiązań, a także wysiłków Komisji Europejskiej starającej się tylnymi drzwiami wepchnąć pomysł Euroobligacji na agendę, Niemiecki rząd, z Kanclerz Merkel na czele, pozostaje nieprzejednany w swoim sprzeciwie dla wszelkich tego typu inicjatyw. Według słów Kanclerz Merkel euroobligacje „nie są ani potrzebne, ani właściwe” w obecnej sytuacji Wspólnoty. Zgodnie ze stanowiskiem Pani Kanclerz „byłby to absolutnie zły sygnał, żeby ignorować powstałe na rynkach finansowych różnice w oprocentowaniu obligacji”, a co gorsza „wspólne obligacje sprowadziłyby nas (czyli Europę) do tej sytuacji jaka była przed kryzysem”. To prawda - euroobligacje zastopowałyby grę na rynkach wiarytelności poszczególnych państw, wyrównując rentowności pomiędzy krajami. A przecież tego chcemy. To znaczy - chcą tego wszyscy poza Niemcami, którzy ustami Philippa Roesler’a, ministra gospodarki, stwierdzili, że „euroobligacje są złym pomysłem, ponieważ oznaczałyby wzrost rentowności niemieckich obligacji (i tym samym kosztów dla niemieckiego podatnika)”. To także jest prawdą, koszty odsetkowe w Niemczech poszłyby w górę. Jednak podstawowe pytanie powinno być inne. Czy bez problemów w pozostałych krajach Unii nabywcy obligacji niemieckich akceptowaliby zwrot niższy niż inflacja? Wydaje mi się, że nie. Dlatego odwróciłbym argument stanowiska niemieckiego i postawił tezę, że Niemcy są nieuprawnionym beneficjentem europejskiego kryzysu fiskalnego.

W tym miejscu warto się przez moment pochylić nad najnowsza historią gospodarczą Niemiec, która pozwoli nam zrozumieć opór przed wprowadzeniem tych kilku prostych rozwiązań i brnięcie w długotrwałe procesy naprawcze, reformujące finanse publiczne w Europie.

Nie tak dawno temu, bo w latach 2003-2004, gdy większość państw świata dynamicznie rozpoczynała kilkuletnią ekspansję ekonomiczną, Niemcy zostały w tyle nie potrafiąc rozruszać swojej gospodarki.

Rozwijały się gorzej od większości państw Europy, w tym od Włoch, które stanowią obecnie największe zmartwienie strefy euro (wykres 15).

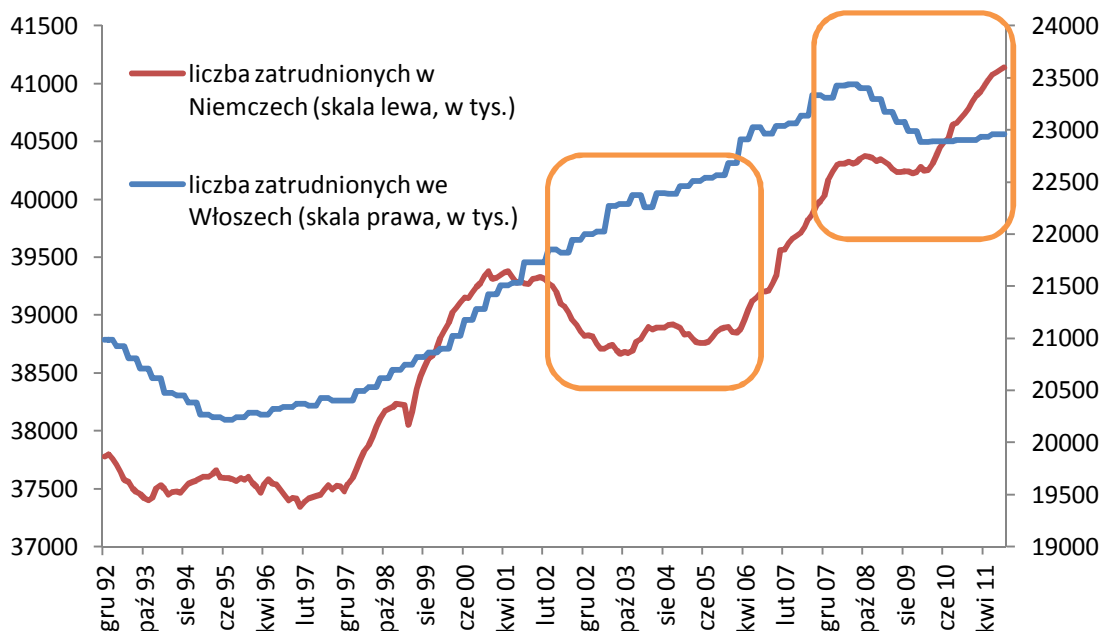
Wykres 15: Roczna dynamika produktu krajowego brutto w Niemczech i we Włoszech (wart. nominalne)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Co gorsza, sytuacja na rynku pracy w Niemczech była bardzo słaba, zarówno obiektywnie, biorąc pod uwagę nominalny spadek liczby zatrudnionych Niemców, jak i relatywnie w stosunku do innych państw, które znajdują się obecnie w epicentrum światowego kryzysu zadłużeniowego (wykres 16).

