

## Komentarze Zarządzających

RYNEK AKCJI	RYNEK DŁUGU
<p><b>RYNEK POLSKI</b></p> <p>Miesiąc czerwiec zakończył się pod znakiem mieszanych nastrojów na światowym rynku kapitałowym. Z największych gospodarek świata w dalszym ciągu napływały sygnały makroekonomiczne mogące świadczyć o tym, że najgorsza faza kryzysu już minęła. Pomimo tego, wartości publikowanych wskaźników nadal pozostają na dość niskich poziomach sugerujących, iż recesja się jeszcze nie skończyła. W czerwcu indeks S&amp;P500 zamknął się na zbliżonym do majowego poziomie 919 punktów. Jeżeli chodzi o rozwinięte rynki Europy Zachodniej, to niemiecki indeks DAX spadł o 2,7%, natomiast londyński indeks FTSE100 spadł o 3,8%. Spośród rynków z naszego regionu najlepiej zachowywał się czeski indeks PX (wzrost o 3,9%). Spośród rynków wschodzących najlepiej zachowywał się Chiński rynek akcji. W reakcji na poprawę danych makroekonomicznych w tamtejszej gospodarce indeks SSE50 wzrósł o 19,6%. Rosyjski indeks RTS w wyniku spadku cen ropy spadł w czerwcu o 9,2%.</p> <p>Czerwiec upłynął pod znakiem wzrostów na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Po prawie 50% wzrostach, jakie miały miejsce od połowy lutego do maja, indeksy w czerwcu, po drobnej korekcie powróciły do przedziału 1800 – 1900 punktów. W maju i czerwcu obserwować można było wzmożoną aktywność OFE, które zwiększyły swoje zaangażowanie w akcje oraz większe napływy środków do funduszy inwestycyjnych. W czerwcu indeks WIG wzrósł o 3,7%, natomiast indeks WIG20 wzrósł o 3,3%. Najlepiej zachowującymi się branżami na polskim rynku akcji byli: deweloperzy (wzrost o 6,2%) oraz banki (wzrost o 5,4%). Na skutek spadku cen ropy naftowej słabo zachowywały się spółki paliwowe (spadek o 3,6%). Spółki z sektora spożywczego okazały się w czerwcu drugą z najsłabszych branż (spadek o 2,8%).</p> <p>Nadal twierdzimy, że rynek zdyskontował zbyt optymistyczny scenariusz poprawy koniunktury gospodarczej. W drugiej połowie tego roku nadal będzie się utrzymywać ryzyko związane z negatywnymi wynikami spółek giełdowych oraz słabymi odczytami wskaźników makroekonomicznych. Obserwując także zachowanie się rynków, które po dojściu do swoich lokalnych szczytów mają zbyt mało siły, aby nadal rosnąć, a także bieżące nastroje inwestorów - korekta, która urealniałaby wyceny wielu spółek na giełdzie, a następnie poruszanie się rynku w trendzie bocznym jest prawdopodobnym scenariuszem.</p>	<p><b>RYNEK POLSKI</b></p> <p>W czerwcu sytuacja na polskim rynku długu nie odbiegała znacząco od obserwowanej w ciągu ostatnich kilku miesięcy. Nadal obserwowaliśmy relatywnie niską zmienność cen obligacji, a krzywa rentowności nie zmieniła się znacząco. W segmencie 1-5 lat rentowności obligacji spadły zaledwie o kilka, -kilkanaście punktów bazowych, natomiast rentowności na długim końcu krzywej pozostały bez zmian. Tym samym dalej zwiększało się jej wystromienie. Różnica w poziomach rentowności pomiędzy obligacjami dziesięcioletnią i dwuletnią wzrosła z około 80 do 100 punktów bazowych.</p> <p>Przewidujemy, iż w drugiej połowie bieżącego roku krzywa rentowności powinna się obniżyć, szczególnie na długim końcu. Wpływać na to będzie, między innymi, ograniczona podaż obligacji długoterminowych ze strony Skarbu Państwa oraz ograniczona presja inflacyjna. Przyjęcie przez rząd deficytu budżetowego na poziomie 27 mld rozwiłałoby wcześniejsze obawy uczestników rynku o to, że może on przekroczyć znacznie 30mld i wpłynęło uspokajająco na rynek. Dodatkowo, do wzrostu popytu na obligacje może przyczynić się obniżka stopy rezerwy obowiązkowej, choć trzeba brać pod uwagę, że środki uwolnione w jej wyniku prawdopodobnie skierowane będą głównie na zakupy instrumentów krótkoterminowych. O malejącej presji inflacyjnej świadczy ostatnia informacja o wskaźniku wzrostu cen detalicznych, CPI. Wyniósł on w maju 3,6%, wobec 4,0% miesiąc wcześniej, przy oczekiwaniach na poziomie 3,8%-3,9%. Również kolejne miesiące powinny przynieść stopniowy spadek wskaźnika CPI, między innymi pod wpływem niższej dynamiki cen żywności. Pod koniec roku trend spadkowy zostanie prawdopodobnie zatrzymany na kilka miesięcy, a inflacja może wzrosnąć ponownie do poziomu 3,5%-4,0%. Później, w 2010 roku, inflacja będzie ponownie spadać, nawet poniżej 2%. Głównymi czynnikami ograniczającymi presję inflacyjną będą: wyraźne pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz umocnienie kursu złotego.</p> <p>Zagrożeniem dla optymistycznego scenariusza wzrost cen obligacji może być ryzyko niewypłacalności niektórych krajów rozwijających się. Mimo tego, iż Polska nie jest zagrożona niewypłacalnością, to niewypłacalność któregoś z krajów regionu odbiłaby się negatywnie również na polskim rynku finansowym. Wzrost awersji do ryzyka byłby odczuwalny również na polskim rynku obligacji.</p>

