

## Komentarze Zarządzających

| RYNEK AKCJI                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | RYNEK DŁUGU                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>RYNEK POLSKI</b></p> <p>Listopad okazał się wprawdzie dużo spokojniejszy od feralnego października, ale również był miesiącem spadkowym na rynkach akcji. Złe nastroje na giełdach były spowodowane przede wszystkim dalszymi, niekorzystnymi informacjami makroekonomicznymi. Ostatnie dane jednoznacznie niestety wskazują, że gospodarka amerykańska pogrąża się w recesji. Dla przykładu zaufanie konsumentów w USA spadło do poziomu 38, czyli do poziomu nie notowanego od ponad 50 lat. Pogarszająca się sytuacja gospodarcza zmusiła czołowe europejskie banki centralne do kolejnej skoordynowanej akcji obniżek stóp procentowych. Niestety, podobnie jak poprzednie obniżki, te również nie przyniosły oczekiwanej poprawy nastrojów na giełdach. Inwestorzy na całym świecie bardzo nerwowo reagowali na fakt, iż gospodarki USA, Japonii, Niemiec i Wielkiej Brytanii weszły w recesję. Rząd Chin, aby chronić gospodarkę chińską przed silnym spowolnieniem, ogłosił plan jej ratowania przeznaczając na to ok. 580 mld dolarów. W listopadzie indeks S&amp;P500 spadł o 7,5%, osiągając w połowie miesiąca poziom zbliżony do minimum z końca bessy z roku 2002. Nieco mniej straciły na wartości indeksy rozwiniętych rynków europejskich. DAX spadł o 6,4%, natomiast londyński FTSE100 spadł o 2%. Spośród indeksów giełd Europy Środkowo-Wschodniej najwięcej na wartości ponownie stracił rosyjski RTS (14,9%). Znacznie lepiej natomiast zachowywały się rynki azjatyckie (np. chiński SSE50 wzrósł aż o 6,5%). Druga połowa miesiąca przyniosła odbicie na światowych rynkach, które pozwoliło odrobić część wcześniej poniesionych strat. Polski rynek akcji przyniósł w listopadzie dalsze straty, choć już dużo mniejsze niż w październiku. Indeks WIG spadł o 4,5%, natomiast WIG20 o 4,6%. Najslabiej spośród indeksów branżowych zachował się WIG-Chemia, który spadł aż o 22,3%. Tak znaczący spadek wywołany był nie tylko obawami przed globalną recesją i jej wpływem na branżę chemiczną, ale również poważnymi stratami poniesionymi przez spółki chemiczne na walutowych operacjach hedgingowych. W teorii transakcje te miały zabezpieczać spółki przed niekorzystnymi zmianami kursów walut, zaś w praktyce przyczyniły się do powstania niekontrolowanych strat. Z kolei najlepiej zachowującym się subindeksem był WIG-Informatyka, który jako jedyny wzrósł w listopadzie. W najbliższym czasie oczekujemy uspokojenia nastrojów i rozpoczęcia korekty wzrostowej na rynku akcji. Biorąc jednak pod uwagę spodziewany napływ kolejnych, negatywnych danych makroekonomicznych z USA i krajów Europy Zachodniej, po zakończeniu korekty powinniśmy powrócić do trendu spadkowego.</p> | <p><b>RYNEK POLSKI</b></p> <p>Listopad był kolejnym miesiącem wysokiej zmienności cen papierów skarbowych. Przyczyną dużych zmian cen była reakcja na dane makro oraz ruchy na rynkach bazowych. Dane makroekonomiczne coraz wyraźniej wskazują, że spowolnienie gospodarcze pojawi się w Polsce szybciej niż powszechnie oczekiwano. Co więcej, ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzających koniunktury pokazują, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, choć wciąż relatywnie wysokie, w przyszłości znacznie osłabnie. Pogarszaniu się koniunktury ciągle towarzyszą problemy z płynnością rynków finansowych, które dodatkowo komplikują sytuację. Spadek koniunktury powoduje spadek inflacji, co pozytywnie wpływa na ceny obligacji. Natomiast brak płynności na rynkach oddziałuje negatywnie na ceny polskich papierów skarbowych. W ostatnim miesiącu pierwszy z tych czynników okazał się silniejszy podnosząc wycenę instrumentów skarbowych głównie na krótkim końcu krzywej rentowności. Większe spadki rentowności obligacji o krótkich terminach wykupu to efekt nasilających się oczekiwań inwestorów co do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych. Pod koniec listopada RPP rzeczywiście obniżyła główną stopę NBP o 25 punktów bazowych do poziomu 5,75%.</p> <p>Prognozowana niższa inflacja, spadek tempa wzrostu sprzedaży detalicznej czy produkcji przemysłowej, to wszystko wskazuje na znaczne rozmiary dalszych obniżek stopy referencyjnej NBP. Takie są oczekiwania większości inwestorów, co ma odzwierciedlenie w rentownościach krótkich papierów skarbowych, które obecnie dyskontują 200 punktów bazowych obniżek stóp procentowych w ciągu kolejnych 6 miesięcy.</p> <p>Prawdopodobieństwo wzrostu cen obligacji skarbowych określamy jako znacznie wyższe niż ich spadku. Jest to efekt zarówno tendencji na rynkach bazowych, gdzie ceny obligacji wciąż rosną, jak i prognozowanego spadku inflacji w Polsce. Uważamy, że ceny polskich papierów skarbowych, zarówno stało- jak i zmienne-kuponowych powinny rosnąć. Pogląd taki podtrzymujemy zarówno dla perspektywy krótko jak i średnioterminowej. Spadek rentowności na polskim rynku powinien być dodatkowo wspierany efektem konwergencji stóp procentowych w Polsce do poziomów obserwowanych w strefie euro.</p> <p>Rynek walutowy pozostaje bardzo zmienny. Kurs złotego w stosunku do walut bazowych znacznie się waha. Inwestorzy dynamicznie reagują na napływające informacje zarówno z rynku polskiego, jak i z krajów regionu. Do końca roku wciąż należy oczekiwać znacznej zmienności kursów.</p> |

