

## Komentarze Zarządzających

### **RYNEK POLSKI – RYNEK AKCJI**

Polskie indeksy w listopadzie były głównie pod presją wydarzeń na Węgrzech, gdzie rząd ogłosił zmiany w systemie emerytalnym, które de facto przesuną aktywa przyszłych emerytów z funduszy prywatnych do systemu państwowego. Skutkiem tego będzie w średnim terminie duża podaż węgierskich akcji oraz perspektywa mniejszego popytu na te akcje w przyszłości. Biorąc pod uwagę niejasne plany rządu polskiego w tej kwestii i pojawiające się różne propozycje kształtu systemu emerytalnego, przełożyło się to również negatywnie na warszawski parkiet. WIG stracił w listopadzie 1,9%, natomiast indeks WIG20 obniżył się o 1,5%. Znacznie słabiej zachowywały się małe i średnie spółki – mWIG40 stracił 2,7%, sWIG80 spadł o 2,3%. Najgorszą branżą, z uwagi na silny spadek kursu TP S.A., okazała się telekomunikacja (WIG-TELEKOMUNIKACJA spadł o 9,0%). Z drugiej strony najlepiej zachowywał się sektor chemiczny (wzrost indeksu WIG-CHEMIA o 5,8%) dzięki poprawie wyników finansowych w III kwartale oraz warunków rynkowych spółek z tej branży. Z uwagi na wspomniane zmiany w systemie emerytalnym, węgierski BUX stracił aż 10,8%, będąc jednym z najsłabszych parkietów na świecie w listopadzie. Również słabo w naszym regionie prezentowały się turecki ISE100 oraz czeski PX50, które straciły odpowiednio 5,0% i 4,2%. Druga połowa listopada przyniosła oczekiwaną korektę na giełdach wywołaną jednak fundamentalnymi problemami fiskalnymi w Irlandii. Chociaż dotychczasowe działania rządów i instytucji międzynarodowych nie usunęły i być może nie usuną podstaw takich problemów, to przynajmniej bardzo skutecznie odsuwają w czasie ich negatywny wpływ i wspierają tym samym notowania rynku akcji. Obecnie podtrzymujemy opinię, iż grudzień będzie dla byków bardzo udany wpisując się w stereotypowy „rajd św. Mikołaja”. Mocniejszej korekty na warszawskim parkiecie spodziewamy się dopiero w pierwszych miesiącach przyszłego roku, a ewentualnym zapalnikiem mogą okazać się zmiany w krajowym systemie emerytalnym.

### **RYNEK POLSKI – RYNEK DŁUGU**

Dla posiadaczy rodzimych obligacji listopad był jednym z gorszych miesięcy w tym roku. Indeks obligacji zakończył miesiąc ze stratą 0,55%, ale taki wynik nie przedstawia całości obrazu rynku. Po publikacji październikowej inflacji członkowie RPP, którzy jeszcze 2-3 tygodnie wcześniej optowali za podwyżką stóp procentowych o 50bps zmienili front sugerując, że podwyżki w tym roku już nie będzie i najprawdopodobniej nie będzie też w styczniu. Na takich wypowiedziach krótsze obligacje były całkiem chętnie kupowane i zakończyły miesiąc na praktycznie tych samych rentownościach przynosząc zysk w wysokości 0,35%. Dłuższe obligacje, najpierw z powodu ogólnej wyprzedaży tego segmentu na świecie, a potem z powodu obaw o przyszłość Europy oraz planów, jakie nasz rząd planuje wobec przyszłości funduszy emerytalnych były cały miesiąc wyprzedawane.

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.

Rentowność 10-latek wzrosła w listopadzie o 36bps, co oznacza, iż przyniosły ich posiadaczom 2,5-procentową stratę.

