

Komentarze Zarządzających

RYNEK AKCJI

W maju na rynkach kapitałowych doczekaliśmy się korekty, chociaż końcówka miesiąca należała zdecydowanie do byków. Ze Stanów Zjednoczonych zaczęły napływać niepokojące dane makroekonomiczne sugerujące osłabienie dynamiki wzrostu. Protokół z posiedzenia FOMC sugeruje jednak, iż łagodna polityka pieniężna będzie utrzymywana przez dłuższy czas a program wsparcia gospodarki QE3 nie jest jeszcze do końca wykluczony. W Europie dyskutowano ponownie o kondycji Grecji, której władze otwarcie deklarowały, iż w przypadku braku pomocy zewnętrznej kraj stanie się niewypłacalny. Jednocześnie negatywnie w tym kontekście odebrano informację o zatrzymaniu w związku z oskarżeniami o próbę gwałtu szefa MFW Dominique'a Strauss-Kahn, który był jednym z większych zwolenników pomocy dla krajów peryferyjnych Europy. Choć na początku maja, po informacji o podniesieniu depozytów zabezpieczających w kontraktach na srebro, mieliśmy do czynienia z silną przeceną wszystkich surowców, w drugiej połowie miesiąca, po pozytywnych rekomendacjach kilku zagranicznych banków inwestycyjnych, nastąpiło częściowe odreagowanie.

Amerykański parkiet został w maju zdominowany przez niedźwiedzie. S&P500 stracił 1,4%, natomiast indeks DJIA obniżył się o 1,9%. Spadki wspierane były przez słabe dane makroekonomiczne. Stany Zjednoczone osiągnęły ustawowo dozwolony pułap zadłużenia, co oznacza, że rząd nie może zaciągać więcej długów. Jeżeli do początku sierpnia Kongres nie podniesie tego progu, rząd USA może stać się niewypłacalny. Obecnie trwa impas w tej sprawie, gdyż Republikanie, którzy mają większość w Izbie Reprezentantów, swoją zgodę na podniesienie limitu zadłużenia uzależniają od dokonania radykalnych cięć wydatków rządowych. PKB USA wzrósł w I kwartale w tempie rocznym 1,8%, co było wynikiem słabszym od konsensusu rynkowego. Produkcja przemysłowa pozostała w kwietniu na poziomie z poprzedniego miesiąca po tym jak wzrosła w marcu o 0,7% m/m.

Wskaźnik ISM obrazujący koniunkturę w amerykańskim przemyśle spadł w kwietniu do 60,4 pkt z 61,2 pkt w marcu, natomiast wskaźnik ISM, który mierzy aktywność w usługach spadł w kwietniu aż do 52,8 pkt z 57,3 pkt w poprzednim miesiącu. Ostatnie dane z początku czerwca również potwierdzają słabość amerykańskiej gospodarki, co może zwiększyć prawdopodobieństwo uruchomienia QE3. Z drugiej jednak strony słabsze dane mogą być

efektem tymczasowym związanym z powodziami w Stanach Zjednoczonych oraz trzęsieniem ziemi w Japonii.

W maju giełdy krajów BRIC ponownie wypadły słabo. W Rosji z uwagi na przecenę surowców, indeks RTS zanotował spadek rzędu 6,8%. Po kiepskim kwietniu, indyjski BSE500 stracił kolejne 2,6% natomiast brazylijska BOVESPA obniżyła się o 2,3%. W Chinach mieliśmy do czynienia z dużą różnicą pomiędzy głównymi indeksami. Hang Seng stracił zaledwie 0,2%, natomiast Shanghai Composite obniżył się o 5,8%. W Państwie Środka bank centralny podniósł ponownie stopę rezerwy obowiązkowej o 50 bps. Była to już piąta w tym roku, a ósma od października 2010 r. podwyżka rezerwy w Chinach. Celem takiego działania, podobnie jak dotychczas, jest ograniczenie nadmiernej akcji kredytowej i walka z rosnącymi cenami.

