

# Biuletyn Inwestycyjny AXA

## Szanowni Państwo

*Przedstawiamy kolejny numer Biuletynu Inwestycyjnego AXA Inwestycyjny, przygotowanego przez naszych kolegów z AXA Investment Managers. Mamy nadzieję, że będzie dla Państwa interesującą i przyjemną lekturą. Mamy nadzieję, że Państwa zainteresowaniem.*

*Wierzymy, że dzięki niemu Państwo zyskają na udanych inwestycjach.*

## Spis treści

Członek Zarządu AXA Investment Managers

**Wstęp** / **Gospodarka**

- Istotne fakty
- Europa
- Stany Zjednoczone
- Kraje rozwijające się

Członek Zarządu AXA TU S.A.

**Wyniki ubezpieczeniowych funduszy**



# Wstęp

## Istotne fakty

- Napięcie związane z sektorem bankowym i zadłużeniem państwowym w strefie euro stopniowo opada dzięki łagodzeniu polityki pieniężnej i postępowi reform (Grecja, pakt fiskalny).
- Wzrost w USA powinien przetrwać wyżkę cen ropy naftowej.
- Ogólne odbicie w krajach rozwijających się, ale zagrożeniem pozostaje powrót presji inflacyjnej.
- Instrumenty o stałym dochodzie: nadal kładziemy nacisk na nieskarbowe papiery dłużne oraz wybrane skarbowe papiery dłużne krajów peryferyjnych.
- Malejące ryzyko systemowe jest argumentem za większą ekspozycją na akcje przy jednoczesnym zabezpieczeniu przed spadkami.

Podczas gdy Europa nadal stara się ugasić kryzys zadłużenia państwowego, dwa motory globalnego wzrostu (chiński i amerykański) potwierdziły w lutym swoją dobrą kondycję. Zagrożenie systemowe dla wzrostu światowego – symbolizowane przez europejski kryzys – nadal maleje, w związku z czym sugerujemy ponowne zwiększenie ekspozycji na aktywa ryzykowne.

## Gospodarka

### Europa

#### Niższe ryzyko systemowe

W lutym rządy europejskie nadal podejmowały działania w celu zażegnania kryzysu zadłużenia państwowego i w sektorze bankowym.

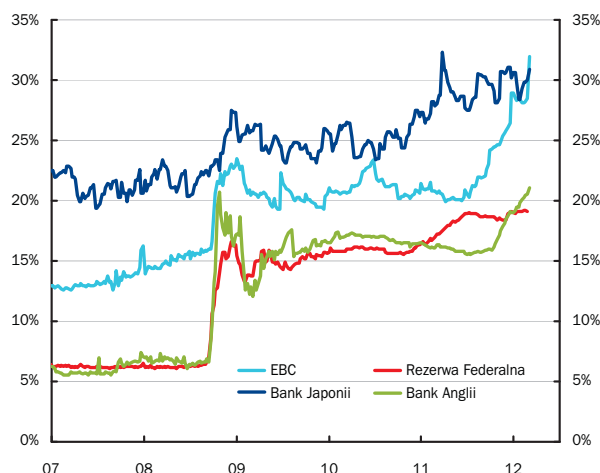
Strategią przyjętą w przypadku Grecji było maksymalne ograniczenie ryzyka niewykonania przez nią zobowiązań w 2012 r. Mimo to, że nadal uważamy ten kraj za niewypłacalny, trzeba przyznać, że uczyniono wszystko, co dało się zrobić, aby zapewnić płynność sektora rządowego i komercyjnych banków greckich w tym roku. Drugi pakiet ratunkowy opiewający łącznie na 130 mld EUR przyznano w zamian za wdrożenie nowej serii posunięć oszczędnościowych. Natychmiastowe wprowadzenie tych działań w życie ogranicza ryzyko zawieszenia oficjalnych wypłat w późniejszym okresie roku. Warunki zamiany długu za oferowanej prywatnym wierzycielom zaostriżyło wprowadzenie działających wstecz klauzul wspólnego działania, których celem było „wymuszenie” licznej udziału inwestorów – tym samym wierzyciele prywatni ponoszą z góry prawie wszystkie swoje straty związane z greckim długiem. Nadal sądzimy, że ryzyko niewypłacalności jest wysokie<sup>1</sup>, ale od tej pory jej koszt będą ponosić europejscy podatnicy, a nie prywatni inwestorzy zagraniczni. Powinno to ograniczyć ryzyko efektu domina na rynkach finansowych (zwiększając jednak zarazem zagrożenie ponownego wzrostu eurosceptycyzmu w krajach Europy Północnej).

