



Komentarze Zarządzających

RYNEK AKCJI

Grudzień wypadł na rynkach kapitałowych bardzo zróżnicowanie - większość giełd państw rozwiniętych wypadła dosyć dobrze, natomiast spadki zanotowały rynki rozwijające się. W Stanach Zjednoczonych mamy do czynienia z powolną, ale konsekwentną poprawą sytuacji gospodarczej. Z tego względu punkt ciężkości dla przyszłości globalnego rozwoju leży obecnie w Europie. W pierwszej połowie miesiąca przywódcy państw europejskich dyskutowali o projekcie wprowadzenia automatycznych sankcji za łamanie dyscypliny finansów publicznych. Z powodu sprzeciwu Wielkiej Brytanii nie udało się przeforsować zmian w traktatach UE, ale planowane modyfikacje zostaną wprowadzone na podstawie umów międzyrządowych podpisanych przez 17 krajów Strefy Euro i 9 członków UE posługujących się narodowymi walutami, w tym Polskę. Ważnym wydarzeniem grudnia było również udzielenie przez Europejski Bank Centralny bankom komercyjnym kredytów wartych 489 mld EUR w ramach długoterminowego refinansowania, które miały poprawić płynność sektora w Europie.

Na tle światowych indeksów amerykańskie parkiety wypadły ponownie bardzo dobrze. Indeks S&P500 zanotował wzrost o 0,9%, natomiast DJIA wzrósł o 1,4%. Przewaga byków na tym rynku jest pokłosiem poprawiającej się sytuacji gospodarczej, co ważne także na rynku nieruchomości oraz pracy. Liczba umów na sprzedaż domów podpisanych w listopadzie w USA wzrosła o 7,3% m/m po wzroście o 10,4% m/m w październiku i wobec oczekiwanego wzrostu o 1,5% m/m. Liczba rozpoczętych inwestycji w zakresie budowy domów mieszkalnych wzrosła w listopadzie do 685 tys. w ujęciu rocznym z 627 tys. w październiku. Stopa bezrobocia spadła w listopadzie do 8,6% z 9,0% w październiku i była najniższa od dwóch i pół roku. Konsekwentnie poprawiają się też nastroje konsumentów. Indeks zaufania amerykańskich konsumentów przygotowywany przez Conference Board wzrósł w grudniu do 64,5 pkt. z 55,2 pkt. w listopadzie, a wzrost był wyraźnie większy od oczekiwań. Indeks optymizmu wśród konsumentów amerykańskich, opracowywany przez Uniwersytet Michigan, wzrósł w grudniu do 67,7 pkt., z 64,1 pkt. zanotowanych w listopadzie. Wśród krajów BRIC, po dwóch dobrych miesiącach, najslabszą giełdą okazał się rynek rosyjski, gdzie RTS zanotował spadek aż o 10,3%. Kiepsko wypadł również indyjski BSE500, który spadł o 5,5%. Brazylijski indeks BOVESPA obniżył się o 0,2%. W Chinach Hang Seng zwiększył się o 2,5%, natomiast Shanghai Composite zanotował spadek o 5,5%. Choć sytuacja w Państwie Środka nie jest najlepsza, indeks PMI dla Chin wzrósł w grudniu do 48,7 pkt. z 47,7 punktu w listopadzie. W Europie kryzys fiskalny powoli doprowadza do silnych napięć politycznych. Jak wspominaliśmy, z powodu sprzeciwu Wielkiej Brytanii nie udało się przeforsować zmian w traktatach UE dotyczących sankcji za łamanie dyscypliny finansów publicznych państw. Modyfikacje zostaną więc wprowadzone na podstawie umów międzyrządowych, które mają być gotowe dopiero w marcu, a cały projekt ich przyjmowania będzie zapewne długi i trudny, co rodzi ryzyko, że obecna nerwowa sytuacja na rynkach finansowych utrzyma się co najmniej do połowy 2012r. Poza wspomnianymi umowami szczyt przywódców zdecydował o wsparciu Międzynarodowego Funduszu Walutowego przez krajowe banki centralne. Rozważa się pożyczki w kwocie 150 mld EUR od państw Strefy Euro

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.