W Europie nadal dyskutowano o kondycji państw peryferyjnych strefy Euro. Jak wspominaliśmy władze Grecji otwarcie mówiły, iż bez pomocy zewnętrznej krajowi grozi bankructwo. Agencje Fitch oraz Standard & Poor's obniżyły w maju rating kredytowy dla Grecji, a agencja Moody's zrobiła to na początku czerwca. S&P obniżył natomiast perspektywę ratingu Włoch do negatywnej ze stabilnej. Dane makroekonomiczne strefy Euro były mieszane. Choć obecna kondycja regionu jest wciąż bardzo dobra, gorsze są oczekiwania dotyczące przyszłości. PKB wzrosło w I kwartale o 0,8% kw./kw. po wzroście o 0,3% w poprzednim kwartale, co daje wzrost w tempie rocznym 3,2%. Dobry wynik całej strefy jest związany z zaskakująco wysokim wzrostem w Niemczech, jednak wzrost dotyczy niemal wszystkich europejskich gospodarek za wyjątkiem Portugalii. Negatywnie odbieramy natomiast wstępny odczyt PMI określający koniunkturę w sektorze przemysłowym strefy euro, który spadł w maju do 54,8 pkt wobec 58,0 pkt na koniec kwietnia. Analogiczny indeks dla sektora usług spadł w maju do 55,4 pkt z 56,7pkt w kwietniu. Należy brać jednak pod uwagę fakt, iż podobnie jak w USA spowolnienie mogło być pod presją zdarzeń jednorazowych, takich jak zakłócenie łańcucha dostaw po trzęsieniu ziemi w Japonii czy inny termin Wielkanocy. Wśród zachodnioeuropejskich indeksów ponownie najslabiej wypadł niemiecki DAX, który obniżył się o 2,9%. Najlepiej wśród indeksów regionu wypadł brytyjski FTSE100 (-1,3%), a francuski CAC40 spadł w poprzednim miesiącu o 2,4%.

W Polsce w maju zaskoczeniem było podniesienie przez RPP stóp procentowych o 0,25 p.p. Obecnie główna stopa referencyjna wynosi 4,25%. Jest to już trzecia podwyżka w rozpoczętym w styczniu cyklu zacieśniania polityki monetarnej. W pewnym stopniu potwierdzeniem słuszności decyzji Rady były kwietniowe dane o wzroście cen - inflacja mierzona indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrosła do 4,5% r/r z 4,3% w marcu i była wyższa od oczekiwań rynkowych. Z uwagi na niską bazę związaną z żałobą narodową po katastrofie w Smoleńsku oraz przesuniętą Wielkanocą znakomicie wypadła

sprzedaż detaliczna w kwietniu. W ujęciu nominalnym wzrosła ona o 18,6% r/r, po wzroście o 9,4% r/r w marcu i była i tak lepsza od oczekiwań. Warszawski parkiet w maju zachowywał się nadzwyczaj dobrze w porównaniu do rynków zagranicznych. WIG utrzymał wartość sprzed miesiąca, natomiast indeks WIG20 zmniejszył się o 0,3%. W przeciwieństwie do kwietnia znakomicie zachowywały się średnie spółki – mWIG40 wzrósł o 0,7%, z drugiej strony słabo wypadły małe spółki - sWIG80 stracił 0,9%. Najgorszą branżą w maju był sektor budowlany (WIG-BUDOWNICTWO spadł o 9,4%). Najlepiej zachowywał się sektor chemiczny (wzrost indeksu WIG-CHEMIA o 11,0%), głównie dzięki znacznemu wzrostowi kursu spółki Synthos (58% udziału w indeksie). W naszym regionie kolejny miesiąc z rzędu najsłabiej wypadł rynek turecki, gdzie ISE100 spadł aż o 9,0%. Czeski PX50 zanotował spadek na poziomie 1,0%. Ponownie nie najlepiej zaprezentował się węgierski BUX, który obniżył się o 3,3%.