Wykres 16: Sytuacja na rynku pracy w Niemczech i we Włoszech



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

O tym, że sytuacja ekonomiczno–społeczna w największej europejskiej gospodarce wyglądała naprawdę źle najlepiej świadczy książka napisana w 2003 roku przez jednego z najbardziej cenionych niemieckich ekonomistów Hansa-Wernera Sinna, pod wielce mówiącym tytułem „ Czy można jeszcze uratować Niemcy” (okładka poniżej).

Okładka książki Hansa-Wernera Sinna „Czy można jeszcze uratować Niemcy”



Wydanie angielskie z czerwca 2007



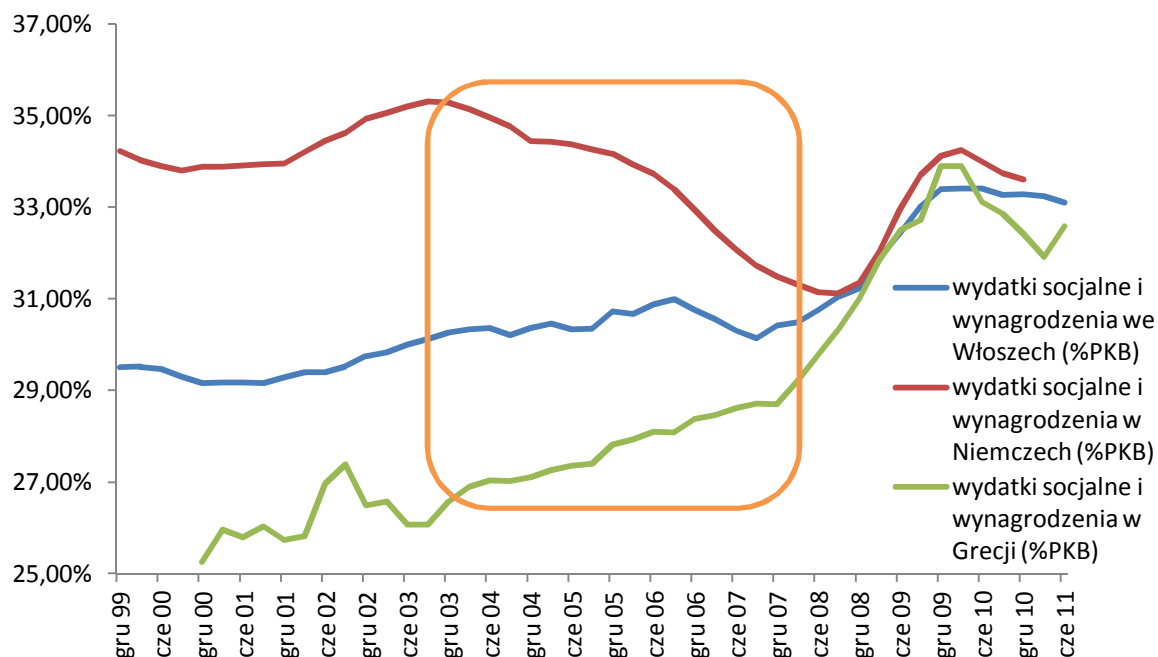
Wydanie oryginalne z 2003 roku

W książce tej poruszanych jest wiele kwestii, które zdaniem autora miały istotny wpływ na znaczące pogorszenie się sytuacji gospodarczej w Niemczech, w porównaniu z ich europejskimi partnerami. Obok kwestii imigracyjnych, wyzwań związanych z globalizacją, czy rolą związków zawodowych, najważniejszym problemem, z którym musiała zmierzyć się dominująca gospodarka Europy był przerost wydatków socjalnych w ramach tak zwanego państwa dobrobytu (welfare state).

