

# Komentarz Zarządzających Millennium TFI

Rynki Akcji i Papierów Dłużnych

7 marca 2016 r.

## RYNEK AKCJI

Na światowych rynkach kapitałowych po fatalnym styczniu, luty przyniósł nieco uspokojenia, choć głównie na rynkach rozwijających się. Pierwsza połowa lutego przyniosła mocne pogłębienie styczniowych spadków, zwłaszcza w Europie, gdzie poważnie zaczęto obawiać się o kondycję sektora finansowego. Na szczęście końcówka miesiąca, wraz ze wzrostem cen surowców przyniosła odreagowanie i uspokojenie na rynkach.

Indeks S&P500 stracił w lutym 0,4%, a NASDAQ spadł o 1,2%. Po wielu miesiącach słabszych od oczekiwań danych makroekonomicznych, w lutym zaskakiwały one pozytywnie. Wskaźnik ISM dla usług spadł w lutym nieznacznie i wyniósł 53,4 pkt i był powyżej oczekiwań. Indeks ISM dla przemysłu wzrósł w lutym do 49,5 pkt z 48,2 pkt w styczniu i był wyższy od oczekiwań. Zamówienia na dobra trwałe w USA wzrosły w styczniu o 4,9% m/m wobec spadku w grudniu o 4,6% m/m i oczekiwanego wzrostu o 2,9% m/m. Dane o produkcji przemysłowej w USA okazały się znacznie lepsze od oczekiwań. W styczniu wzrosła ona o 0,9% po spadku o 0,7% m/m w grudniu, podczas gdy oczekiwano wzrostu o 0,4% m/m.

Ze sprawozdania po styczniowym posiedzeniu Fed wynika, że amerykańscy bankierzy centralni byli zaniepokojeni wpływem spadku cen surowców oraz słabości rynków finansowych na gospodarkę USA. Ich zdaniem czynniki te przekładają się na wyższe ryzyko dla gospodarki, a część z nich wskazało na ryzyko związane ze spowolnieniem wzrostu na rynkach wschodzących, szczególnie w Chinach. Wspiera to oczekiwania, że przebieg podwyżek stóp w USA będzie wolniejszy niż dotychczas oczekiwano.

Luty okazał się kolejnym słabym miesiącem dla giełd zachodnioeuropejskich. Wyjątkiem był brytyjski FTSE100, który wzrósł o 0,2%. Indeks DAX spadł o kolejne 3,1%, a francuski CAC40 o 1,4%. Dane makroekonomiczne niestety są słabe. Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze przemysłowym strefy euro spadł w lutym do 51,2 pkt z 52,3 pkt w styczniu. W porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosły indeksy jedynie we Francji i Austrii. W przypadku największej gospodarki europejskiej Niemiec - indeks PMI dla przemysłu wyniósł 50,5 pkt w porównaniu do 52,3 pkt w poprzednim miesiącu. Indeks Ifo, opisujący koniunkturę w niemieckiej gospodarce spadł w lutym do 105,7 pkt z 107,3 pkt w styczniu i był niższy od oczekiwań. Po raz pierwszy od sześciu lat większość badanych przedsiębiorstw formułowała pesymistyczne prognozy swojej sytuacji, najgorsza jest sytuacja w sektorze przemysłowym.

Wśród największych krajów rozwijających się fatalnie kolejny raz wypadła giełda w Indiach - BSE500 obniżył się o 8,1%. Z drugiej strony na fali odbijających się cen ropy w Brazylii i Rosji główne indeksy odnotowały wzrosty odpowiednio o 5,9% i 3,2%. Natomiast chiński Shanghai Comp. obniżył w lutym wartość o 1,8%. Opracowywany przez Caixin Media i Markit Economics indeks PMI określający koniunkturę w chińskim przemyśle spadł w lutym do 48,0 pkt z 48,4 pkt w styczniu i był nieco niższy od oczekiwań. Analogiczny indeks oficjalny spadł w lutym do 49,0 pkt z 49,4 pkt.

