

Komentarze Zarządzających

RYNEK AKCJI

We wrześniu na światowych giełdach mieliśmy do czynienia z pogłębieniem sierpniowych spadków, chociaż część miesiąca należała do byków. Wysoka zmienność to jedyny stabilny wskaźnik w ostatnich tygodniach. Nastroje inwestorów momentalnie reagowały na wychodzące dane makroekonomiczne, ale przede wszystkim na wypowiedzi i działania polityków i wysoko postawionych urzędników. Prezydent USA ogłosił plan o wartości ponad 400 mld USD stworzenia nowych miejsc pracy, który teoretycznie nie powinien powiększyć deficytu budżetowego, jednak nie ujawniono w jaki sposób wydatki będą zrównoważone w budżecie. Niestety plan musi być zaakceptowany przez Republikanów, co stawia w wątpliwość jego realizację. Ważnym wydarzeniem ubiegłego miesiąca była również zapowiedź przez Fed operacji „twist”, czyli wydłużenia zapadalności posiadanego portfela obligacji celem obniżenia długoterminowych stóp procentowych. We wrześniu oczy całego świata zwrócone były jednak głównie na Europę, gdzie ważą się losy nie tylko Grecji, ale i całej strefy Euro. Agencje obniżyły ratingi wybranych banków z Francji oraz Włoch, co wraz z krążącymi plotkami o problemach niektórych europejskich banków doprowadziło do bezprecedensowej skoordynowanej decyzji Europejskiego Banku Centralnego, Fed, Banku Anglii, Banku Japonii oraz Narodowego Banku Szwajcarii o zapewnieniu europejskim bankom dolarowej płynności. Obecnie kraje strefy Euro pracują nad formą i znaczącym zwiększeniem Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej, który ma pomóc Europie przetrwać kryzys. Amerykańska giełda wypadła we wrześniu gorzej niż w słabym sierpniu. S&P500 stracił aż 7,2%, natomiast indeks DJIA obniżył się o 6,0%. Nie pomogły nawet dane makroekonomiczne, w przypadku których część zaskakiwała pozytywnie. Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,9% miesiąc wcześniej i oczekiwań na poziomie 0,1% m/m. Indeks Uniwersytetu Michigan, obrazujący nastroje amerykańskich konsumentów, wzrósł we wrześniu do 59,4 z 55,7 pkt., znacząco przewyższając konsensus na poziomie 57,8 pkt. Indeks aktywności biznesu Chicago PMI wzrósł we wrześniu do 60,4 pkt. z 56,5 pkt. w sierpniu. Większe znaczenie dla rynków kapitałowych miały wypowiedzi prezydenta USA oraz szefa Fed. Ogłoszony przez Baracka Obamę plan stworzenia nowych miejsc pracy zakłada obniżkę w przyszłym roku o połowę podatków od płac, pomoc federalną dla władz stanowych i społeczności lokalnych,

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.

a także rozszerzenie świadczeń dla bezrobotnych. Szef amerykańskiej Rezerwy Federalnej ogłosił wspomnianą operację „twist” a także powiedział, że Fed może dalej luzować politykę monetarną, jeśli inflacja lub prognozy inflacji znacznie się obniżą. We wrześniu najlepszą giełdą w krajach BRIC okazał się parkiet indyjski, gdzie BSE500 obniżył się tylko o 1,6%. Ponownie, z uwagi na przecenę na surowcach, najsłabiej wypadł rosyjski RTS, który spadł aż o 21,2%. Brazylijski indeks BOVESPA obniżył się o 7,4%. W Chinach, gdzie trzeci miesiąc z rzędu PMI dla przemysłu znalazł się poniżej 50 pkt., Hang Seng stracił aż 14,3%, natomiast Shanghai Composite spadł o 8,1%.