Być może z obecnej perspektywy brzmi to wręcz bluźnierczo, ale na początku XXI wieku to nie Grecja czy Włochy były najbardziej znane ze szczodrości państwowej kasy. Krajem, który wydawał najwięcej swojego PKB na szeroko rozumiane programy socjalne oraz wynagrodzenia dla budżetówki były Niemcy. Tak, to właśnie państwo, które rzuca obecnie gromy na mieszkańców południa Europy oskarżając ich, poniekąd słusznie, o życie ponad stan, miało najbardziej rozbudowany system pomocy socjalnej.

Problemy nurtujące niemiecką gospodarkę dostrzegali nie tylko znani ekonomiści, ale także politycy, którzy, co trzeba docenić, z dużą determinacją i skrupulatnością przystąpili do reformowania systemu społeczno-ekonomicznego w Niemczech. Pomimo szerokiej fali protestów, która towarzyszyła wprowadzanim zmianom, przez kilka kolejnych lat zaczynając od 2004 roku, rząd Niemiec zdołał znacząco ograniczyć transfery publiczne, mając na celu zwiększenie konkurencyjności krajowej gospodarki (wykres 17).

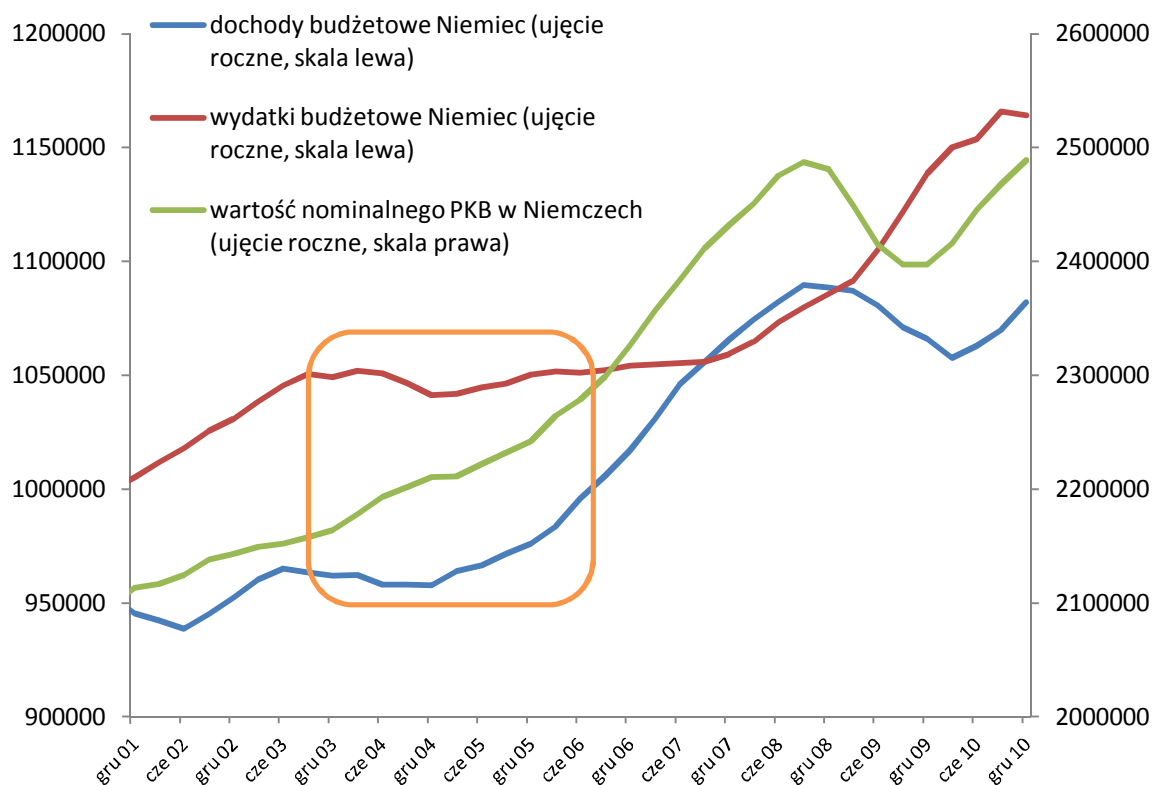
Wykres 17: Udział wydatków socjalnych i wynagrodzeń w sferze budżetowej w PKB Niemiec, Włoch i Grecji



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W wyniku przeprowadzonych reform wydatki budżetowe sektora publicznego w Niemczech pozostały praktycznie na stałym poziomie przez kilka lat, podczas gdy dynamiczny wzrost PKB w latach 2005-2007 spowodował silny napływ dochodów do państwowej kasy. Dzięki działaniom rządu z jednej strony, oraz świetnej koniunkturze w światowej gospodarce z drugiej, stan finansów publicznych u naszego zachodniego sąsiada zdecydowanie poprawił się. Dopiero recesja z lat 2008-2009 wyrzuciła ten stan do góry nogami. Dynamiczny spadek PKB wywołał zarówno zmniejszenie dochodów budżetowych jak i spowodował wiele inicjatyw rządowych mających na celu rozruszanie gospodarki poprzez zwiększenie wydatków państwowych (wykres 18).