oraz 50 mld EUR od pozostałych członków UE. Pieniądze te miałyby być użyte na ratowanie zagrożonych krajów Strefy Euro. Nerwowej atmosfery na rynkach nie był w stanie uspokoić także Europejski Bank Centralny, który udzielił komercyjnym bankom kredytów wartych 489 mld EUR w ramach długoterminowego refinansowania na okres trzech lat. Kwota operacji była najwyższa w historii i wyraźnie wyższa od oczekiwań na poziomie 300 mld EUR. Płynność sektora bankowego została zwiększona w celu pobudzenia akcji kredytowej i pozytywnego oddziaływania na rynek obligacji. Spośród zachodnioeuropejskich parkietów najlepiej w grudniu wypadł ponownie brytyjski FTSE, który wzrósł o 1,2%. Bardzo słabo zachował się niemiecki DAX zniżkujący o 3,1%, natomiast francuski CAC40 zanotował wzrost o 0,2%. Jak wiadomo sytuacja w Europie ma przełożenie także na realną gospodarkę w Polsce. Indeks PMI, który mierzy koniunkturę w polskim sektorze przemysłowym spadł w grudniu do 48,8 pkt. z 49,5pkt. w listopadzie. Odczyt był najniższy od października 2009 r. Pomimo, iż perspektywy na 2012r. są niekorzystne, końcówka ubiegłego roku była dla gospodarki, między innymi dzięki sprzyjającej pogodzie, stosunkowo udana. Produkcja sprzedana polskiego przemysłu zaskoczyła w listopadzie pozytywnie i wzrosła o 8,7% r/r po wzroście o 6,5% r/r w październiku. Produkcja budowlano-montażowa była w listopadzie o 13% wyższa niż przed rokiem. Na wysokim poziomie utrzymuje się również optymizm konsumentów - dynamika sprzedaży detalicznej przyspieszyła w listopadzie do 12,6% r/r po wzroście o 11,2% w październiku. W grudniu rząd przyjął projekt budżetu na 2012 r., który ma się zamknąć deficytem w kwocie 35 mld PLN. Realny PKB ma wzrosnąć o 2,5%, inflacja średnioroczna jest natomiast równa 2,8%.

Warszawski parkiet wypadł w grudniu bardzo słabo, co po części podobnie jak w listopadzie, było wynikiem spadku kursu akcji KGHM. Indeks WIG20 obniżył się o 6,3%, natomiast WIG zanotował spadek o 4,8%. Lepiej zachowywały się mniejsze spółki - sWIG80 został przeceniony o 2,7%, natomiast mWIG40 wzrósł o 0,1%. W przypadku branż sytuacja wyglądała odwrotnie niż w listopadzie. Najlepiej wypadł sektor media (WIG-MEDIA wzrósł o 2,0%), najgorzej natomiast prezentowała się telekomunikacja (WIG-TELEKOMUNIKACJA spadł o 5,5%). W naszym regionie znakomicie w grudniu wypadły Czechy, gdzie indeks PX50 wzrósł o 3,7%. Z drugiej strony turecki ISE100 obniżył się aż o 6,0%. Węgierski BUX zanotował spadek o 3,7%. W grudniu, podobnie jak w całym 2011r., mieliśmy do czynienia z huśtawką nastrojów. Niestety przynajmniej pierwsza połowa obecnego roku zapowiada się podobnie. Z pewnością pozytywnie nastrajają dobre dane makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych, jednak w Europie z uwagi na dużą liczbę grup interesów walka z kryzysem na szczeblu politycznym będzie trudna i żmudna. Obecne propozycje zażegnania kryzysu są niewystarczające dla uspokojenia nastrojów na rynkach i zatrzymania rozprzestrzeniania się problemu zadłużeniowego na kolejne kraje. Inwestorzy oczekują, aby EBC zaczął intensywniej skupować obligacje zadłużonych państw. Innym pomysłem mogącym poprawić nastroje inwestorów są euroobligacje, które na obecnym etapie nie są jednak rozważane przez europejskich przywódców, głównie z uwagi na sprzeciw Niemiec. Pomimo dużych wahań na giełdach i niepewnej sytuacji gospodarczej uważamy, iż w obecnym roku indeksy giełd na świecie jak i w Polsce zaczną budować długoterminowe trendy wzrostowe. Należy pamiętać, iż rynek akcji z wyprzedzeniem odzwierciedla poprawę sytuacji w gospodarce, więc naszym zdaniem wprowadzenie istotnych rozwiązań politycznych i gospodarczych oraz uspokojenie nastrojów w Europie wystarczy na silne odreagowanie na giełdach najpóźniej w drugiej połowie roku. W międzyczasie sytuacja będzie jednak bardzo dynamiczna i dlatego należy selektywnie podchodzić do inwestycji wykorzystując mocne przeceny do akumulowania akcji.

