

# Sytuacja na rynkach finansowych w listopadzie 2013 roku



**MICHAŁ KAREWICZ**

ANALITYK AKCJI/ZARZĄDZAJĄCY PORTFELAMI MODELOWYMI POLSKIMI

## Coraz więcej pytań o korektę

Listopad okazał się kolejnym pozytywnym miesiącem dla posiadaczy akcji. Szeroki indeks WIG zyskał 2% – co było głównie zasługą aprecjacji cen akcji dużych spółek, podczas gdy „misie” odpoczywały po wzrostach w poprzednich miesiącach. W rezultacie fundusze szerokiego rynku zyskały średnio 1,5%, natomiast „misie” oscylowały w okolicach 1%. Naszym zdaniem, w ostatnim okresie najważniejszymi wydarzeniami mającymi wpływ na rynek kapitałowy, były kolejne wypowiedzi i decyzje banków centralnych, o których poniżej, publikacja kwartalnych wyników spółek giełdowych i pozytywnych danych makroekonomicznych (między innymi indeksy PMI powyżej 50 pkt.) oraz napływ kolejnych środków do funduszy akcyjnych. Wydarzeniami potwierdzającymi duże zainteresowanie rynkami akcji były również udane debiuty spółek giełdowych tj. PKP Cargo, Mercator Medical. W indeksie WIG20, w poprzednim miesiącu wyraźnie wyróżniła się Bogdanka, która zyskała ponad 21%. Wzrost ten wynikał głównie z osiągnięcia znacznie lepszego niż spodziewany, oczyszczonego wyniku EBITDA, który pobił o 14% konsensus analityków giełdowych. Gorzej radziły sobie inne spółki surowcowe (KGHM -4,9%) ze względu na przecenę na rynku commodity. Z kolei, jedną z najlepiej radzących sobie spółek w mWIG40 były Kęty (+19,2%), które poinformowały o podniesieniu prognozy zysku netto w 2013 roku ze 117 mln PLN do 155 mln PLN.

W poprzednim miesiącu rozwiązane zostały wątpliwości co do przyszłej polityki Rezerwy Federalnej w Stanach Zjednoczonych. Przyszła prezes tamtejszego banku centralnego – Janet Yellen, w swoich wypowiedziach potwierdziła, że będzie kontynuowała politykę poprzednika Bena Bernanke. Oznacza to, że póki w USA nie pojawią się oznaki trwałej poprawy na rynku pracy oraz trwałego ożywienia wzrostu gospodarczego, skup aktywów będzie prowadzony nadal w obecnej formie. Z kolei władze monetarne Europejskiego Banku Centralnego zdecydowały się obniżyć stopę referencyjną o 25pb, do poziomu 0,25%. Perspektywa utrzymania niskich stóp procentowych w dłuższym okresie, wspomogła wzrosty indeksów giełdowych na tamtejszych rynkach. Ostatecznie niemiecki DAX wzrósł w listopadzie ponad 4%, podczas gdy S&P500 zyskał prawie 3%.

Naszym zdaniem warto również zwrócić uwagę na fakt, iż od dłuższego okresu czasu wskaźniki PMI dla większości gospodarek europej-

skich, włączając Polskę, utrzymują się powyżej poziomu 50 punktów. Oznacza to, że przedsiębiorcy pozytywnie odnoszą się do perspektywy dalszego rozwoju produkcji w tych krajach w najbliższych miesiącach. Poprawę sytuacji gospodarczej w Polsce potwierdziły między innymi solidne wyniki kwartalne spółek giełdowych. Według badań Polskiej Agencji Prasowej (PAP) zysk netto spółek z WIG30 w III kwartale 2013 roku wyniósł łącznie 8,37 mld PLN i przekroczył oczekiwania analityków giełdowych o 14,8%.

Siłę rynku potwierdziły także kolejne napływy do funduszy inwestycyjnych oraz udane debiuty spółek giełdowych. Warto zwrócić uwagę choćby na prywatyzację PKP Cargo, czy mający na przełomie miesiąca zapis inwestorów na akcje spółki Newag. PKP Cargo dało zarobić inwestorom na debiutanckiej sesji ok. 19%. Z kolei ze względu na znaczne zainteresowanie inwestorów spółką Newag (debiut 5 grudnia) redukcja zapisów dla inwestorów detalicznych wyniosła aż 92,55%.

Obawy inwestorów o możliwe rozpoczęcie ograniczania skupu aktywów w USA przez Rezerwę Federalną w kolejnych miesiącach, negatywnie wpływały na notowania metali. Ceny złotego kruszcu odnotowały w ubiegłym miesiącu spadek o prawie 5,5%. Jeszcze więcej, bo ponad 8,5% potaniało srebro, które historycznie gwałtowniej reagowało na pozytywne lub negatywne informacje napływające na rynki. Z kolei ceny miedzi spadły o ok. 2%.