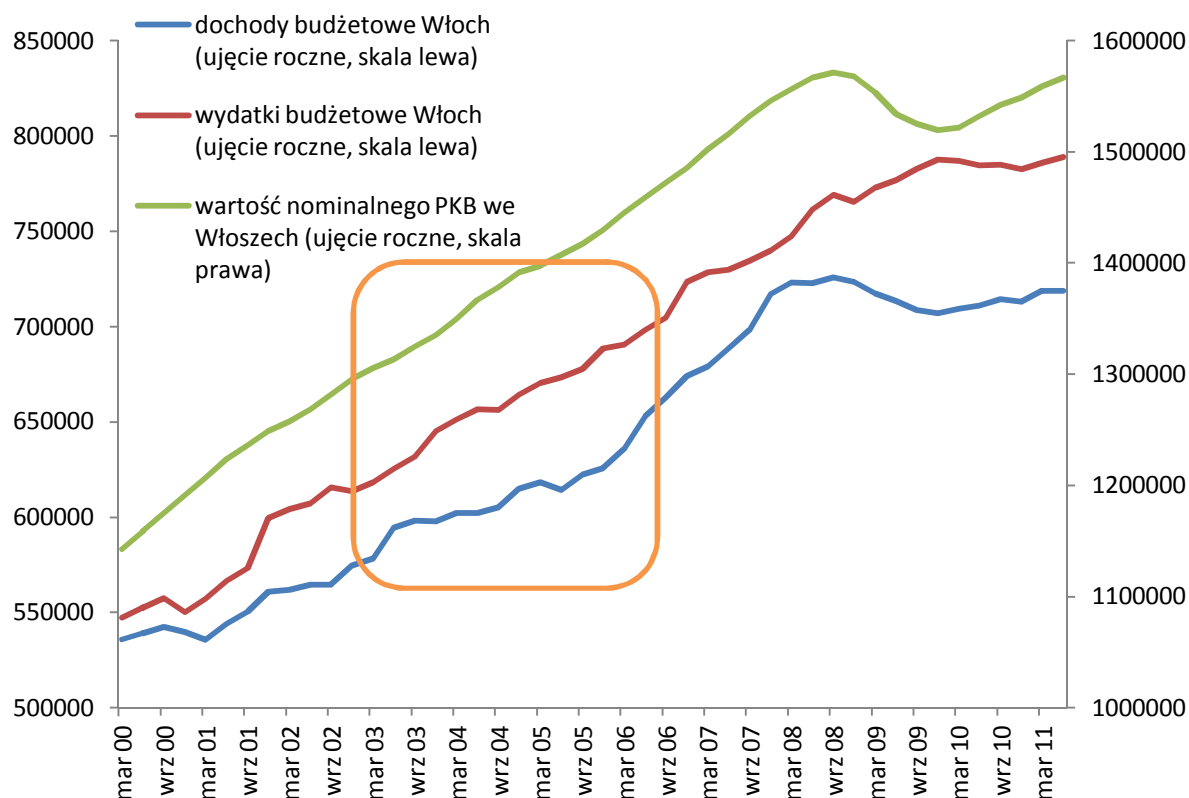
Wykres 18: Dochody i wydatki sektora publicznego w Niemczech na tle produktu krajowego brutto (w mln Euro)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Zachęcona przykładem płynącym z Niemiec, większość pozostałych gospodarek euro strefy zareagowała na ostatnią recesję i spadek przychodów podatkowych wzrostem wydatków publicznych. Jednak żadne z tych państw nie przeprowadziło w czasie poprzedniego spowolnienia reform systemu finansów publicznych, dlatego ich możliwości finansowego wsparcia dla gospodarki były bardzo ograniczone (wykres 19).

