



Grudzień 2014

TOP 5 Wydarzenia Polska i Świat

- Bank centralny Japonii zwiększa program zakupu aktywów
- Pozytywne rezultaty przeglądu aktywów banków przeprowadzone przez EBC
- Silny spadek notowań ropy naftowej
- Inflacja w Polsce -0,6% r/r
- Rekordowo tani Rubel

Dane rynkowe na dzień 28.11.2014 (1M)

Indeksy	WIG	WIG20	S&P500
	-1,30% ▼	-1,90% ▼	2,45% ▲
Waluty	EUR/PLN	USD/PLN	EUR/USD
	-4,51% ▼	-1,64% ▼	-0,73% ▼
Żywność i surowce	Indeks CRB	Pszenica	Ropa Brent
	-6,47% ▼	8,40% ▲	-18,30% ▼
Rentowności			
Polskie obligacje skarbowe	2-letnie	5-letnie	10-letnie
	1,75%	1,96%	2,38%

Rynek obligacji i rynek walutowy



Światło w tunelu...?

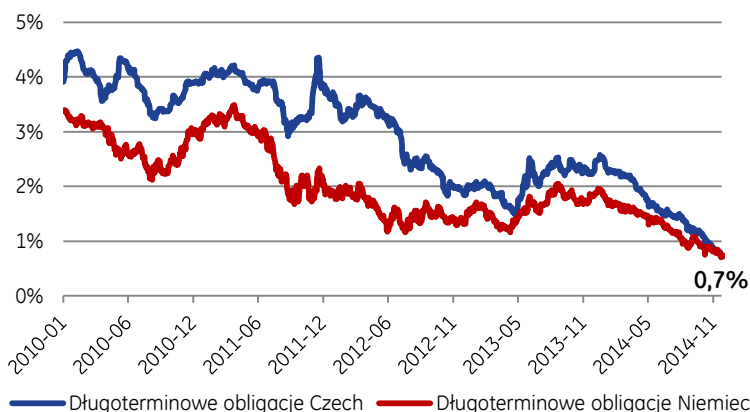
Paweł Gołębiowski

Zarządzający subfunduszami BPH TFI

Rada Polityki Pieniężnej nie będzie miała łatwych dyskusji przez co najmniej kolejne 2-3 posiedzenia. Gołębie skrzydło RPP podkreśli na pewno fakt, że wskaźnik inflacji w październiku spadł do -0.6% r/r potwierdzając czwarty miesiąc deflacji w Polsce. Można oczekiwać, że pozytywny szok podaży, jakim jest tąpnięcie cen ropy o ponad 30% w niespełna pięć miesięcy wydłuży czas, w którym wskaźnik CPI (wskaźnik aktywności konsumpcyjnej) utrzyma się poniżej 0% r./r. – co najmniej do pierwszych miesięcy następnego roku. Co więcej, rośnie prawdopodobieństwo przestrelenia celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Według opublikowanego raportu NBP ryzyko utrzymania się inflacji poniżej 2,5% do końca 2016 roku wynosiło ponad 75%! Część jastrzębia RPP otrzymała za to dwa argumenty, aby wstrzymać się z kolejnymi działaniami i przejść w ulubiony tryb „wait-and-see” – „poczekamy zobaczymy”. W trzecim

kwartale gospodarka rozwijała się w tempie 3,3% r/r (0.9% kw/kw). To bardzo wysoki wynik, zważywszy, że dane miesięczne zwiastowały znacznie bardziej ostrożny poziom 2,7-2.8% r/r. Co więcej, bardzo „zdrowa” była jego struktura: popyt krajowy urósł w tempie prawie 5% r/r, a inwestycje o 10% r/r. Ich udział w całkowitym wzroście PKB regularnie rośnie z kwartału na kwartał i jest najwyższy od 4 kwartału 2011. Chociaż dane mają charakter historyczny, to jednak pozwalają pozytywnie spojrzeć na przyszłość, ponieważ ubytek w strukturze PKB spowodowany konfliktem ukraińsko-rosyjskim oraz małe sprzyjającym otoczeniem makro został odrobiony „siłami wewnętrznymi”. Pozytywnym zaskoczeniem była również publikacja PMI (wskaźnik aktywności w sektorze produkcyjnym) za październik na poziomie 51,2. Wskaźnik ten osiągnął minimum w sierpniu i od tego czasu stopniowo rośnie, aczkolwiek nie należy przeceniać jego właściwości prognostycznych. Trzeba jednak pamiętać, że na posiedzeniu RPP prof. Elżbieta Chojna-Duch przytoczyła ten wysoki odczyt jako kluczowy argument za brakiem obniżki stóp procentowych w listopadzie. Jeśli chcielibyśmy użyć narzędzia logiki do próby odgadnięcia kolejnych ruchów Rady Polityki Pieniężnej to wynik oznaczałby brak dalszych cięć.