## Komentarze Zarządzających

RYNEK AKCJI	RYNEK DŁUGU
<p><b>RYNKI ZAGRANICZNE</b></p> <p>Miesiąc czerwiec zakończył się pod znakiem mieszanych nastrojów na światowym rynku kapitałowym. Z największych gospodarek świata w dalszym ciągu napływały sygnały makroekonomiczne mogące świadczyć o tym, że najgorsza faza kryzysu już minęła. Pomimo tego, wartości publikowanych wskaźników nadal pozostają na dość niskich poziomach sugerujących, iż recesja się jeszcze nie skończyła. W czerwcu indeks S&amp;P500 zamknął się na zbliżonym do majowego poziomie 919 punktów. Jeżeli chodzi o rozwinięte rynki Europy Zachodniej, to niemiecki indeks DAX spadł o 2,7%, natomiast londyński indeks FTSE100 spadł o 3,8%. Spośród rynków z naszego regionu najlepiej zachowywał się czeski indeks PX (wzrost o 3,9%). Spośród rynków wschodzących najlepiej zachowywał się Chiński rynek akcji. W reakcji na poprawę danych makroekonomicznych w tamtejszej gospodarce indeks SSE50 wzrósł o 19,6%. Rosyjski indeks RTS w wyniku spadku cen ropy spadł w czerwcu o 9,2%. Również brazylijski rynek akcji okazał się w czerwcu spadkowy. Indeks BOVESPA spadła o 3,3%.</p>	<p><b>RYNKI ZAGRANICZNE</b></p> <p>Ostatni miesiąc półrocza był dla papierów skarbowych lekko pozytywny. Natomiast ceny papierów nieskarbowych urosły o kilka procent, a na rynku widoczne było wyraźnie zwiększone zainteresowanie tego typu instrumentami. Podsumowując cały kwartał i pierwsze półrocze 2009 roku należy podkreślić, że wraz z powrotem apetytu na ryzykowne aktywa, inwestorzy sprzedawali bezpieczne papiery skarbowe obniżając ich wycenę. Na drugim biegunie znajdowały się obligacje korporacyjne, które odrobiły część strat poniesionych w poprzednim roku. Ponadto warto wspomnieć o wystromieniu krzywej rentowności, czyli o zwiększeniu się różnicy pomiędzy rentownościami obligacji krótko- i długoterminowych. Różnica ta osiągnęła w tym kwartale historycznie wysoki poziom na rynku amerykańskich papierów skarbowych. Zazwyczaj taka sytuacja wyraża przekonanie inwestorów o zbliżającym się wzroście aktywności gospodarczej. Taki punkt widzenia był prawdopodobnie głównym motorem napędzającym wzrosty na rynkach akcji. Dynamiczny wzrost cen akcji natomiast miały również wpływ na realokację aktywów z instrumentów dłużnych do instrumentów udziałowych. O ile trudno spodziewać się dalszego wystromienia się krzywych rentowności na rynkach bazowych, o tyle ich wypłaszczenie może następować bardziej poprzez wzrost rentowności obligacji krótkoterminowych niż ich spadek na długim końcu. Natomiast pozytywny trend wzrostu cen obligacji nieskarbowych powinien postępować, nawet jeżeli na rynkach akcji obecne wzrosty nie będą kontynuowane.</p>