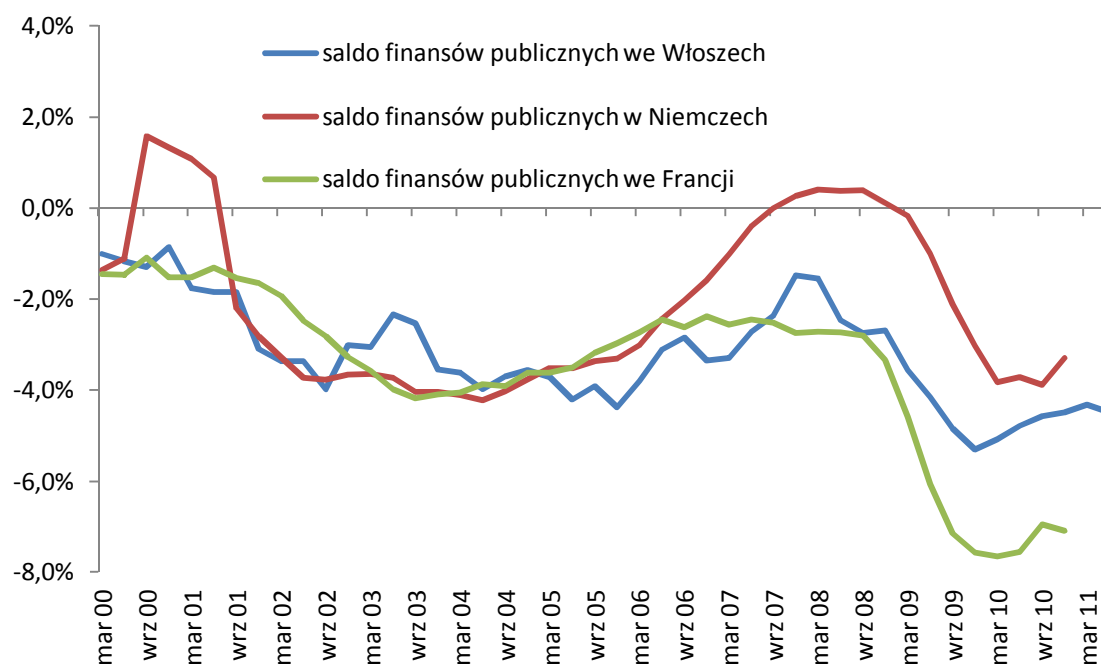
Wykres 19: : Dochody i wydatki sektora publicznego we Włoszech na tle produktu krajowego brutto (w mln Euro)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dodatkowo ich deficyt budżetowy oraz zadłużenie wzrosło w spektakularny sposób, doprowadzając do obecnego kryzysu zaufania w sferze finansów publicznych większości państw Europy. Podczas gdy niemiecki bilans finansowy jest podobny do tego z początku nowego wieku, deficyty innych krajów strefy euro przekroczyły poziomy z poprzedniego spowolnienia (wykres 20). Zaledwie w ciągu siedmiu lat role się odwróciły. Obecnie przedmiotem dysertacji uczonych ekonomistów jest pytanie: czy można jeszcze uratować Grecję, Włochy itd.?

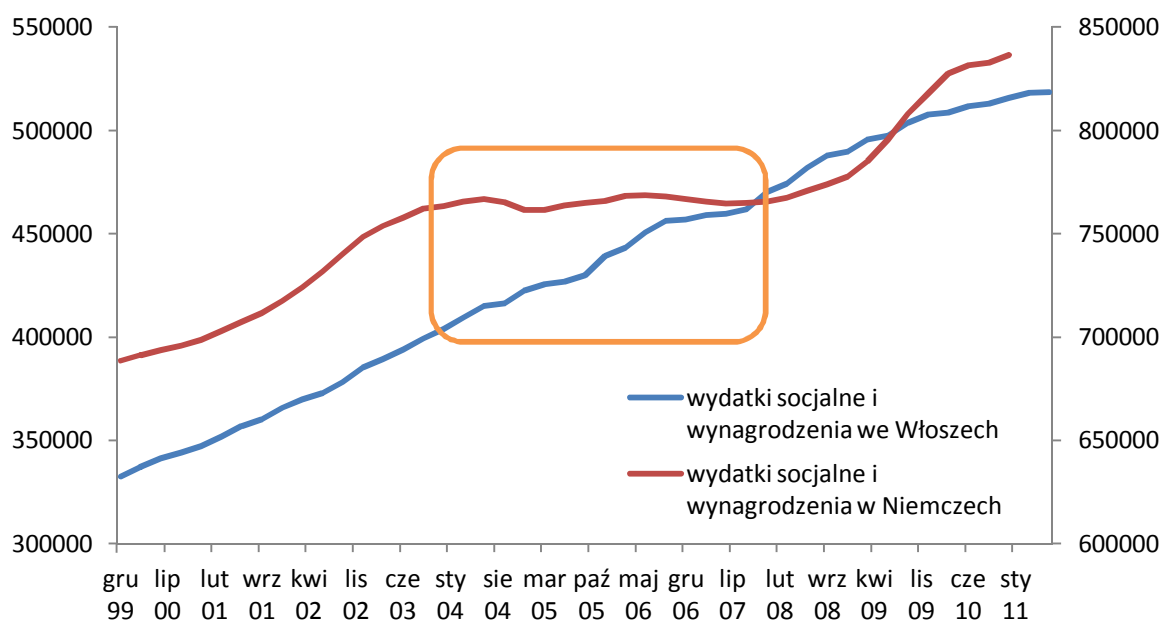
Wykres 20: Udział salda budżetowego finansów publicznych w PKB we Włoszech, Niemczech i Francji