W naszej ocenie rynki akcji nadal pozostają w trendzie wzrostowym, jednakże ze względu na nieprzerwane wzrosty trwające od 3 miesięcy, można się spodziewać korekty tego ruchu w najbliższym czasie. Czynnikiem na jakie warto zwracać uwagę w kolejnych miesiącach są między innymi napływające dane z rynku amerykańskiego oraz komentarz ze strony FED-u. Jeżeli chodzi o rynek krajowy, to jednym z czynników ryzyka dla naszego rynku wciąż pozostaje nierozwiązana kwestia reformy OFE i konsekwencje możliwej zmiany alokacji aktywów przez fundusze emerytalne. Zgodnie z projektem rządowym, w lutym OFE miałyby przekazać do ZUS 51,5% wartości aktywów netto, co może spowodować, że niektóre fundusze emerytalne będą musiały sprzedać część posiadanych aktywów w celu dostosowania swojej struktury portfela. Naszym zdaniem na przykładzie zapisów inwestorów na IPO Energi (akcje zostaną objęte po 17 PLN przy możliwej cenie maksymalnej 20 PLN) już teraz widać, że OFE będą podchodzić bardzo selektywnie do swoich inwestycji.



**PIOTR LUDWICZAK**  
ANALITYK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

## Zaskakująca decyzja ECB uspokoiła sytuację na rynku obligacji

Wydarzenia na rynku instrumentów dłużnych w listopadzie zostały zdominowane przez zaskakującą decyzję Europejskiego Banku Centralnego (EBC) o obniżeniu stóp procentowych. Sporą niespodzianką były także doniesienia z Zarządu Rezerwy Federalnej (FED), które ujawniły że Janet Yellen – nominowana na szefa FED – będzie kontynuowała bieżącą politykę pieniężną Bena Bernanke.

W pierwszy czwartek miesiąca Rada Prezesów EBC obniżyła stopę referencyjną o 25 punktów bazowych do 0,25%. O ile w dniu podjęcia tej decyzji rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich i niemieckich spadła do jednych z najniższych poziomów w minionym miesiącu, to już następnego dnia wzrost cen obligacji został zniwelowany z nawiązką. Główną przyczyną obniżki stóp był spadek inflacji w strefie euro oraz niskie oczekiwania inflacyjne. Dodatkowo EBC wydłużył, co najmniej do połowy 2015 roku, okres dostępności nielimitowanego krótkiego finansowania dla banków oraz potwierdził swoją gotowość do wprowadzenia ujemnej stopy depozytowej. Z kolei pod koniec miesiąca zza oceanu dotarły informacje o kontynuacji bieżącej polityki pieniężnej Bena Bernanke przez jego nominowaną następczynię Janet Yellen. Decyzja FED-u o ograniczeniu tempa skupu papierów dłużnych (obecnie 85 mld USD miesięcznie) uzależniona będzie od odczytów makroekonomicznych w Stanach, które w listopadzie pozytywnie zaskoczyły rynek. W obawie przed potencjalnym grudniowym zmniejszeniem luzowania ilościowego (QE) rentowności obligacji ponownie wzrosły. Na koniec miesiąca rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich wyniosła 2,75%, a niemieckich 1,70%. W ubiegłym miesiącu ponownie największy wpływ na krzywą rentowności polskich obligacji miały wydarzenia w Europie i Stanach. W niepewności o przyszłość europejskiej gospodarki oraz oczekiwaniu na ograniczenie skupu aktywów przez FED, ceny polskich papierów spadały. W Polsce największym zaskoczeniem było powołanie Mateusza Szczurka na stanowisko ministra finansów, które jednak nie miało wpływu na ceny papierów. Mateusz Szczurek w roku 1997 rozpoczął pracę w ING jako ekonomista, aby w 2011 roku awansować na pozycję głównego ekonomisty na Europę Środkowo-Wschodnią. Nowy minister zapowiedział, że obniżenie deficytu budżetowego do poziomu poniżej 3% PKB jest do osiągnięcia w 2015 roku. Szczurek uważa, że wejście Polski do strefy euro powinno być celem długoter-