Warszawski parkiet podążał w lutym za giełdami krajów rozwijających się i był to dla GPW najlepszy miesiąc od kwietnia 2015r. WIG20 wzrósł w lutym o 2,5%, a szeroki indeks WIG zwiększył się o 2,6%. Mniejsze spółki zachowywały się podobnie - mWIG40 wzrósł o 2,9%, natomiast sWIG80 zanotował wzrost o 2,3%. Dane makroekonomiczne w Polsce były mieszane. Z jednej strony dobrze wypadł PMI dla przemysłu, który nieoczekiwanie

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 i Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów. 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.

wzrósł w lutym do 52,8 pkt z 50,9 pkt w styczniu. Po styczniowym spowolnieniu, tempo wzrostu przyspieszyło i odnotowało najlepszy wynik od siedmiu miesięcy. Z drugiej strony słabe były dane odnośnie produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Dynamika produkcji wyhamowała w styczniu do 1,4% r/r z 6,7% r/r w grudniu ub. roku. Słabsze od oczekiwań okazały się także dane o sprzedaży detalicznej. Po bardzo mocnej końcówce minionego roku jej dynamika w ujęciu nominalnym wyhamowała do 0,9% r/r w styczniu z 4,9% r/r w grudniu.

W naszym regionie w lutym ponownie najlepiej wypadła giełda turecka - ISE100 wzrost o 3,2%. Z drugiej strony czeski PX zanotował spadek o 6,9%, a węgierski BUX o 2,8%.

Ostatnie tygodnie przyniosły na giełdach solidne odreagowanie, ale nie można mówić o uspokojeniu. Cały czas mamy do czynienia z bardzo dużą zmiennością i trudno przewidzieć reakcję rynku po ogłaszanych danych makroekonomicznych. Naszym zdaniem, ostatnio wskazywane ryzyka dla gospodarek w postaci Brexitu czy fatalnej kondycji sektora finansowego w Europie i USA są mało prawdopodobne. Kluczowym jednak pozostaje ryzyko spowolnienia w Chinach i to będzie główny czynnik większych ruchów na giełdach zagranicznych w najbliższych miesiącach. W krótkim terminie oczekujemy jednak utrzymania się pozytywnych nastrojów i kontynuacji wzrostów.

W Polsce w ostatnich tygodniach mamy do czynienia ze spadkiem korelacji z giełdami zachodnioeuropejskimi, a silnym powiązaniem z rynkami rozwijającymi się. Ten trend może się utrzymać, co w przypadku osłabiania się dolara może powodować lepsze zachowanie się GPW w porównaniu do giełd państw rozwiniętych. Z drugiej strony zachowania rządzących potwierdzają wysokie ryzyko polityczne dla spółek notowanych na warszawskim parkiecie, dlatego wciąż preferujemy selektywne podejście głównie w segmencie średnich i małych spółek.

## RYNEK DŁUGU - RYNKI ZAGRANICZNE

Podwyższona awersja do ryzyka wywołana utrzymującymi się obawami dotyczącymi perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie utrzymywała się do połowy lutego. Najbardziej negatywne scenariusze analityków prognozowały recesję w światowej gospodarce i w efekcie powrót amerykańskiego banku centralnego do obniżek stóp procentowych.

Sytuacja zaczęła się odwracać wraz z napływem dobrych danych z USA. Praktycznie wszystkie dane z amerykańskiej gospodarki były lepsze od oczekiwań i utwierdziły rynki, że największa gospodarka świata ma się dobrze.

Pozytywne nastroje inwestorów wspierały dalsze wzrosty cen ropy naftowej. Od swoich najniższych od ponad 10 lat poziomów (28 USD za baryłkę w środku stycznia) ceny ropy urosły o 34% (do poziomów 37,5 USD za baryłkę). Wszystko wskazuje na to, że ropa naftowa swoje dolki ma już za sobą.