Maj przyniósł oczekiwaną korektę na światowych giełdach, która nie miała jednak dotychczas dużego zasięgu. Chociaż nasz region jako całość zachowywał się gorzej od rynków rozwiniętych, warszawskie indeksy wbrew naszym oczekiwaniom wypadły relatywnie lepiej w stosunku do krajów zachodnich. W najbliższym czasie na rynkach kapitałowych możemy mieć do czynienia z kontynuacją korekty, choć naszym zdaniem jednak najbardziej prawdopodobny scenariusz to trend boczny. Wyraźne ruchy na indeksach powinny nastąpić dopiero po jednoznacznych decyzjach odnośnie programu pomocowego QE3 oraz po wyjaśnieniu czy gorsze dane makroekonomiczne w USA mają charakter trwały czy przejściowy związany z powodzią w Stanach Zjednoczonych oraz perturbacjami po trzęsieniu ziemi w Japonii.

RYNEK POLSKI – RYNEK DŁUGU

Na rodzimy rynek obligacji skarbowych silny wpływ miały czynniki zarówno o znaczeniu globalnym jak i lokalnym. W ciągu całego miesiąca kontynuowany był ruch rentowności w dół zapoczątkowany jeszcze w końcówce marca. Z jednej strony, jak mantrę prezes Belka powtarza tezę o jedynie przejściowym i relatywnie niegroźnym charakterze ostatnich wzrostów cen koszyka dóbr i usług. W swoich komentarzach on, jak również część gołębich Członków wielokrotnie zwracali uwagę również na spowolnienie procesów inflacyjnych, jakie ma się dokonać w drugiej połowie 2011 roku (efekt wysokiej bazy z roku 2010) oraz w roku 2012. Głównymi czynnikami przemawiającymi za wyhamowaniem tempa wzrostu cen jest jego charakter – wywołany głównie przez rosnącą żywność i surowce. Część Członków wyrażała jednak obawy o powolne „rozlewanie” się inflacji na pozostałe, kojarzone bardziej ze sferą popytową części koszyka. Z drugiej strony globalne spadki rentowności, zwłaszcza na rynkach bazowych spowodowane pogorszeniem prognoz wzrostu największych gospodarek dodatkowo wsparły popyt na polskie obligacje. Zdecydowana większość danych

miała pozytywny wydźwięk. Zatrudnienie rosło w stabilnym tempie 4.0% r/r. Pozytywnie zaskoczył wzrost płac na poziomie aż 5.9%, co rynek odczytał jako wartość jednorazową, związaną z przesunięciem wypłat i premii na kwiecień. Ponadto na początku miesiąca RPP nieoczekiwanie podniosła główną stopę procentową, która obecnie wynosi 4.25%. Figura CPI na poziomie najwyższym w obecnym cyklu (4.5% r/r) oraz PPI dodatkowo wspierały wizję części Członków RPP o konieczności szybszych w czasie, ale ograniczonych w skali podwyżek stóp procentowych. W skali całego miesiąca zysk z długich pozycji wyniósł 0.9%, a od początku roku 2.0%. Obligacje krótkoterminowe nie zmieniły rentowności, która pozostała na poziomie 5.0%. Średnio- i długoterminowe obligacje zanotowały spadek rentowności o 10-15 punktów bazowych.