Wykres 1. Rentowności długoterminowych obligacji czeskich i niemieckich



Źródło: Bloomberg

Moim zdaniem...

... inwestorzy na całym świecie szukają wyższych stóp zwrotu. Ponieważ rentowności obligacji skarbowych krajów rozwiniętych, takich jak Niemcy, Japonia czy USA osiągnęły historycznie niskie poziomy, inwestorzy wybierają zatem obligacje bardziej ryzykowne np. obciążone większym ryzykiem kredytowym, stopy procentowej czy walutowym. A w regionie mamy do czynienia z aberracją, która wydaje się, nie jest do utrzymania na dłuższą metę - jednocześnie pokazuje stopień rozgrzania rynku instrumentów stałodochodowych. Mianowicie rentowności czeskich papierów skarbowych wynoszą dokładnie tyle, co niemieckich - 0.7%. Jednym słowem, za m.in. wymienione powyżej ryzyka wcale nie jesteśmy wynagradzani. Zastanawia również fakt mnogości różnych wytłumaczeń dla tego rodzaju niecodziennej sytuacji. W przypadku polskich obligacji skarbowych, różnica w rentowności to cały czas ponad 170 punktów bazowych.

Rynek akcji



Listopad miesiącem wyników kwartalnych i dobrych danych z polskiej gospodarki

Jarosław Lis

Zarządzający subfunduszami BPH TFI

Listopad, jak co roku, obfitował w wyniki spółek za trzeci kwartał. Ostatni kwartał nie był dla gospodarki zbyt udany - wyraźnie negatywnie odbiło się na niej zamieszczenie za naszą wschodnią granicą - i zauważalne to również było w wynikach spółek. Dobrze zaprezentowały się banki, poprawiając wyniki w stosunku do zeszłego roku. Bardzo dobre wyniki operacyjne

zaprezentował sektor rafinerijny, co jest wynikiem poprawy marż. Negatywnie należy ocenić wyniki spółek górniczych, gdzie wyraźnie widoczne są spadki cen surowców. Niestety coraz bardziej prawdopodobne w tym sektorze, pozostawionym od wielu lat bez tak potrzebnej restrukturyzacji, jest dofinansowanie przez Skarb Państwa. Wszyscy będziemy musieli zapłacić za te lata zaniechać w postaci wyższych podatków lub wyższej ceny energii. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami okres słabszych danych w polskiej gospodarce powinien zmierzać ku końcowi. Ostatnie dane o wzroście wynagrodzeń, mocny komponent konsumpcji w danych o PKB oraz przede wszystkim zdecydowana poprawa wskaźnika PMI zapowiadają powrót gospodarki na właściwe tory w najbliższych kwartałach.

Wykres 2. Roczna dynamika wynagrodzeń w Polsce



Źródło: Bloomberg

Moim zdaniem...

... dynamika wzrostu wynagrodzeń nie zwalnia tempa. Dane te znajdują również odzwierciedlenie w PKB, gdzie trzeci kwartał przyniósł zaskoczenie właśnie w poziomie konsumpcji. Ostatnie dane potwierdzają pozytywne trendy w tym zakresie i wraz ze spadkiem stóp procentowych trudno być pesymistą.

Rynek surowcowy



Wszystkie oczy skierowane na OPEC

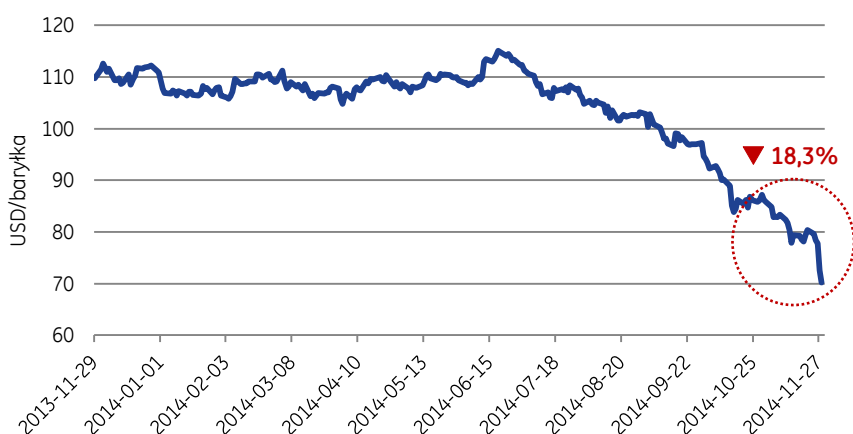
Karol Godyń

Zarządzający subfunduszami BPH TFI

Listopad przyniósł kolejną przecenę głównych surowców giełdowych. Najbardziej popularne indeksy tego rynku - Thomson Reuters CRB oraz S&P GSCI - traciły odpowiednio 6,47% oraz aż 10,65%. Przyczyną tak dużej obniżki wartości indeksów było przede wszystkim zachowanie cen ropy naftowej oraz jej pochodnych. Cena jej najbardziej rozpoznawalnego

