



## Komentarze Zarządzających

### RYNEK AKCJI

W kwietniu mieliśmy do czynienia z pogorszeniem nastrojów na światowych giełdach, także w Stanach Zjednoczonych, gdzie do tej pory górowały byki. Choć za oceanem większość spółek pokazuje lepsze od oczekiwań wyniki kwartalne a dane makroekonomiczne poprawiają się, sytuacja w Strefie Euro oraz zmniejszenie się prawdopodobieństwa wystąpienia QE3 ostudziły zapędy inwestorów na amerykańskim rynku akcji. W Europie za wzrost obaw o Strefę Euro w kwietniu odpowiadały głównie gorsze dane makroekonomiczne całego regionu, niepewność związana z wyborami prezydenckimi we Francji oraz problemy Hiszpanii, dla której S&P obniżył rating kredytowy. Kwiecień był pierwszym spadkowym miesiącem w tym roku na rynku amerykańskim. Indeks S&P500 spadł o 0,7%, a NASDAQ stracił 1,5%. Dane makroekonomiczne są wciąż jednak przyzwoite. ISM dla przemysłu za kwiecień wyniósł 54,8 pkt, wobec oczekiwań na poziomie 53 pkt. Pozytywnie zaskoczyła również liczba umów na sprzedaż domów podpisanych w marcu, która wzrosła aż o 4,1% m/m wobec oczekiwanego wzrostu o 1,0% i po wzroście o 0,4% w lutym. Poprawa makro oddała perspektywę QE3 i skłoniła Fed do zwiększenia prognozy wzrostu PKB na 2012 r. Nowy szacunek zakłada wzrost w przedziale od 2,4 do 2,9%, wobec 2,2-2,7% poprzednio. Ponadto bezrobocie ma wynieść pomiędzy 7,8 a 8,0%, wobec 8,2-8,5% oczekiwanych poprzednio. Pomimo nieco lepszej perspektywy gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, Fed zadeklarował chęć pozostawienia stóp procentowych na niskim poziomie do końcówki 2014 r.

W krajach BRIC zdecydowanie najlepiej wypadły Chiny, których giełda należała do najsilniejszych również w skali globalnej. Indeks Hang Seng wzrósł o 2,6%, a Shanghai Comp. zwiększył się aż o 5,9%. Wzrosty mogły okazać się odreagowaniem po fatalnym marcu, gdyż przedstawione w kwietniu informacje z gospodarki Państwa Środka były niejednoznaczne. Z jednej strony PKB Chin wzrósł w I kwartale o 8,1% r/r po wzroście o 8,9% r/r w poprzednim kwartale, co było najniższym tempem wzrostu gospodarczego w Chinach od II kw. 2009 r., a odczyt był gorszy od oczekiwań. Z drugiej strony pozytywnie wypadła produkcja przemysłowa w marcu, która wzrosła o 11,9% r/r, a także sprzedaż detaliczna (+15,2% r/r). Giełdy pozostałych krajów BRIC zanotowały spadki. Indeks RTS obniżył się o 2,7%, brazylijski indeks BOVESPA spadł o 4,2%, a indyjski BSE500 o 0,9%. W Europie w kwietniu inwestorzy coraz baczniej przyglądali się Hiszpanii. Agencja Standard & Poor' obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej tego kraju o dwa stopnie, z "A" na "BBB" z perspektywą negatywną. Agencja uzasadniła swą decyzję tym, że problemy gospodarcze kraju mogą być dodatkowym obciążeniem dla budżetu Hiszpanii. Istnieje także poważne ryzyko dalszego zadłużania się państwa, gdyż rząd prawdopodobnie będzie musiał wesprzeć zagrożone upadkiem banki. Narastające obawy o Strefę Euro wynikały również z niepewności odnośnie odbywających się we Francji wyborów. Kandydat socjalistów Francois Hollande wygrał pierwszą turę wyborów. Wynik drugiej tury, zaplanowanej na 6 maja, będzie miał bez wątpienia wpływ na kształt polityki UE względem nadmiernie zadłużonych krajów. Sarkozy jest gwarantem kontynuacji dotychczasowej polityki. Hollande zapowiadał m.in. renegocjacje paktu fiskalnego, choć należy pamiętać, iż kampania wyborcza rządzi się swoimi prawami i często prowadzona po wygranych wyborach polityka kształtuje się odmiennie niż

Materiał jest prezentowany w celach informacyjnych i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia wyżej wskazanych podmiotów. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy zastrzegają, że dokument ma wyłącznie charakter informacyjny i nie może być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji powyższego dokumentu. Przed dokonaniem inwestycji w fundusze inwestycyjne należy zapoznać się z Prospektem Informacyjnym. Adresaci tego dokumentu powinni wziąć pod uwagę fakt, że Towarzystwo zarządza funduszami inwestycyjnymi i otrzymuje z tego tytułu opłatę za zarządzanie, której stawka różni się pomiędzy poszczególnymi funduszami. W konsekwencji, w ekonomicznym interesie Towarzystwa leży lokowanie przez Klientów środków w funduszach inwestycyjnych przez nie zarządzanych oraz lokowanie środków w takich funduszach inwestycyjnych, które z uwagi na indywidualną sytuację Klienta, w tym jego poziom awersji do ryzyka oraz horyzont inwestycyjny mogą być uznane za nieodpowiednie dla niego.