Na rynku walutowym dawno nie było tak ciekawego miesiąca. W przeciwieństwie do poprzednich kilku miesięcy, kiedy złoty większość czasu spędzał w przedziale 4-5 groszy z minimalnymi i incydentalnymi większymi wychyleniami, tym razem każdy dzień przynosił duże emocje. Pomiędzy jedną, a drugą kawą rynek potrafił się zmienić o 4 grosze i więcej. W pierwszych dniach miesiąca polski złoty był jedną z najmocniejszych walut świata zyskując do USD 12 groszy, czyli ponad 4%, a do EUR 9 groszy, czyli 2,25%. Następnie przyszło osłabienie i złoty stał się najbardziej wyprzedawaną walutą świata. Do USD osłabił się o 41 groszy, a do EUR o ponad 22 grosze, co oznaczało odpowiednio 15% i blisko 6% strat. W ostatnim dniu miesiąca odzyskał nieco wigoru, ale i tak zakończył miesiąc z drugim od końca wynikiem ze wszystkich walut świata. Jedyną walutą, która była gorsza od złotego był forint węgierski, do którego PLN zyskał nieco ponad 2% jednak warto zauważyć, że w poprzednich 2 miesiącach waluta węgierska zyskała do złotego ponad 5%.

## **RYNKI ZAGRANICZNE – RYNEK AKCJI**

W listopadzie nastroje inwestorów na światowych giełdach były bardzo rozchwiane. Początek miesiąca przyniósł euforie po decyzji Fed dalszego rozluźniania polityki monetarnej, po czym kolejne tygodnie przyniosły obawy o kondycję Irlandii i innych krajów europejskich oraz możliwy konflikt militarny na Półwyspie Koreańskim. Dodatkowo w naszym regionie niedźwiedzi wspierały działania węgierskiego rządu, które prowadzą de facto do znacjonalizowania prywatnych funduszy emerytalnych. Podobnie sytuacja wyglądała w przypadku walut, gdzie w wyniku planów Fed dalszego pompowania gotówki osłabiał się dolar, aby następnie zyskać do europejskiej waluty z uwagi na obawy o kondycję strefy Euro. Pomimo mocnego dolara, niezmiennie silne w listopadzie pozostały surowce.

W Stanach Zjednoczonych kolejny miesiąc napływały dobre dane makroekonomiczne. Nowe zamówienia w przemyśle amerykańskim wzrosły we wrześniu o 2,1% m/m. W październiku liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych wzrosła o 151 tys. etatów, co było wynikiem wyraźnie lepszym od konsensusu zakładającego wzrost o 60 tys. Sprzedaż detaliczna wzrosła natomiast w październiku o 1,2% m/m po wzroście o 0,7% we wrześniu. Niemniej jednak kluczowymi dla rynków akcji w największej gospodarce świata były obawy o strefę Euro oraz wprowadzenie przez Fed programu skupu obligacji o wartości 600 mld USD do połowy 2011r. Duże wahania indeksów w ciągu miesiąca przełożyły się na niewielkie zmiany za cały okres. S&P500 stracił w listopadzie 0,2%, natomiast indeks, DJIA spadł o 1,0%. Wśród krajów BRIC ponownie najlepiej wypadł rynek rosyjski - RTS wzrósł o 0,7%, a bardzo słabo rynek indyjski (BSE500 stracił 3,9%) oraz brazylijski (BOVESPA spadła o 4,2%).

W Chinach bank centralny ponownie niespodziewanie podwyższył stopę rezerw obowiązkowych, co potwierdziło prowadzoną politykę chłodzenia gospodarki oraz ograniczania inflacji, która w październiku wzrosła do 4,4% r/r i była najwyższa od 2 lat. Obawy o wzrost gospodarczy Państwa Środka potwierdziły zachowania indeksów. Choć indeks Hang Seng spadł tylko o 0,4% to Shanghai Composite obniżył się aż, o 5,3%, co poza czynnikami przedstawionymi powyżej mogło być również efektem odreagowania po znakomitym październiku (+12,2%).

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.