W Europie tematem numer jeden pozostała kwestia bankructwa Grecji oraz przyszłości strefy Euro. Pojawiają się nowe pomysły na zwiększenie Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej oraz różne scenariusze rozwiązania problemów fiskalnych, włącznie z kontrolowanym bankructwem Grecji. Obecnie przyszłość tego kraju i uruchomienie kolejnej transzy pomocy zależy od misji tzw. „trójki”, czyli ekspertów z Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Europejskiego Banku Centralnego i Komisji Europejskiej. Dane makroekonomiczne potwierdzają spowolnienie gospodarcze w Europie. Zamówienia w przemyśle strefy euro wzrosły w lipcu o 8,4% r/r i spadły o 2,1% m/m, podczas gdy rynek oczekiwał odpowiednio wzrostu o 10,6% i spadku o 1,1%. Sprzedaż detaliczna w strefie euro wzrosła w lipcu o 0,2% m/m po zrewidowanym w dół wzroście o 0,7% m/m w czerwcu. Spadek dynamiki w porównaniu z poprzednim miesiącem wynikał z wyhamowania wzrostu w Niemczech, których gospodarka wyraźnie zaczyna tracić impet. W lipcu wyrównany sezonowo niemiecki eksport spadł o 1,8% m/m, natomiast import zmniejszył się o 0,3% m/m. Indeks DAX spadł we wrześniu o 4,9%, jednak należy pamiętać, iż w sierpniu stracił aż 19,3%. Brytyjski FTSE spadł również o 4,9%, zaś francuski CAC40 obniżył się o 8,4%.

W Polsce dane makroekonomiczne były zróżnicowane. We wrześniu wskaźnik PMI dla Polski spadł do 50,2 punktu z 51,8 pkt. w sierpniu, co było wynikiem wyraźnie słabszym od oczekiwań. Słabszy odczyt to prawdopodobnie efekt pogorszenia koniunktury u naszych partnerów handlowych i mniejszych zamówień eksportowych. Z drugiej strony dynamika sprzedaży detalicznej przyspieszyła w sierpniu do 11,3% r/r z 8,2% r/r w lipcu, co było wynikiem wyraźnie lepszym od oczekiwań. Ponadto sierpniowa dynamika wzrostu produkcji przemysłowej wyniosła aż 8,1%. Pomimo tego instytucje finansowe coraz częściej obniżają prognozy wzrostu dla polskiej gospodarki na przyszły rok. Według aktualnych szacunków przedstawionych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy wzrost gospodarczy w Polsce wyhamuje w przyszłym roku do 3,0% z szacowanych 3,8% w tym roku. Na warszawskim parkiecie mieliśmy do czynienia z podobnymi spadkami jak w sierpniu. WIG spadł o 9,4%, natomiast indeks WIG20 zmniejszył się o 10,7%. Mocniej tym razem wypadły mniejsze spółki - indeks mWIG40 spadł o 10,5%, a sWIG80 stracił tylko 8,4%. Najgorszą branżą pozostało budownictwo (WIG-BUDOWNICTWO spadł o 19,9%). Najlepiej zachowywał się

czwarty miesiąc z rzędu sektor telekomunikacyjny (spadek indeksu WIG-TELEKOMUNIKACJA o 0,2%). W naszym regionie wręcz znakomicie zachowywała się Turcja, gdzie ISE100 wzrósł aż o 10,7%. Inne giełdy wypadły podobnie jak nasz parkiet. Czeski PX50 zanotował spadek na poziomie 10,9%, zaś węgierski BUX obniżył się o 14,6%. Niepewność i zmienność na rynkach jest wciąż bardzo duża i taka też powinna pozostać dopóki nie poznamy jednoznacznych propozycji rozwiązań problemów fiskalnych w Europie. Choć Stany Zjednoczone obecnie spadły na dalszy plan, ważne dla globalnego wzrostu gospodarczego pozostaną także najbliższe dane makroekonomiczne z tego kraju jak również działania Fed oraz władz USA. Naszym zdaniem sentyment na rynkach może poprawić się tylko dzięki zapowiedziom działań o bardzo dużej skali, takich jak QE3 czy kilkukrotne zwiększenie wartości Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej. Tylko w takim scenariuszu mogłoby nastąpić średnioterminowe odbicie na rynkach akcji.

RYNKI ZAGRANICZNE - RYNEK DŁUGU

Wrzesień to kolejny lukratywny miesiąc dla posiadaczy obligacji skarbowych rynków krajów rozwiniętych. Równolegle znaczące odpływy funduszy z krajów uznawanych za rozwijające się spowodowały przecenę na lokalnych rynkach długu, również w Polsce.