wcześniej deklarowana. Coraz słabszą sytuację gospodarczą Strefy Euro potwierdzają dane makroekonomiczne. Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze przemysłowym Strefy Euro wyniósł w kwietniu 45,9 pkt wobec 47,7 pkt na koniec marca. Niestety spowolnienie dotyka także największej gospodarki Europy – Niemiec. Indeks PMI w sektorze przemysłowym tego kraju wyniósł 46,2 pkt wobec 48,4 pkt na koniec marca. Produkcja przemysłowa w Niemczech spadła w lutym o 1,3% m/m po wzroście o 1,2% m/m w styczniu. Decydenci w Europie starają się na wszelkie sposoby przekonać inwestorów, że mają chęć oraz środki do walki z kryzysem. Międzynarodowy Fundusz Walutowy zebrał 430 mld USD dodatkowych środków na rozwiązanie kryzysu finansowego w Strefie Euro. Oznacza to mniej więcej podwojenie dotychczasowych funduszy, które IMF mógł przeznaczyć na zbudowanie „zapory ogniowej” wokół krajów zagrożonych w kryzysie zadłużeniowym. Do 430-miliardowej puli pożyczek dla IMF dołożyły się także kraje spoza Strefy Euro, a nawet spoza Europy. Szef EBC Mario Draghi powiedział, że bank ma do dyspozycji środki, aby przeciwstawić się stanowczo i w odpowiedniej chwili ryzyku destabilizacji cen. Jednocześnie jednak podkreślił, że jest zbyt wcześnie, ażeby rozważać wycofywanie się EBC z luźnej polityki monetarnej. Z uwagi na niepewność związaną z wyborami, najszlabyim parkietem w kwietniu okazała się giełda francuska, gdzie CAC40 obniżył się aż o 6,2%. Niemiecki DAX zanotował spadek o 2,7%, natomiast brytyjski FTSE100 stracił 0,5%.

W Polsce w kwietniu zaczęły napływać nieco słabsze dane makroekonomiczne wywołane spowolnieniem gospodarczym naszych głównych partnerów handlowych. Produkcja sprzedana polskiego przemysłu wzrosła w marcu o zaledwie 0,7% r/r, co było najgorszym wynikiem od kryzysu obserwowanego w 2009 r. Odczyt był wyraźnie gorszy od oczekiwań na poziomie 4,3% r/r. Z drugiej strony wciąż na wysokim poziomie utrzymuje się popyt wewnętrzny. Sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu o 10,7% r/r po wzroście o 13,7% r/r w lutym, co było wynikiem nieco lepszym od oczekiwań. Na warszawskim parkiecie mieliśmy do czynienia z kontynuacją marcowej korekty. Indeks WIG20 spadł o 2,0%, natomiast WIG obniżył się o 2,4%. Po raz pierwszy w tym roku gorzej zachowały się mniejsze spółki. Indeks małych spółek sWIG80 zanotował spadek o 3,3%, natomiast indeks mWIG40 po dobrym marcu (+1,3%) spadł o 3,5%. Najlepszym sektorem okazał się sektor chemiczny (WIG-CHEMIA wzrósł o 2,3%), głównie poprzez oczekiwania dobrych wyników kwartalnych. Najszlabyj wypadła ponownie branża budowlana (WIG-BUDOWNICTWO obniżył się o 14,6%), gdzie widmo zadłużenia, nierentownych kontraktów drogowych i braku perspektyw rodzi obawy o możliwe bankructwa w przyszłości, zwłaszcza biorąc pod uwagę ograniczenia finansowania ze strony funduszy oraz banków.

W naszym regionie tym razem najszlabyj wypadła giełda turecka – indeks ISE100 spadł o 3,9%. Węgierski BUX zanotował spadek o 2,1%, z kolei czeski indeks PX50 stracił 3,5%.

Kwiecień okazał się najszlabyim miesiącem dla rynku akcji w tym roku. Początek maja na razie nie napawa optymizmem i wydaje się, iż obecna korekta na warszawskim parkiecie będzie kontynuowana. Dużą niepewność w najbliższym czasie zapewnią niejasne działania nowego parlamentu Grecji oraz nowo wybranego prezydenta Francji. Z drugiej strony uważamy, iż przecenę na warszawskim parkiecie warto wykorzystać do akumulowania akcji. Spółki giełdowe są fundamentalnie tanie, a wysokie ceny obligacji nie zachęcają do inwestycji. W tym roku powiedzenie „sell in May and go away” naszym zdaniem się nie sprawdzi.