**Strefa euro.** Dane makroekonomiczne płynące z gospodarki europejskiej wskazują na pewną zadyszkę, z którą boryka się gospodarka niemiecka i powolną poprawę sytuacji w krajach peryferyjnych. Cały czas głównym problemem jest utrzymujący się brak presji inflacyjnej. Dalsze spadające odczyty inflacji oraz rekordowo niskie oczekiwania inflacyjne powodują, że bardzo mocno rozbudzone są oczekiwania, co do dalszego luzowania polityki pieniężnej przez ECB. Na posiedzeniu 10 marca oczekiwane przez rynek jest obniżenie stopy depozytowej o co najmniej 10 pb (najbardziej skrajne oczekiwania mówią o obniżce o 40 pb) oraz rozszerzenie QE (kwotowe i instrumentalne). W związku ze słabymi wynikami banków (wynikającymi między innymi z bardzo niskich stóp procentowych) część analityków oczekuje, że Europejski Bank Centralny wprowadzi obniżkę stóp procentowych uzależnioną od przypisania aktywów do odpowiedniej klasy kapitałów danego banku. W naszej opinii, w związku z rozbudzonymi oczekiwaniami rynku co do QE, większe prawdopodobieństwo jest po stronie rozczarowania inwestorów decyzją ECB, co może skutkować wyprzedzą europejskich obligacji skarbowych (tak jak miało to miejsce w kwietniu 2015 r.).

Rentowności 10-letnich obligacji (stan na 4 marca) wynoszą odpowiednio:

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 i Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów. 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.

niemieckie: 0,20% - spadek z poziomu 0,325% na koniec grudnia,

włoskie: 1,45% - spadek z poziomu 1,41% na koniec grudnia,

hiszpańskie: 1,56% - spadek z poziomu 1,51% na koniec grudnia,

portugalskie: 3,06 - wzrost z poziomu 2,50% na koniec grudnia.

Spośród obligacji krajów peryferyjnych w lutym wyjątkowo dużą zmiennością charakteryzowały się obligacje Portugalii.

**USA.** W połowie lutego, w efekcie wzrostu obaw o kondycję gospodarki światowej, rynki wyceniały już brak w perspektywie najbliższych dwóch lat podwyżek stóp procentowych przez FED a rentowność 10 letnich obligacji amerykańskich spadła do poziomu 1,65% (osiągając w trakcie sesji 11 lutego nawet wartość 1,53%). W drugiej części miesiąca, wraz z dobrymi danymi napływającymi z gospodarki USA oraz poprawieniem się sentymentu na rynkach globalnych, miał miejsce wzrost rentowności i obecnie rentowność 10 letnich obligacji amerykańskich wynosi 1,85%.

W chwili obecnej rynek wycenia prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez FED w tym roku (dopiero na posiedzeniu we wrześniu) na poziomie 54%. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobny scenariusz to podwyżka stóp procentowych przez FED w tym roku jeszcze dwukrotnie (w czerwcu oraz grudniu).

## **RYNEK DŁUGU - RYNEK POLSKI**

Negatywna reakcja wywołana decyzją agencji Standard & Poor's, która obniżyła rating Polski z perspektywą negatywną była krótkotrwała. W sytuacji złego sentymentu na rynkach globalnych Polska okazała się dla inwestorów „bezpieczną przystanią”, co miało odzwierciedlenie we wzrostach cen polskich obligacji. Rentowność polskich dziesięcioletnich obligacji skarbowych (DS0726) wynosi obecnie 2,99% (spadek z poziomów 3,13% na koniec stycznia).

Wydaje się, że obecna wycena polskiego długu uwzględnia już w dużym stopniu czynniki pozytywne, które mogą wpłynąć na ceny polskich obligacji (wysoki i stabilny bieżący wzrost gospodarczy, miejsce do obniżenia stóp procentowych w przypadku pogorszenia warunków do dalszego wzrostu gospodarczego, oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej w Europie), a w niewielkim stopniu bierze pod uwagę zagrożenia (potencjalnie wysoki deficyt budżetowy w 2017 roku, niestabilną sytuację polityczną oraz potencjalne rewizje ratingu Polski oraz jego perspektyw przez inne międzynarodowe agencji). Do wysokiej wyceny polskiego długu przyczynia się podatek nałożony na banki (od aktywów, ale z wyłączeniem obligacji skarbowych), co wzmacnia popyt ze strony tych instytucji na obligacje skarbowe (w szczególności krótkoterminowe).

Oczekujemy dalszego poprawiania się sentymentu na globalnych rynkach, który będzie szedł w parze ze wzrostami cen ropy naftowej. Powinny na tym zyskiwać aktywa o podwyższonym ryzyku (w tym obligacje korporacyjne typu High Yield) natomiast tracić mogą obligacje skarbowe uważane tradycyjnie za bezpieczne.

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 i Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów. 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.