

Komentarze Zarządzających

RYNEK AKCJI

W październiku na światowych giełdach mieliśmy do czynienia z silnym odreagowaniem po wielu miesiącach spadków. Niemniej jednak nie zabrakło także bardzo słabych sesji i mocnych dziennych wahań, co potwierdza utrzymywanie się wysokiej zmienności. Dobre nastroje były głównie zasługą zbliżającego się kompromisu pomocy Grecji, który ostatecznie został osiągnięty pod koniec miesiąca. Porozumienie obejmuje zwielokrotnienie możliwości pożyczkowych Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz redukcję zadłużenia Grecji o 100 mld EUR, co oznacza 50% straty dla prywatnych posiadaczy greckich obligacji. Ponadto zapowiedziano rekapitalizację europejskich banków na kwotę ok. 100 mld EUR. Dobry sentyment wspierany był także przez przyzwoite dane makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych, które sugerują, iż wzrost gospodarczy poprawił się nieco po wygaśnięciu negatywnych czynników z początku roku w postaci wysokich cen paliw i trzęsienia ziemi w Japonii. Ponadto byki wspierane były przez wyniki kwartalne amerykańskich spółek, które w większości przypadków są lepsze od oczekiwań.

Amerykańska giełda odnotowała w październiku zdecydowanie najwyższe wzrosty w tym roku. S&P500 zyskał aż 10,8%, natomiast indeks DJIA zwiększył się o 9,5%. Rynek wspierały dobre dane makro. Z pierwszego szacunku PKB w USA wynika, że w III kwartale rósł on w tempie rocznym 2,5%, po wzroście o 1,3% w II kwartale. Zamówienia na dobra trwałe spadły we wrześniu o 0,8% m/m, po spadku o 0,1% m/m w sierpniu i wobec oczekiwań na poziomie -1,0%. Zamówienia po wyłączeniu środków transportu wzrosły jednak aż o 1,7% m/m. Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 1,1% m/m po wzroście o 0,3% m/m w sierpniu i także była lepsza od oczekiwań. Pomimo dobrych danych nadal utrzymuje się znaczne ryzyko pogorszenia się perspektyw gospodarki. Najnowsza prognoza Fedu zakłada wzrost PKB w przyszłym roku o 2,5-2,9%, prognoza czerwcową zakładała wzrost na poziomie 3,3-3,7%. Po wypowiedziach przedstawicieli Rezerwy Federalnej coraz bardziej prawdopodobne wydaje się uruchomienie programu QE3. Tym razem skupowane byłyby nie jak dotychczas papiery skarbowe, a papiery dłużne oparte na hipotekach, co miałoby pozytywnie wpłynąć bezpośrednio na rynek nieruchomości. W październiku amerykański Senat odrzucił przygotowany przez prezydenta Obamę plan zmniejszenia bezrobocia kosztem 447 mld USD. Odrzucenie planu było spodziewane, a prezydent

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.

zapowiedział, że będzie próbował przeforsować go „na raty”, licząc, że Kongres uchwali poszczególne jego elementy.

W październiku najlepszą giełdą w krajach BRIC, po fatalnych dwóch poprzednich miesiącach, okazał się parkiet rosyjski, gdzie RTS zwiększył się aż o 16,6%. Najslabiej tym razem wypadł indyjski BSE500, który wzrósł o 5,9%. Brazylijski indeks BOVESPA zwiększył się o 11,5%. W Chinach Hang Seng zyskał aż 12,9%, natomiast Shanghai Composite wzrósł o 4,6%.

W Europie szukano ostatecznego rozwiązania problemów Grecji oraz całej strefy Euro. Osiągnięte porozumienie zwiększa możliwości pożyczkowe EFSF do 1 bln EUR, bez zwiększania bezpośredniego zaangażowania państw członkowskich strefy euro. Fundusz ponadto ma być wsparty nowym instrumentem finansowym, który mógłby przyciągać środki z rynków kapitałowych. Ostatecznie ustalono, że prywatni posiadacze obligacji zgodzą się na straty w wysokości 50%, co oznacza zmniejszenie zadłużenia Grecji o 100 mld EUR z obecnych 350 mld EUR. Celem UE jest ograniczenie długu Grecji do 120% PKB w 2020 r. z obecnych ponad 160%. Komplementarna do powyższych ustaleń jest zapowiedź rekapitalizacji europejskich banków na kwotę ok. 100 mld EUR. Banki najpierw będą musiały zrestrukturyzować swój kapitał lub pozyskać pieniądze na rynku. W drugiej kolejności będą mogły zostać wsparte przez rządy krajów UE, a dopiero w ostateczności środki potrzebne na rekapitalizację może pożyczyć EFSF. W ostatnich dniach przyszłość porozumienia została jednak zakwestionowana po deklaracji rządu Grecji przeprowadzenia referendum dotyczącego zakładanych reform w tym kraju. Prezydent Francji Nicolas Sarkozy i kanclerz Niemiec Angela Merkel zagrozili jednak, że Grecja nie otrzyma kolejnej transzy pomocy, jeśli jednoznacznie nie wyjaśni, czy chce pozostać w strefie euro. Coraz częściej w debacie pojawia się więc kwestia wyjścia tego kraju ze strefy walutowej. Perspektywy gospodarcze w Europie także w krótkim terminie nie wyglądają obiecująco. Indeks PMI, który opisuje koniunkturę w sektorze przemysłowym strefy euro spadł w październiku do 47,1 pkt z 48,5 pkt na koniec września i był niższy niż wstępne szacunki. Wartość poniżej poziomu neutralnego odnotowano we wszystkich badanych krajach Eurolandu za wyjątkiem Irlandii. Badanie sugeruje, że produkcja, nowe zamówienia i zamówienia eksportowe spadły w październiku najsilniej od połowy 2009 r., a pogorszenie koniunktury dotyczyło nie tylko gospodarek peryferyjnych, ale także dotychczas silnej gospodarki niemieckiej. Pomimo tego, z uwagi na silną przecenę w poprzednich miesiącach, w październiku najlepiej wśród zachodnioeuropejskich indeksów wypadł niemiecki DAX, który wzrósł o 11,6%. Brytyjski FTSE wzrósł o 8,1%, natomiast francuski CAC40 zwiększył się o 8,7%.