RYNKI ZAGRANICZNE - RYNEK DŁUGU

Grudniowy rajd Świętego Mikołaja dotyczył wyłącznie obligacji niemieckich. Napięta sytuacja w Eurozonie, koniec roku i mniejsza płynność nie zachęcała inwestorów do podejmowania zbędnego ryzyka. Grudzień był kolejnym miesiącem, w którym wydarzenia i dane makro z Europy, ciążyły na sentymencie rynków i inwestorów. Sytuacja gospodarcza i polityczna w Eurozonie nie napawa optymizmem. Wskaźniki PMI wyprzedzające gospodarkę sygnalizują spowolnienie, przywódcy państw europejskich wydają się bezradni, zarówno w rozpoznaniu jak i zaadresowaniu gryzących ich kraje problemów. Pat pomiędzy stanowiskiem Niemiec i Francji w kwestii stopnia zaangażowania ECB w pomoc gospodarce Eurozony, stopniowe dystansowanie się Wielkiej Brytanii od polityki Unii Europejskiej, są zaprzeczeniem jakiegokolwiek unii pomiędzy państwami Europy i najlepszym przykładem ich bezradności. Znalazło to odbicie w notowaniach EURUSD, który w grudniu osiągał najniższy poziom tego roku oraz szybujących powyżej 7% rentownościach papierów włoskich, będących ostatnimi czasy barometrem nastrojów na rynkach europejskich. Zyskiwały bezpieczne obligacje rządu Niemiec oraz USA, których rentowności notują rekordowo niskie poziomy.

Na początku grudnia S&P poinformowała o umieszczeniu na liście obserwacyjnej z możliwością obniżki ratingów 15 państw strefy euro w tym Niemiec i Francji mających rating AAA. Znalazienie na tej liście oznacza możliwość obniżki ratingu w przeciągu 3 miesięcy. Swoją decyzję S&P w dużej mierze uzależniło od ustaleń szczytu przywódców europejskich. Na szczycie, w którym wzięły udział państwa Unii Europejskiej, zaproponowano dalszą integrację fiskalną państw członkowskich, umieszczenie hamulców fiskalnych w konstytucjach, opiniowanie budżetów krajowych przez Komisję Europejską oraz tak oczywistą rzecz jak powrót do kryteriów z Maastricht (dopuszczalny deficyt 3% PKB, dopuszczalne zadłużenie 60% PKB).

Dodatkowo banki centralne państw członkowskich Unii Europejskiej mają zasilić IMF kwotą EUR 200 miliardów (EUR 150 mld od państw strefy euro oraz EUR 50 mld od pozostałych członków UE). Ustalono również kwotę, którą dysponować będzie ESM (Europejski Fundusz Stabilizacyjny) w wysokości EUR 500 miliardów. Pozytywnie na tle przywódców państw europejskich wyróżniał się nowy prezes ECB Mario Draghi, który na posiedzeniu 8.grudnia obniżył stopę referencyjną Eurozony o kolejne 25 pkt do 1,00%, obniżył stopę rezerwy obowiązkowej oraz wprowadził dodatkowe narzędzie wspierające płynność w sektorze międzybankowym: 3-letnie operacje pożyczkowe (LTRO). Rynek w początkowej fazie zlekceważył wydłużenie tenoru LTRO przez ECB, wyrażając jedynie swoje niezadowolenie z faktu, iż ECB nie ogłosiło QE w formie skupu obligacji krajów Eurozony. 21.grudnia, w ramach nowo wprowadzonych 3-letnich operacji pożyczkowych, rekordowa liczba banków pożyczki od ECB rekordową sumę EUR 490 miliardów. Był to dowód, w jak ciężkiej sytuacji znajdują się banki europejskie i jednoczesny sukces ECB w niesieniu im pomocy. W przeciwieństwie do starego kontynentu Stany Zjednoczone nie przestają zaskakiwać dobrymi odczytami makro. Zarówno wskaźniki wyprzedzające (ISM Manufacturing, U. of Michigan Confidence, Empire Manufacturing, Philadelphia Fed, Consumer Confidence), dane dotyczące zatrudnienia (Nonfarm Payrolls, Private Payrolls, Jobless Claims) oraz w końcu, brakujące w tej układance, dane z sektora nieruchomości (Housing Starts, Building Permits).