RYNKI ZAGRANICZNE– RYNEK DŁUGU

W maju po raz kolejny, posiadacze długich pozycji w obligacjach odnotowali dodatnią stopę zwrotu. Co więcej, był to trend globalny, który ominął pojedyncze kraje. W Stanach Zjednoczonych obserwowaliśmy dość znaczne pogorszenie danych makroekonomicznych. Taka sytuacja dotyczyła większości wskaźników ze sfery realnej, jak również indykatorów uważanych za wyprzedzające dla oceny cyklu w jakim znajduje się gospodarka. Kolejny miesiąc z rzędu negatywnie zaskakiwały dane z rynku pracy dotyczące wniosków o zasiłek dla bezrobotnych – tygodniowe publikacje wykazywały trend rosnący zapoczątkowany w połowie kwietnia. Dane te należy rozpatrywać łącznie z wyższą stopą bezrobocia za kwiecień na poziomie 9%. W dalszym ciągu na wysokich poziomach utrzymywała się stopa bezrobocia długoterminowego. Relatywnie wysoki wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym nie pozwala jednak jednoznacznie negatywnie ocenić rozwoju sytuacji na rynku pracy w USA. W każdym razie obraz rynku jest daleki od stanu potencjalnego uważanego za punkt docelowy dla członków FED. Kilukrotnie dawali temu wyraz różni członkowie FOMC oraz prof. Bernanke wyrażając zaniepokojenie powolnym wzrostem gospodarki oraz deprecjonując presję inflacyjną. Po raz kolejny podkreślali oni, że inflacja jest czynnikiem krótkotrwałym i pozostającym poza wpływem władz monetarnych. Jako nowość, przebieg ostatniej dyskusji członków FED nakreślił obraz kroków jakie mogłyby zostać wykonane w stronę stopniowego zacieśniania polityki monetarnej – najpierw zaprzestanie reinwestycji nominałów zapadających obligacji, później wzrost krótkoterminowych stóp procentowych, a na końcu sprzedaż aktywów. W maju opublikowano również szereg wskaźników wyprzedzających wskazujących na możliwość spowolnienia wzrostu w kolejnych kwartałach. Do takich zaliczyć należy ISM dla sektora usług, Chicago PMI, Indeks zaufania konsumentów Conference Board oraz indeks FED z Filadelfii. Każdy z nich odnotował niższą wartość niż w poprzednim miesiącu, oraz niższą niż rynkowy konsensus. Jakby tego było mało odczyt PKB za I kwartał wypadł bardzo słabo

na poziomie jedynie 1.8%. Również poniżej oczekiwań zachowywał się sektor nieruchomości. Zdecydowana większość wskaźników opublikowana w maju wykazała utrzymujący się marazm na tym rynku. Łączny wpływ słabych danych oraz wznowiona dyskusja o krajach Europy peryferialnej znacznie umocniły dług Skarbu Stanów Zjednoczonych. Obligacje odnotowały spadek w rentownościach rzędu 20-25 punktów bazowych. Jednocześnie uczestnicy rynku odłożyli w czasie swoje oczekiwania na normalizację polityki pieniężnej. Aktualne oczekiwania rynkowe wskazują na przełom drugiego-trzeciego kwartału 2012 jako najbardziej prawdopodobny moment pierwszych podwyżek stóp w USA. W skali miesiąca obligacje Skarbu USA zyskały 1.5%, od początku roku jest to już 2.5% zysku.

W Europie głównym czynnikiem wpływającym na rentowności były po raz kolejny problemy krajów Europy peryferialnej. Dane makroekonomiczne miały wydźwięk również negatywny, ale nie tak silny, jak za oceanem. Pozytywnie zaskoczyły m.in. wstępne dane o wzroście PKB w Niemczech na poziomie 1.5% kw/kw, oraz indeks Instytutu IFO. Inflacja ustabilizowała się na poziomie 2.7% r/r, co uciszyło przynajmniej czasowo dyskusje o rosnącej w nadmiernym tempie wskaźniku cen towarów i usług. Odczyty indeksów PMI dla usług i przemysłu były nieco niższe niż przed miesiącem oraz poniżej rynkowego konsensusu. Nieco negatywnie zaskoczyły również zamówienia w przemyśle. Dodatkowym czynnikiem, który wspierał dłużne rynki bazowe był powrót dyskusji o sytuacji fiskalnej Grecji oraz krajów, które wystąpiły wcześniej o pomoc do MFW i UE. Dywagacje na temat możliwych wyjść z impasu zapełniały czołówki serwisów informacyjnych, co w połączeniu z wieloma, często sprzecznymi komentarzami przedstawicieli rządu Grecji, członków IMF, rządu Niemiec i Francji oraz UE powodowało wzrost zmienności oraz rentowności i cen zabezpieczania długu oraz ucieczkę w mniej ryzykowne klasy aktywów. W skali miesiąca obligacje niemieckie przyniosły 1.7% zysku. Dłużne papiery wartościowe krajów borykających się z problemami fiskalnymi zanotowały stratę o -1.0% do -1.3%.