minowym. Jeśli chodzi o dane makroekonomiczne, to najważniejszy odczyt miał miejsce w połowie miesiąca. PKB za trzeci kwartał wzrósł o 1,9% r/r, podczas gdy rynek oczekiwał ożywienia na poziomie 1,7% r/r. Największą niespodzianką w strukturze PKB był wzrost dynamiki spożycia indywidualnego z 0,0% do 1,0% r/r oraz inwestycji z -3,2% do 0,6% r/r. Narodowy Bank Polski przedstawił prognozę, która zakłada wzrost PKB o 1,3% w 2013 roku oraz 2,9% w 2014 roku i 3,3% w 2015 roku. Komisja Europejska jest zgodna z NBP co do prognozy na 2013 rok, ale w dwóch kolejnych latach zakłada wzrost na poziomie 2,5% oraz 2,9%. Kolejnym zaskoczeniem był wzrost CPI o 0,8% r/r (konsensus: 1,0% r/r). Na mniejszy niż zakładano wzrost inflacji przyczynił się głównie spadek cen żywności (-0,1%) oraz paliwa (-1,7%). NBP oczekuje, że CPI w 2013 roku nie przekroczy 1,0%, w roku 2014 i pierwszej połowie 2015 roku nie będzie wyższe niż 2,0%, a w ostatnich dwóch kwartałach 2015 roku będzie się mieścić w przedziale 2,0-2,5%. W otoczeniu niskiej inflacji Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła poziomu stóp procentowych, ale zdecydowała, że nie podniesie ich co najmniej do połowy 2014 roku (wcześniej był to koniec 2013 roku). Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,4% r/r, podczas gdy sprzedaż detaliczna zanotowała wzrost o 3,2% r/r. Stopa bezrobocia pozostała na tym samym poziomie (13,0%), a PMI w przemyśle wzrósł z 53,1 we wrześniu do 53,4 w październiku (konsensus: 52,8). Debata w Sejmie dotycząca zmian w Otwartych Funduszach Emerytalnych rozpocznie się w grudniu. W listopadzie indeks rynku polskich obligacji skarbowych CPGI spadł o 0,8% m/m. Rentowność obligacji 2-letnich wyniosła 2,84%, obligacji 5-letnich 3,77%, a obligacji 10-letnich 4,53%.

W nadchodzącym miesiącu największy wpływ na rynek obligacji skarbowych może mieć potencjalna decyzja Zarządu Rezerwy Federalnej o ograniczeniu tempa luzowania ilościowego. Spodziewamy się także nerwowości na rynku z uwagi na powrót problemu zadłużenia Stanów Zjednoczonych oraz konieczności wypracowania długoterminowego porozumienia dotyczącego nowego limitu zadłużenia. Nie można również wykluczyć kolejnej obniżki stóp procentowych przez EBC, który zapowiedział gotowość do wprowadzenia ujemnej stopy procentowej. Na grudzień zapowiadane jest także głosowanie nad ustawą dotyczącą zmian w OFE, której zasadność jest podważana przez konstytucjonalistów oraz prawników. Reasumując, potwierdzamy nasze oczekiwania o wyjątkowo zmiennej końcówce roku, zarówno na globalnym, jak i krajowym rynku obligacji skarbowych.

Niniejszy dokument ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Opracowanie niniejsze nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi TFI Allianz. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego dokumentu TFI Allianz nie może zapewnić, że prezentowane opinie okażą się trafne, a sytuacja na rynku nie ulegnie zmianie, w szczególności w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Opinie TFI Allianz mogą się zmieniać bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie. TFI Allianz, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z TFI Allianz nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego dokumentu, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszy ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto portfeli inwestycyjnych subfunduszy może charakteryzować się dużą zmiennością wynikającą ze składu tych portfeli lub z przyjętej techniki zarządzania portfelami, w sytuacji dużej zmienności cena rynku akcji. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Prezentowana zmiana wartości jednostki uczestnictwa jest oparta na historycznej wycenie subfunduszu i nie stanowi gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia zbycia i dnia odkupienia jednostek uczestnictwa oraz od pobranych opłat za nabycie. Wymagane prawem informacje, w tym opis czynników ryzyka i tabela opłat, znajdują się w prospektach informacyjnych tych funduszy dostępnych na stronie [www.allianz.pl/tfi](http://www.allianz.pl/tfi), w siedzibie Towarzystwa oraz u dystrybutorów. Fundusz Allianz FIO może lokować więcej niż 35% wartości aktywów subfunduszu w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, rządy państw członkowskich Unii Europejskiej, takich jak: Niemcy, Francja, Anglia, Włochy, Hiszpania, Luksemburg, Węgry oraz rząd jednego z następujących państw należących do OECD: Stany Zjednoczone, Ameryki Północnej, Australia, Japonia, Kanada, Turcja oraz jedną z następujących międzynarodowych instytucji finansowych: Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR), Europejski Bank Inwestycyjny (EBI), Europejski Bank Centralny (EBC).