## **RYNKI ZAGRANICZNE - RYNEK DŁUGU**

W kwietniu ceny obligacji, na większości rynków długu, poruszały się tylko w jednym kierunku, do góry. Dotyczyło to zarówno rynków dojrzałych jak i rozwijających się. Wyjątkiem były ceny obligacji krajów południa Europy, ale i tam początkowe spadki cen zostały zniwelowane do końca miesiąca. Po dobrych danych z USA we wcześniejszych okresach nadeszła seria danych nieco gorszych. Wracają obawy o to czy recesja nie powróci. Co prawda FED pozytywnie ocenił stan gospodarki amerykańskiej lecz później sentyment rynkowy pogorszył się w związku z niższym od prognoz odczytem PKB za I kw. (2,2% vs 2,5%). Obecnie na rynku panuje przekonanie, że gospodarka amerykańska wychodzi z kryzysu, ale trend ten nie jest jeszcze na tyle stabilny, aby można było myśleć o podwyżkach stop procentowych.

W Europie cały czas dominują obawy o zadłużenie w krajach strefy euro – podsycone przez decyzję agencji S&P o obniżeniu ratingu Hiszpanii o dwa stopnie z „A” do „BBB” (perspektywa negatywna). Niepokoją także słabe dane PMI praktycznie z całej Europy – pokazują, że gospodarki europejskie jeszcze nie wychodzą z kryzysu, co jest informacją negatywną także w kontekście dalszych obniżek ratingów. Paradoksalnie jedno z niewielu pozytywnych zaskoczeń w kwietniu dotyczyło Grecji. Na skutek udanej restrukturyzacji długu agencja ratingowa Standard and Poor's podniosła ocenę wiarygodności kredytowej do CCC i przyznała jej stabilną perspektywę długookresową. Wraz ze wzrostem niepokoju i spadkami cen obligacji krajów peryferyjnych strefy euro można zaobserwować dalszy wzrost cen obligacji niemieckich. Podczas gdy rentowność dziesięcioletnich obligacji hiszpańskich przekroczyła psychologiczną barierę 6 proc., to rentowność analogicznych obligacji niemieckich zeszła poniżej 1,60 proc. Rynek z niepokojem czeka także na wyniki wyborów prezydenckich we Francji.

## **RYNEK POLSKI - RYNEK DŁUGU**

Nerwowa sytuacja na rynkach peryferyjnych krajów strefy euro wydaje się wspierać ceny polskich obligacji, które są odbierane przez inwestorów zagranicznych jako aktywa bezpieczne i dające atrakcyjne oprocentowanie. Czynnikiem, który negatywnie wpłynął na rynek polskich obligacji były jastrzębie wypowiedzi RPP. Pomimo, że Rada Polityki Pieniężnej nie zdecydowała się na podniesienie stóp procentowych w kwietniu (trzech członków głosowało za podwyżką), to jednak komentarze przekonały rynek o wysokim prawdopodobieństwie podwyżki na posiedzeniu w maju. Oczekiwania te nieco ostudziła gorsza od prognoz produkcja przemysłowa za marzec (rdr + 3,9% a mdm -2,0%), co stanowiło najgorszy wynik od października 2009 roku. Sytuacji nie poprawił także PMI za kwiecień na poziomie 49,2 (spadek z 50,1). Po tych sprzecznych sygnałach rynek obecnie wycenia podwyżkę stóp na majowym posiedzeniu na poziomie 50/50.

Pozytywnie na temat polskiego deficytu wypowiedzieli się także przedstawiciele agencji ratingowej Fitch. Stwierdzili oni, że co prawda Polska może nie osiągnąć aż tak dużego spadku deficytu jak zakłada, ale bardziej istotny jest trend spadający. Na koniec kwietnia rentowności polskich obligacji były nieznacznie niższe niż miesiąc wcześniej (5-latki 4,90% vs 4,94%, 10-latki 5,43% vs 5,50%). Cały czas na rynku można zaobserwować zagranicznych inwestorów kupujących polskie aktywa dłużne.

## **Perspektywy**

Negatywnym czynnikiem wpływającym na ceny polskich obligacji są ewentualne podwyżki stóp procentowych, ale wydaje się, że nawet jeśli nastąpią, to w najbliższej przyszłości nie będą one zbyt duże. Z drugiej strony utrzymuje się stale popyt zagraniczny na polskie obligacje skarbowe który będzie stanowił wsparcie w przypadku spadku ich cen.

Materiał jest prezentowany w celach informacyjnych i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia wyżej wskazanych podmiotów. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednakże autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy zastrzegają, że dokument ma wyłącznie charakter informacyjny i nie może być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji powyższego dokumentu. Przed dokonaniem inwestycji w fundusze inwestycyjne należy zapoznać się z Prospektem Informacyjnym. Adresaci tego dokumentu powinni wziąć pod uwagę fakt, że Towarzystwo zarządza funduszami inwestycyjnymi i otrzymuje z tego tytułu opłatę za zarządzanie, której stawka różni się pomiędzy poszczególnymi funduszami. W konsekwencji, w ekonomicznym interesie Towarzystwa leży lokowanie przez Klientów środków w funduszach inwestycyjnych przez nie zarządzanych oraz lokowanie środków w takich funduszach inwestycyjnych, które z uwagi na indywidualną sytuację Klienta, w tym jego poziom awersji do ryzyka oraz horyzont inwestycyjny mogą być uznane za nieodpowiednie dla niego.