Po wielu miesiąca kiepskich danych makroekonomicznych płynących z największych gospodarek świata, nadszedł czas na odpowiedź rządów oraz władz monetarnych. W obliczu pogarszającej się sytuacji gospodarczej uwaga inwestorów, podobnie jak w 2008 roku, skupiła się na pomysłach rządu USA oraz FED wspierających wzrost. Tradycyjnie największą uwagę przyciągały wypowiedzi prof. Bernanke. W szczególności pytanie dotyczyło, w jakim stopniu i w jaki sposób FED poluzuje warunki monetarne w USA. W pierwszej połowie miesiąca w Jackson Hole, Bernanke potwierdził, że Rezerwa posiada wiele narzędzi do gotowych do użycia w przypadku pogarszającej się sytuacji gospodarczej. Zwrócił jednak szczególną uwagę, że to w gestii rządzących jest znacząca możliwość stymulowania gospodarki. Ogłoszony tydzień później przez Obamę pakiet stymulujący gospodarkę niestety nie sprostął oczekiwaniom rynku i nie zatrzymał odwrotu od aktywów ryzykownych. Obama zaproponował wart blisko 450 mld dolarów pakiet, którego głównym celem ma być zmniejszenie trapiącego USA bezrobocia poprzez m.in. przedłużenie obniżki podatku od dochodów oraz zwiększenie jej skali (z 2% do 3.1%), obniżkę symetrycznego podatku płaconego przez pracodawcę (o 3.1%), oraz jego całkowitą likwidację w przypadku zatrudniania nowych pracowników. Pakiet obejmuje ponadto ulgę podatkową w wysokości 4000 dolarów dla firm, które zatrudnia osobę bezrobotną pozostającą bez pracy 6 miesięcy lub dłużej. W dodatkowych programach wsparcia zapowiedziano wysokie kwoty dla władz na poziomie samorządowym, które zapobiegają zwolnieniom nauczycieli, policjantów oraz strażaków. Ponad 100 mld dolarów zostanie skierowanych na wydatki

o charakterze infrastrukturalnym, w szczególności budowę dróg, autostrad oraz modernizację szkół. Pomimo tego, że główne punkty programu trafnie adresują problemy największej gospodarki, należy zwrócić uwagę, że ponad połowa zaproponowanej kwoty to przedłużenie o kolejny rok wdrożonych już wcześniej bodźców (w grudniu 2010), które wycofane w 2012 roku stanowiłyby istotne obciążenie wzrostu gospodarczego. Obama jest więc w sytuacji patowej – z jednej strony presja na redukcję deficytu i długu w długim terminie nie pozwalają mu istotnie poluzować polityki fiskalnej, a z drugiej strony inwestorzy obawiają się, że bez pomocy ze strony rządu gospodarka wpadnie w recesję. Aby utrzymać przekonanie, że tak się nie stanie Obama przedstawił również plan długoterminowej redukcji długu poprzez m.in. zwiększony podatek dla najbogatszych Amerykanów oraz dodatkowe obciążenia dla największych firm. W drugiej połowie miesiąca Rezerwa Federalna zdecydowała się poluzować politykę monetarną poprzez zmianę struktury aktywów banku centralnego. Zaproponowana „Operacja Twist” polega na sprzedaży obligacji krótkoterminowych i zakup obligacji długoterminowych za kwotę 400 mld USD. Taki zabieg ma doprowadzić do wzrostu cen obligacji długoterminowych i tym samym obniżyć ich rentowność, co będzie wspierać popyt inwestycyjny w gospodarce. Historia pokazuje, że operacja tego typu może obniżyć i tak już historycznie niskie rentowności o 10-20 punktów bazowych.