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Biorąc pod uwagę własne doświadczenia Niemcy chcą wymusić na pozostałych członkach wspólnoty przeprowadzenie analogicznych reform, jakie stały się ich udziałem w poprzedniej dekadzie (wykres 21).

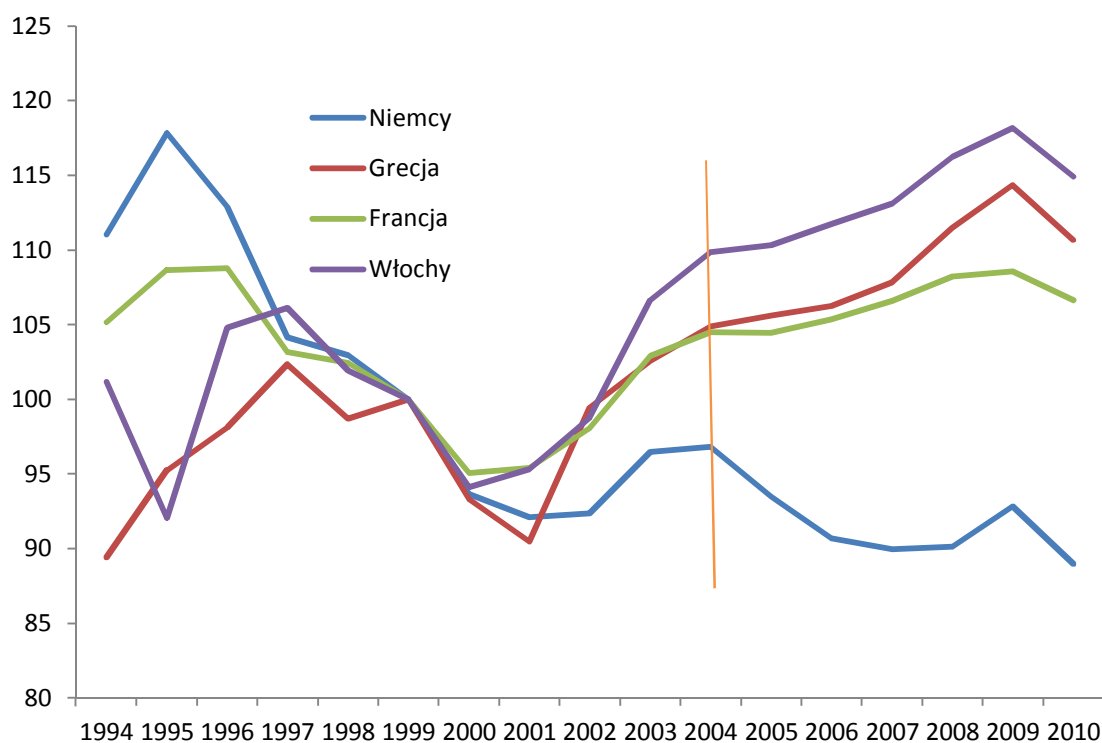
Wykres 21: Wydatki socjalne i wynagrodzenia w sferze budżetowej w Niemczech i we Włoszech (w mln Euro)