RYNEK POLSKI - RYNEK DŁUGU

Dane płynące z polskiej gospodarki były mieszane. Odczyt PMI za listopad spadł poniżej kluczowego poziomu 50 rozdziałającego wzrost gospodarczy od recesji i wyniósł 49,5 głównie za sprawą spadku zamówień oraz produkcji. Jednocześnie pozytywnie zaskoczyły dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Produkcja przemysłowa wyniosła 8,7% r/r vs. 5,7% r/r oczekiwania. Zyskiwały branże eksportowe, głównie za sprawą słabego PLN oraz sektor

budowlany, któremu sprzyjała wyjątkowo łagodna w tym roku jesień/zima. Sprzedaż detaliczna za listopad wyniosła 12,6% r/r vs 10,5% r/r oczekiwania, jednak większość tego ruchu została wygenerowana przez wzrost cen paliw. W mieszany sposób, w grudniu, zachowywały się również polskie aktywa. Para walutowa EURPLN osiągnęła tegoroczne maksima na poziomie 4,60. Na osłabienie złotego wpływ miał rekordowo niski kurs EURUSD. Polskiej walucie zaszkodziła również obniżka ratingu Węgier o jeden (lecz bardzo istotny) poziom, z inwestycyjnego BBB- do śmieciowego BB+. Przed końcem roku na rynku walutowym pojawiły się BGK oraz NBP dostarczające płynność oraz umacniającego polską walutę. Pozytywnie na tle rynków, a przede wszystkim słabego PLN, zachowywały się polskie obligacje. Rentowność 10-letniego benchmarku pozostawała w okolicy 5,85%.

Perspektywy

Przy obecnej dychotomii rynku amerykańskiego i europejskiego, uwaga inwestorów skupiona jest na decyzjach liderów europejskich. Od determinacji Francji i Niemiec, we wdrażaniu postanowień ze grudniowego szczytu, zależy wiarygodność Eurozony. Papierkiem lakmusowym będą tu rentowności obligacji włoskich, zaś wzmożona podaż długu rządowego w pierwszym kwartale 2012 będzie doskonałą okazją do weryfikacji poprawności kierunku obranego przez polityków europejskich. Działania ECB uważamy za pomocne. Rozjazd w danych makro starego kontynentu i USA nie będzie trwał wiecznie. Prędzej czy później, któraś z półkul będzie musiała się dopasować.

Rozważając perspektywę polskiego długu w średnim terminie nie możemy uciec od oceny wpływu sytuacji w strefie euro na rynek lokalny. Zwiększona zmienność, której możemy doświadczyć w najbliższym czasie jest niezależna od pozytywnie przez nas ocenianej wewnętrznej sytuacji naszego kraju. Będzie to jednocześnie okazja do zakupu polskich obligacji. Uważamy, że w 2012 roku mamy wszelkie możliwości przyciągnięcia zewnętrznego kapitału, będąc relatywnie stabilnym krajem wśród rynków lokalnych.

Miesięczne zmiany obligacji długoterminowych

	Zmiana indeksu	Rentowność 10-letnich obligacji[%]
US	1.73%	2.07 → 1.88
Niemcy	4.15%	2.28 → 1.82
Włochy	2.04%	7.29 → 7.03
Hiszpania	8.70%	6.20 → 5.04
Polska	0.25%	5.92 → 5.88

Źródło: Bloomberg. Miesiąc: grudzień