W Europie kolejny miesiąc nie przyniósł rozwiązania zarówno krótko- jak i długoterminowych problemów nadmiernie zadłużonych krajów. Decyzje z 21 lipca o zwiększeniu EFSF do 440 mld euro były w mozolnym tempie przegłosowywane przez kolejne rządy, co dodatkowo wzmagало zmienność na rynku. Bardzo aktywny pozostawał ECB, który przy pomocy programu SMP skupował obligacje krajów wysoko zadłużonych ze Strefy Euro o wartości ponad 40 mld euro (wartość całego programu przekraczała na koniec września kwotę 155 mld euro, co oznacza zwiększenie bilansu o ponad 35%). W dalszym ciągu wyraźny brak zgody Niemiec na projekt emisji euroobligacji bez wyraźniej centralizacji polityki fiskalnej powodują niepokój inwestorów o Strefę.

Powyższe zabiegi w obrębie polityki monetarnej i fiskalnej na obu kontynentach nie spowodowały uspokojenia rynku. Dodatkowo, zdecydowana większość danych makroekonomicznych potwierdzała, że gospodarki na świecie hamują, w tempie szybszym niż oczekiwania, czego dowodem były bardzo wysokie spadki indeksów PMI dla Strefy Euro (PMI dla przemysłu po raz pierwszy w cyklu poniżej 50 punktów wskazując na oczekiwany spadek aktywności gospodarki). Swoje prognozy odnośnie stanu gospodarki globalnej zredukował IMF w swoim World Economic Outlook. Wzrost na świecie osiągnie poziom 4% w 2011 i 2012, podczas gdy kraje rozwinięte będą rosły jedynie w tempie 1.5%-2.0% (co oznacza redukcję o 0.6% i 0.7% odpowiednio na 2011 i 2012 w stosunku do poprzednich prognoz).

RYNEK POLSKI - RYNEK DŁUGU

Widmo realnego upadku Grecji (częste pogłoski prasowe o zgodzie wydanej przez Niemcy i IMF na bankructwo kraju) spowodowały nasilenie odwrotu od ryzykownych klas aktywów, które tym razem objęły również polskie obligacje skarbowe. Niemal od początku miesiąca traciły głównie papiery długoterminowe – domena inwestorów zagranicznych. Obligacje o najdłuższych terminach zapadalności odnotowały stratę rzędu -1.5%. Papiery ze środka krzywej wzrosły w rentownościach o blisko 40 punktów bazowych. Obligacje krótkoterminowe oparły się na przecenie. Wyprzedaż obligacji mogła być znacznie większa, gdyby nie wspólna interwencja walutowa BGK i NBP, w celu umocnienia złotego. Ponadto BGK dokonał interwencyjnego skupu polskich obligacji skarbowych, co znacznie wsparło rynek długu.

Obecna sytuacja gospodarek rynków rozwiniętych nie napawa optymizmem. Z jednej strony wzrost gospodarczy znacznie spowolni, z drugiej strony inwestorzy nie mogą liczyć na wsparcie rządów (deficyt i dług powyżej akceptowalnych poziomów) oraz władz monetarnych (podstawowe stopy procentowe na poziomie bliskim zero) w takim stopniu jak mogły to robić podczas ostatniego kryzysu. Sytuacja może się jednak ustabilizować, gdyby rządy krajów Strefy Euro podjęły decyzje o zwiększeniu siły EFSF (krótkoterminowe wsparcie rynku) przez co znacznie ograniczy ryzyko rozprzestrzenienia się kryzysu i spekulacji destabilizującej na rynkach peryferyjnych. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do rodzimych obligacji skarbowych – w szczególności długoterminowych. Znajdujemy się w fazie cyklu sprzyjającej inwestycjom w aktywa o stałej stopie zwrotu. Z jednej strony aktywność gospodarcza będzie spadała. Z drugiej strony nawet niższy wzrost nie powinien na tym etapie generować obaw o możliwość obsługi długu przez państwo.

Miesięczne obligacji długoterminowych

	Cena	Rentowność [%]
US	1.98%	2.22 → 1.92
Niemcy	2.52%	2.22 → 1.89
Portugalia	-6.06%	10.38 → 10.93
Grecja	-20.06%	17.81 → 22.69
Hiszpania	-0.33%	5.04 → 5.14
Włochy	-3.98%	5.14 → 5.54
Polska	-1.70%	5.60 → 5.92

Źródło: Bloomberg, Miesiąc: wrzesień

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.