Na szczęblu instytucjonalnym pakt fiskalny podpisało, podczas zorganizowanego na początku marca szczytu, 25 państw członkowskich Unii Europejskiej. Pakt wzmacnia dyscyplinę budżetową w Unii, zwiększając jednocześnie uprawnienia do monitorowania sytuacji i nakładania sankcji na szczęblu europejskim. Tym ograniczeniom budżetowym towarzyszą zwiększone wysiłki w ramach solidarności, których zażądano od krajów Północy

1. Zob. „Grecja: możliwe zakończenia”.

Wykres 1 / Suma bilansowa banków centralnych jako % nominalnego PKB

#### Akcja ratunkowa banków centralnych



ródło: Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

w związku z ich udziałem w europejskich funduszach ratunkowych (EFSF i europejskim mechanizmie stabilności). Wiarygodność paktu zwiększa udział wszystkich krajów UE z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Czech.

Wreszcie EBC poszedł jeszcze dalej w ramach swojej średnioterminowej strategii refinansowania sektora bankowego. W lutym ponownie złagodził reguły dotyczące zabezpieczeń dla siedmiu krajów. Pod koniec miesiąca druga 3-letnia operacja refinansowania EBC spotkała się z jeszcze większym popytem niż poprzednia: 800 banków pożyczycyło 530 mld EUR w porównaniu z 490 mld EUR pobranymi przez 523 banki pod koniec grudnia. Rozszerzenie katalogu dopuszczalnych zabezpieczeń umożliwiło niewielkim bankom wzięcie udziału w aukcji na większą skalę. Statystyka bankowa za styczeń 2012 r. ujawniła, że dzięki hojnej polityce EBC banki europejskie nabyły dług państwowy za 51 mld EUR w porównaniu ze sprzedażą netto długu rządowego wynoszącą 60 mld EUR w okresie od czerwca do grudnia 2011 r. Ryzyko braku płynności związane z wycofywaniem depozytów (zwłaszcza w przypadku, gdyby niewykonanie zobowiązań przez Grecję poskutkowało kolejną falą problemów w innych narażonych krajach) pozostaje ograniczone, a warunki na rynkach kredytowych powinny wręcz ulec poprawie po drastycznym pogorszeniu, do którego doszło pod koniec 2011 r. Ponadto rządy będą prawdopodobnie mogły liczyć na udział banków krajowych w aukcjach długu publicznego. Poczucie, że ryzyko systemowe zmalało, przełożyło się na powrót inwestorów zagranicznych na rynki finansowe strefy euro. W szczególności, na peryferyjne rynki długu powróciły Chiny, a amerykańskie fundusze rynku pieniężnego także wznowiły zakupy krótkoterminowych papierów dłużnych europejskich banków.

Europejscy przywódcy polityczni wyrwali się z niebezpiecznej spirali, która groziła systemową niewypłacalnością strefy euro. Położyli podwaliny pod unię budżetową, wzmacniając dyscyplinę i solidarność finansową. Dostarczenie środków pieniężnych przez EBC zmniejszyło ryzyko braku płynności na rynkach długu

państwowego i bankowych. Udało się kupić czas, ale wyzwania pozostają ogromne: trzeba dodatkowo zwiększyć rozmiar funduszy zapobiegających efektowi domina (EFSF, europejskiego mechanizmu stabilności, MFW), ratyfikować pakt fiskalny, jak też przekonać rynki, że korekty budżetowe we Włoszech i w Hiszpanii mają dużą szansę się powieść, mimo towarzyszącej im recesji oraz wysokiego bezrobocia. Wskaźniki gospodarcze sugerują, że presja recesyjna w strefie euro opadła, ale zagregowane dane skrywają wyraźne rozróżnienie między przegrzewającymi się Niemcami a peryferiami, które pozostają w depresji.