W Polsce dane makroekonomiczne były dobre. Wskaźnik PMI wzrósł do poziomu 51,7 z 50,2 w poprzednim miesiącu. Odczyt był znacznie lepszy od oczekiwań a wzrost miał miejsce pomimo silnego pogorszenia koniunktury w przemyśle naszych głównych partnerów

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.

handlowych. Produkcja sprzedana przemysłu drugi miesiąc z rzędu zaskoczyła pozytywnie. Jej roczna dynamika wyhamowała we wrześniu tylko nieznacznie i wyniosła 7,7% r/r wobec 8,1% r/r w sierpniu. Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 11,4% r/r, po wzroście o 11,3% r/r miesiąc wcześniej. Dane potwierdzają, że w III kwartale polska gospodarka była jeszcze w bardzo dobrej kondycji, a spożycie indywidualne pozostało jednym z głównych filarów wzrostu PKB. Na warszawskim parkiecie październikowe wzrosty zniwelowały tylko niewielką część wcześniejszych spadków. WIG wzrósł o 7,6%, natomiast indeks WIG20 zwiększył się o 8,4%. Słabiej wypadły mniejsze spółki - indeks mWIG40 wzrósł o 6,8%, a sWIG80 zyskał tylko 4,1%. Najlepszą branżą, po znaczącej przecenie w dwóch poprzednich miesiącach, było budownictwo (WIG-BUDOWNICTWO wzrósł o 17,2%). Najślabiej, po czterech znakomitych miesiącach, zachowywał się sektor telekomunikacyjny (spadek indeksu WIG-TELEKOMUNIKACJA o 0,9%). W naszym regionie po wyjątkowo mocnym wrześniu fatalnie wypadła Turcja, gdzie ISE100 spadł w październiku aż o 6,1%. Również słabo prezentował się czeski PX50, który zanotował spadek o 0,4%. Najlepiej wypadł węgierski BUX, który zwiększył się aż o 11,6%.

Porozumienie w sprawie pomocy Grecji nareszcie przybrało znaczący charakter i wraz z lepszymi danymi makro ze Stanów Zjednoczonych przyczyniło się do krótkoterminowych silnych wzrostów na giełdach. Pomimo tego, z uwagi na niestabilność polityczną Grecji oraz niepewność co do wzrostu gospodarczego Europy i Stanów Zjednoczonych w kolejnych kwartałach, zmienność na rynkach pozostanie bardzo wysoka. Potwierdzeniem niepewności inwestorów są wciąż utrzymujące się wysokie rentowności obligacji włoskich czy nawet francuskich. W przypadku odrzucenia możliwości referendum w Grecji i tymczasowego uspokojenia na giełdach, końcówka roku naszym zdaniem może należeć do byków podobnie jak to miało miejsce w wielu poprzednich latach. Pomimo tego trzeba mieć na uwadze fakt, iż obecne poziomy indeksów odzwierciedlają jedynie mocne spowolnienie w Europie, więc ewentualne widmo recesji z pewnością przyniesie kolejne spadki.

RYNKI ZAGRANICZNE - RYNEK DŁUGU

Październik przyniósł wyjście rynków górą z sierpniowo-wrzesniowej konsolidacji za sprawą rozwiązania kwestii greckiej. Coraz większa presja na sektor finansowy euro strefy i dług rządowy krajów PIIGS, mająca odzwierciedlenie w zachowaniu indeksów giełdowych, zmusiła kraje unii monetarnej do solidarnego działania w celu uniknięcia eskalacji nastrojów. W nocy z 26 na 27 października liderzy krajów strefy euro oraz UE ustalili kompleksowy pakiet mający na celu ostateczne rozwiązanie kwestii greckiej i stworzenie siatki bezpieczeństwa dla pozostałych członków unii. Główne ustalenia dotyczyły:

- redukcji zobowiązań Greckich z 50% stratą dla obligatariuszy, w wyniku czego grecki dług spadnie ze EUR 180mld do EUR 100mld
- wyznaczenia celu 120% długu/GDP dla Grecji na koniec 2020 roku

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.