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

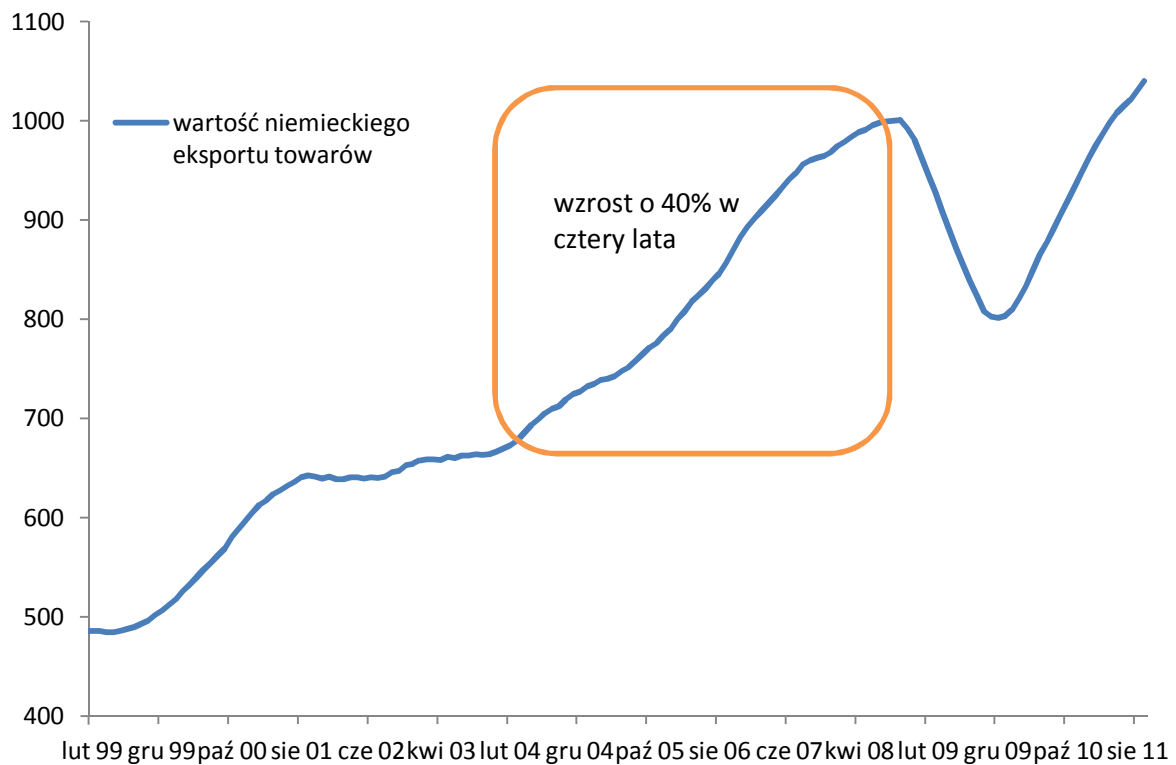
W taki sposób można, moim zdaniem, wytłumaczyć postawę rządu Niemiec w czasie ostatniego kryzysu. Chociaż generalna koncepcja uzdrowienia finansów publicznych przez cięcia w wydatkach socjalnych jest jak najbardziej słuszna, to jednak implementacja niemieckiej terapii w innych europejskich państwach w dzisiejszych warunkach może nie zakończyć się tak spektakularnym sukcesem jak u naszego zachodniego sąsiada. Można wyróżnić trzy podstawowe czynniki, które zagwarantowały sukces niemieckich reform, których jednocześnie brakuje obecnie. Po pierwsze jest to struktura gospodarki Niemiec, bazująca na eksporcie (ponad 40% PKB) w przeciwieństwie do reszty Europy (niewiele ponad 20% PKB). Wzrost konkurencyjności eksportu dzięki relatywnemu zmniejszeniu kosztów pracy przy istnieniu wspólnej waluty umożliwił największej gospodarce Europy dynamiczny wzrost produkcji nakierowanej na zagranicznego odbiorcę (wykresy 22 i 23).

Wykres 22: Realny efektywny kurs walutowy w niektórych państwach Strefy Euro (urealniony kosztami pracy)