gatunku - Brent - spadła o przeszło 18%. Największa część spadków została zrealizowana w końcówce miesiąca, bezpośrednio po publikacji decyzji OPEC. Kartel zdecydował, że nie ograniczy wydobycia węglowodorów pomimo nadpodaży, jaka utrzymuje się na rynku od kilku kwartałów, a wg niektórych analityków może przekroczyć w przyszłym roku nawet milion baryłek dziennie. Znacznie lepiej radziły sobie w listopadzie towary rolne, szczególnie pszenica notująca ponad ośmioprocentowy wzrost ceny. To jednak zdecydowanie za mało, aby zrównoważyć negatywny wpływ spadających cen paliw.

Wykres 3. Ropa naftowa Brent



Źródło: Bloomberg

Moim zdaniem...

... działania OPEC, choć zaskoczyły rynek, dają się wbrew pozorom logicznie wytłumaczyć. Przyjęło się, że państwa zrzeszone w kartelu dążą do maksymalizacji swoich zysków. W kontekście tego celu obniżenie poziomu produkcji mogłoby odnieść efekt w krótkim terminie. Być może jednak, członkowie OPEC świadomie decydują się na sprowadzenie cen ropy do poziomów, przy których substytuty konwencjonalnie wydobywanej ropy stają się nieopłacalne, a tym samym nierozwijane.

Nasze fundusze miesiąca

Najwyższą miesięczną stopę zwrotu spośród funduszy otwartych BPH TFI osiągnął subfundusz:

BPH Akcji Europy Wschodzącej
+2,28%

Najchętniej wybieranym funduszem spośród funduszy otwartych BPH TFI był subfundusz:

BPH Pieniężny

Tabela 1. Wyniki funduszy otwartych BPH TFI – stan na dzień 28.11.2014

Fundusz	Stopy zwrotu w %						
	1m	3m	6m	12m	24m	36m	60m
BPH Skarbowy	0,06%	0,59%	1,45%	2,54%	4,67%	9,76%	18,35%
BPH Pieniężny	0,23%	0,87%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
BPH Obligacji 1	0,19%	1,30%	3,05%	5,31%	7,25%	13,66%	22,30%
BPH Obligacji 2	0,31%	2,27%	5,44%	8,43%	9,46%	16,89%	24,27%
BPH Obligacji Korporacyjnych	0,45%	1,06%	2,15%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
BPH Stabilnego Wzrostu	0,06%	2,07%	2,25%	1,71%	8,00%	16,05%	18,93%
BPH Zrównoważony	0,00%	2,29%	1,36%	-1,33%	7,73%	16,15%	12,06%
BPH Selektywny	0,19%	1,72%	-1,43%	-1,98%	16,02%	27,34%	b.d.
BPH Globalny Żywności i Surowców	-3,60%	-9,46%	-14,79%	-12,21%	-16,41%	-17,83%	-6,77%
BPH Akcji	-0,20%	3,69%	0,90%	-3,82%	12,23%	23,91%	9,36%
BPH Akcji Globalny	1,07%	1,32%	8,44%	9,92%	20,91%	22,10%	44,51%
BPH Akcji Dynamicznych Spółek	0,58%	4,28%	-1,71%	-7,47%	22,31%	36,49%	11,78%
BPH Akcji Europy Wschodzącej	2,28%	3,51%	1,22%	1,69%	-5,85%	-2,33%	-10,26%
BPH SFIO Total Profit	-0,22%	1,18%	-1,04%	-2,57%	-5,97%	-6,58%	b.d.

Niniejszy komentarz przeznaczony jest wyłącznie dla Klientów BPH Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA (BPH TFI). Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego komentarza wymaga zgody sporządzających komentarz. Komentarz został przygotowany na podstawie informacji publicznie dostępnych i źródeł uznanych przez BPH TFI za wiarygodne, ale BPH TFI nie gwarantuje i nie może zapewnić o ich dokładności, kompletności i wiarygodności. Niniejszy komentarz ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej. Komentarz niniejszy nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu postanowień Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz niniejszy nie stanowi również usługi doradztwa finansowego lub inwestycyjnego, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego komentarza BPH TFI 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 BPH TFI mogą się zmieniać, bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie. BPH TFI, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z BPH TFI nie ponoszą jakiejkolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego komentarza, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. BPH TFI jest podmiotem zarządzającym portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych i jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego. BPH TFI, jego podmioty dominujące, zależne lub stowarzyszone są lub mogą być aktywnymi uczestnikami rynku kapitałowego w szczególności jako emitenci, subemitenci, gwaranci, brokerzy, animatorzy, nabywający instrumenty finansowe na rachunek własny, prowadzący działalność inwestycyjną w pozostałym zakresie.