W Europie tematem numer jeden w listopadzie był program pomocy Irlandii, który ostatecznie został zatwierdzony przez Unię Europejską w kwocie 85 mld EUR. Sama Irlandia ogłosiła natomiast plan cięcia wydatków socjalnych, ograniczenia zatrudnienia w sektorze publicznym oraz wzrostu podatku dochodowego i VAT. Problemy tego kraju rzuciły również negatywne światło na inne państwa z problemami fiskalnymi - Portugalię i Hiszpanię. Taka atmosfera nie zachęcała do kupowania – brytyjski indeks FTSE stracił 2,6%, natomiast francuski CAC40 spadł aż o 5,8%. Dzięki dobrym danym makro niemieckiej gospodarki najlepiej w Europie wypadł indeks DAX, który ponownie należał do najmocniejszych na świecie i wzrósł w listopadzie o 1,3%. Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, nieoczekiwanie wzrósł w listopadzie do 109,3 pkt ze 107,7 pkt w poprzednim miesiącu i znajduje się obecnie powyżej poziomów z poprzedniego szczytu koniunktury. Indeks ZEW, mierzący oczekiwania niemieckich analityków i inwestorów, wzrósł w listopadzie do 1,8 pkt z minus 7,2 pkt w październiku, znacznie przekraczając oczekiwania. Nieco słabiej wypadły jednak dane z przemysłu, gdzie zamówienia spadły we wrześniu o 4,0% m/m po wzroście o 3,5% m/m w sierpniu i wobec oczekiwanego wzrostu o 0,4% m/m. Gospodarka Niemiec kwitnie głównie dzięki silnemu eksportowi, który we wrześniu wzrósł o 3,0% m/m po spadku o 0,2% m/m w sierpniu.

## **RYNKI ZAGRANICZNE – RYNEK DŁUGU**

Wreszcie, po co najmniej 8 tygodniach oczekiwania, FOMC podjęła decyzję o skali i sposobie nowego programu stymulacyjnego - w ciągu 8 miesięcy FED ma wydać na skup długoterminowych obligacji 600miliardów dolarów, a razem z poprzednim programem wielkość ta ma sięgnąć ok. 900miliardów. I jak to zwykle bywa decyzja niby wspierająca obligacje i osłabiająca amerykańską walutę wcale taką nie była. Świat nie miał już, na co czekać, tym bardziej, że decyzja została podjęta po kilku tygodniach dobrych danych gospodarczych. W dwa dni od ogłoszenia decyzji rynki finansowe rozpoczęły marsz w kierunkach zupełnie innych niż miały iść. Dolar zyskiwał, obligacje traciły. Szczyt G20, który odbył się w tydzień od decyzji FOMC tylko spotęgował ten kierunek, ponieważ Stanom Zjednoczonym nie udało się przekonać partnerów do swoich pomysłów. Im dłuższe obligacje tym straty były bardziej dotkliwe. W połowie miesiąca straty na amerykańskich 30-latkach sięgały nawet 6% w cenie, co nie zdarza się zbyt często na tak rozwiniętym rynku, uważanym za bezpieczny. Wprawdzie druga połowa miesiąca wyglądała nieco przyjemniej dla posiadaczy obligacji, ale i tak cały miesiąc wszystkie obligacje, od najkrótszych do najdłuższych, zakończyły listopad na wyższych poziomach rentowności.

W Europie na początku miesiąca także dyskutowano głównie o amerykańskim programie stymulacyjnym. Pierwsza połowa miesiąca wyglądała na rynkach obligacji dokładnie tak jak za Oceanem, czyli same straty, a im dłuższe obligacje tym straty większe. Druga część listopada upłynęła jednak pod zupełnie innym hasłem. Po raz trzeci w tym roku powróciły poważne obawy o przyszłość Strefy Euro. Irlandzki rząd stanął w końcu przed koniecznością ratowania banków, a że sam by sobie nie poradził na pomoc musiała przyjść cała Europa. Zanim jednak decyzje zostały podjęte zaczęły się usilne poszukiwania, kto będzie następnym.

Nikt nie chciał kupować obligacji irlandzkich, greckich, portugalskich, hiszpańskich, włoskich a nawet belgijskich, a wszem i wobec panował strach. Naturalne, więc, że obligacje tych krajów traciły najbardziej, 10-letnie obligacje irlandzkie nawet ponad 15 procent, a inwestorzy przenosili się na rynki najbezpieczniejsze. Jak można się spodziewać w takich warunkach najlepsze okazały się obligacje niemieckie, fińskie czy holenderskie, ale nawet na tych rynkach indeksy obligacji zakończyły miesiąc na stratach. Na rynku walutowym wszyscy chcieli kupować tylko dolary amerykańskie. W zasadzie na całym świecie nie było płynnej waluty, która utrzymałaby swój kurs do USD. Średnio do wszystkich walut G10 dolar zyskał w listopadzie prawie 4% z nawiązką odrabiając straty październikowe. W przypadku samego euro zmiana była jeszcze większa i wyniosła 7%, gdyż w obawie o przyszłość Strefy Euro nie było prawie w ogóle popytu na wspólną walutę.