- zwiększenia zdolność interweniowania funduszu EFSF do wysokości około 1 biliona EUR za pomocą dźwigni finansowej
- rekapitalizacji kluczowych banków UE w skutek podwyższenia z 5% do 9% wskaźnika kapitałowego, mająca się odbyć do 30 czerwca 2012 r (w ocenie Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA) unijne banki potrzebują dokapitalizowania rzędu 106,4 mld EUR), w ostateczności może się to odbyć za pomocą EFSF
- urynkowania wartości portfeli bankowych zawierających obligacje krajów PIIGS
- Włochy zmuszone zostały do przedstawienia programu reform fiskalnych, które obniżą ścieżkę długu.
- negocjacji prezydenta Francji z Chinami na temat ich ewentualnego zaangażowania w wehikule inwestycyjnym EFSF.

I tak, częściowe bankructwo Grecji stało się faktem. Od dłuższego czasu inwestorzy byli do tego stopniowo przygotowywani. Bez restrukturyzacji (umorzenia części) zadłużenia, grecki dług był iluzorycznym zobowiązaniem. Jak na ironię, to co jeszcze rok temu wydawało się niemożliwe i zabójcze dla rynków, obecnie zostało przyjęte z radością i pozwoliło indeksom wybić się z konsolidacji. Najwyraźniej, rynek uznał, że lepsze jest odzyskanie połowy wiarytelności niż nic. Gorzka prawda okazała się lepsza niż słodkie kłamstwo.

Pozytywne nastroje wspierały informacje płynące zza oceanu. Dane makro w gospodarce amerykańskiej wydają się negować recesję, a świadczyć jedynie o spowolnieniu wzrostu. Lepsze odczyty zatrudnienia, sprzedaży detalicznej, wskaźników wyprzedzających Philadelphia FED oraz University of Michigan opublikowane we wrześniu dały na powrót nadzieję na lepszą końcówkę roku. Pozytywny sentyment na giełdach sprawił, że obligacje krajów rozwiniętych traciły, zaś kapitał przepływał w stronę aktywów bardziej ryzykownych.

RYNEK POLSKI - RYNEK DŁUGU

Polskie obligacje zanotowały dobry miesiąc. Rentowność na 10-letnim benchmarku obniżyła się z 5,92% na 5,72%, co skutkowało wzrostem ceny o 1,32%. Na optymizmie inwestorów zaważyły pozytywne informacje płynące z euro zony, które wzmogły apetyty inwestorów na ryzykowne aktywa, jak również dobre dane makro z polskiej gospodarki. Zarówno produkcja przemysłowa (7,7% r/r) oraz sprzedaż detaliczna (11,4% r/r) za wrzesień przebiły oczekiwania, to wszystko zaś przy niższej inflacji, której odczyt za wrzesień po 6 miesiącach wrócił poniżej 4% (3,9% r/r). Pozytywne dla rynku długu były również wyniki wyborów parlamentarnych, w których wygrana Platformy Obywatelskiej została odczytana jako szansa na stabilizację i przeprowadzenie umiarkowanych reform. Do reform zachęcają również agencje ratingowe, które z werbalizacją żądań wstrzymywały się do momentu ogłoszenia wyników.

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.

Obecnie prośbą (Standard & Poor's) lub groźbą (Fitch Polska) starają się zachęcić rząd do bardziej zdecydowanych i jednocześnie mniej popularnych posunięć.

Perspektywy

Rozwiązaniem kwestii grackiej, wzmocnienie EFSFu oraz zanegowaniem recesji w USA dają szansę na średnioterminowe odbicie na rynkach. Długoterminowo sytuacja nie uległa zmianie. Konsolidacja finansów publicznych, delewarowanie gospodarek zarówno w skali makro (budżetów centralnych) jak i mikro (gospodarstw domowych) najprawdopodobniej doprowadzi do globalnego spowolnienia. Możliwości wsparcia przez zadłużone rządy oraz władze monetarne, które już obniżyły stopy referencyjne do rekordowo niskich poziomów, są niewielkie. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do polskich 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	-1.74%	1.92 → 2.11
Niemcy	-1.23%	1.89 → 2.02
Grecja	+3.72%	22.90 → 22.25
Włochy	-4.00%	5.54 → 6.08
Hiszpania	-2.95%	5.12 → 5.52
Polska	+1.38%	5.92 → 5.72

Źródło: Bloomberg, Miesiąc: październik