źródło: Eurostat, Bloomberg, obliczenia własne

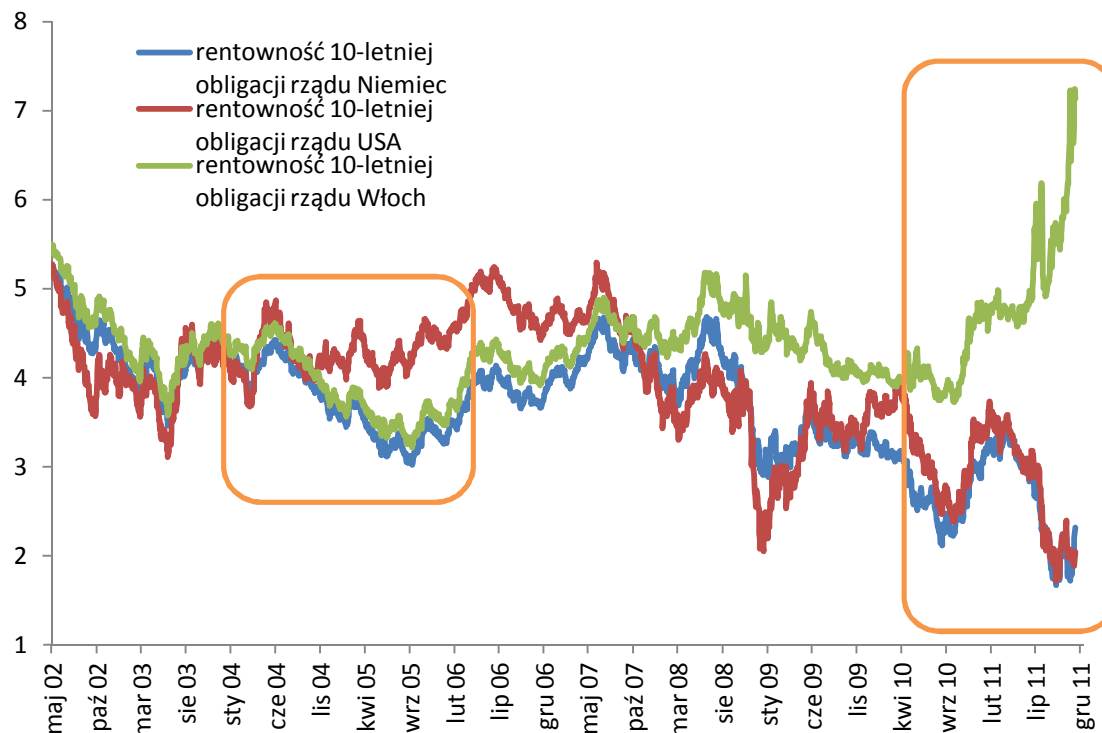
Wykres 23. Wartość rocznego eksportu towarów z Niemiec w mld Euro



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Po drugie, cały świat przeżywał w latach 2006-2007 znaczący wzrost gospodarczy, którym zaraził niemiecką maszynę przemysłową. Po trzecie, ale równie ważne, rynki finansowe dały Niemcom czas na dostosowanie gospodarki i na to żeby uwidoczniły się efekty reform. Nie zadawano sobie pytania o wypłacalność Niemiec i nie rosło oprocentowanie ich obligacji, wręcz przeciwnie utrzymywało się na relatywnie niskim poziomie, np. w porównaniu z wierzytelnościami USA (wykres 24).

Wykres 24: Rentowność długoterminowych obligacji Niemiec, Włoch i USA



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Żaden z tych trzech elementów nie występuje obecnie, przez co pójście drogą wskazaną siedem lat temu przez Niemcy jest bardzo utrudnione. Dlatego wydaje mi się, że rząd Kanclerz Merkel ugnie się przed presją reszty Europy i spróbuje złagodzić południowym krajom Strefy Euro, trud reformowania gospodarek, umożliwiając im tańsze rolowanie długów. Oczywiście nie ma nic za darmo, ale to już zupełnie inna historia.

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +22 378 9100 | fax +22 378 9101

www.investors.pl | office@investors.pl

infolinia: 801 00 33 70

Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy. Kapitał zakładowy jest równy kapitałowi wpłaconemu i wynosi 8.417.690 zł.

KRS 0000227685 | REGON 140027134 | NIP 1070001525

Przedstawiony komentarz rynkowy oraz prognozy stanowią wyraz poglądów Investors TFI S.A., przy czym Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany opinii ze względu na dynamikę rynku bez konieczności powiadamiania. Investors TFI S.A. nie gwarantuje przedstawionych scenariuszy ani prognoz. Przedstawione komentarze i prognozy oparte zostały na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie mogą stanowić podstawy do decyzji inwestycyjnej. Dotychczasowe wyniki Funduszy nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych Funduszy. Niniejszy materiał w odniesieniu do danych Funduszy ma charakter informacyjny i nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w Fundusze oraz nie stanowi przekazu reklamowego. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospektach Informacyjnych Funduszy. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu lub konwersji jednostek uczestnictwa. Szczegółowy opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa Funduszy, tabela opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte są w Prospektach Informacyjnych Funduszy, dostępnych w punktach dystrybucji Funduszy, w siedzibie Towarzystwa oraz na stronie www.investors.pl. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podst. Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, (Dz. U. 00.14.176 z późn. zmianami).