## Komentarze Zarządzających

| RYNEK AKCJI                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | RYNEK DŁUGU                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>RYNKI ZAGRANICZNE</b></p> <p>Listopad okazał się wprawdzie dużo spokojniejszy od feralnego października, ale również był miesiącem spadkowym na rynkach akcji. Złe nastroje na giełdach były spowodowane przede wszystkim niekorzystnymi informacjami makroekonomicznymi. Gwałtowny spadek sprzedaży nowych samochodów w USA skłonił branżę motoryzacyjną do rozpoczęcia rozmów z rządem o partycypacji tej branży w Planie Paulsona.</p> <p>Pogarszająca się sytuacja gospodarcza zmusiła czołowe europejskie banki centralne do kolejnej skoordynowanej akcji obniżek stóp procentowych. Niestety, podobnie jak poprzednie obniżki, te również nie przyniosły oczekiwanej poprawy nastrojów na giełdach. Inwestorzy na całym świecie bardzo nerwowo reagowali na fakt, iż gospodarki USA, Japonii, Niemiec i Wielkiej Brytanii weszły w recesję. Rząd Chin, aby chronić gospodarkę chińską przed silnym spowolnieniem, ogłosił plan jej ratowania przeznaczając na to ok. 580 mld dolarów.</p> <p>W listopadzie indeks S&amp;P500 spadł o 7,5%, osiągając w połowie miesiąca poziom zbliżony do minimum z końca bessy z roku 2002. Nieco mniej straciły na wartości indeksy rozwiniętych rynków europejskich. DAX spadł o 6,4%, natomiast londyński FTSE100 spadł o 2%. Spośród indeksów giełd Europy Środkowo-Wschodniej najwięcej na wartości ponownie stracił rosyjski RTS (14,9%). Znacznie lepiej natomiast zachowywały się rynki azjatyckie (np. chiński SSE50 wzrósł aż o 6,5%). Druga połowa miesiąca przyniosła odbicie na światowych rynkach, które pozwoliło odrobić część wcześniej poniesionych strat.</p> | <p><b>RYNKI ZAGRANICZNE</b></p> <p>Dane makroekonomiczne opublikowane w listopadzie przekonały już chyba wszystkich, że największe gospodarki świata znajdują się obecnie w stanie recesji. Oprócz negatywnych wskaźników wzrostu gospodarczego w ostatnich kwartałach, optymizmem nie napawają wskaźniki koniunktury, które dyskontują dalsze pogarszanie się sytuacji. Część wskaźników osiąga poziomy nie widziane od kilkadziesiąt lat (np. zaufanie konsumentów w USA spadło do poziomu 38, czyli do poziomu nie notowanego od ponad 50 lat). Sytuacja makro pogarsza się w bardzo szybkim tempie, co powinno znacznie obniżyć inflację. Licząc na silny jej spadek banki centralne tną stopy procentowe, co z kolei wpływa na spadek rentowności papierów skarbowych. Inwestorzy oczekują dalszych obniżek i kupują obligacje licząc na wyższe ich ceny w przyszłości. Mimo iż rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych są coraz niższe, można liczyć na kontynuację wzrostu ich cen w krótkim terminie. W dalszej perspektywie potencjał ich wzrostu może być ograniczony, pozytywnie natomiast mogą zachowywać się obligacje wysokodochodowe.</p> |