## Stany Zjednoczone

### Wzrost w USA zmagają się z wysokimi cenami ropy naftowej

W Stanach Zjednoczonych wskaźniki nadal pozytywnie zaskakują. Wskaźniki wyprzedzające rynku pracy sugerują, że w lutym powstało około 250 tysięcy miejsc pracy, co powinno skutkować dalszym spadkiem stopy bezrobocia. Pod koniec lutego przedłużono okres obowiązywania bodźców budżetowych. Rewizja w górę dochodów gospodarstw domowych pod koniec zeszłego roku obniżyła również ryzyko korekty stopy oszczędności w górę. Skrajnie łagodna polityka pieniężna prowadzona przez Rezerwę Federalną skutkuje utrzymaniem niezwykle niskich stóp oprocentowania pożyczek, sprzyjając ożywieniu na rynku kredytów konsumenckich. Dopóki Rezerwa utrzyma łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, korekta w górę wskaźnika oszczędności gospodarstw domowych wydaje się nam mało prawdopodobna. Wzrost gospodarczy w 2012 r. powinien wynieść około 2,5%, a jego motorem powinien być prywatny popyt krajowy (spożycie i inwestycje).

Chociaż europejskie ryzyko systemowe wyraźnie zmalało, na horyzoncie pojawiło się nowe zagrożenie. Ceny ropy naftowej zaczęły ponownie rosnąć w związku z napięciem geopolitycznym na Bliskim Wschodzie. Według naszych szacunków premia geopolityczna związana z grożącym konfliktem między Izraelem a Iranem wynosi około 20 USD za baryłkę. Dzisiejsze koszty ropy naftowej ponoszone przez amerykańskie gospodarstwa domowe, na poziomie 3,7% dochodu do dyspozycji, nie wystarczają, aby przyhamować obecne tempo wzrostu spożycia (sądzi się, że krytyczny próg, osiągnięty w 2008 r. i na początku 2011 r., wynosi około 4,2%). Ponadto dynamika dochodu do dyspozycji powinna nadal się poprawiać dzięki coraz zdrowszemu rynkowi pracy (liczbie tworzonych miejsc pracy, liczbie przepracowanych godzin i stawkom godzinowym). Amerykańskie gospodarstwa domowe powinny znieść wzrost cen na stacjach o dalsze 15%, zanim zaczną ograniczać wydatki.

Oprócz wspomnianej premii geopolitycznej pozostaje kwestia konfliktu zbrojnego w Zatoce Perskiej. Ta ewentualność nie

została uwzględniona w naszym podstawowym scenariuszu ze względu na bardzo niepewny stosunek korzyści do kosztów dla Izraela i powściągliwość USA. Nasze modele sugerują, że przerwanie globalnego łańcucha dostaw irańskiej ropy naftowej w II połowie 2012 r. poskutkowałoby skokiem cen ropy Brent do 190 USD za baryłkę, co raptownie zatrzymałoby wzrost w Stanach Zjednoczonych w 2013 r. – być może wstrząs ten nieznacznie złagodziłaby odważna reakcja w dziedzinie polityki fiskalnej i pieniężnej. Taki sprzyjający recesji kontekst globalny mógłby spowodować nawrót presji związanej z europejskim sektorem bankowym i długiem państwowym, ponownie zwiększając poziom ryzyka systemowego w strefie euro. Powtarzamy, że nie jest to nasz podstawowy scenariusz, ale możliwości skoku cen ropy naftowej nie należy pomijać.

## Kraje rozwijające się

### Cykliczne ożywienie, inflacja strukturalna

Jeżeli chodzi o kraje rozwijające się, w lutym widać powszechną właściwie poprawę wskaźników wyprzedzających, z wyjątkiem Europy Wschodniej, gdzie nieznacznie się one pogorszyły. W przypadku Chin nowe dane statystyczne (sprzedaż detaliczna, nowe zamówienia) potwierdzają przyspieszenie wzrostu po okresie pesymizmu pod koniec 2011 r. Niemniej ponowny skok cen żywności w styczniu oraz napięcia, które wyraźnie daje się dostrzec na wczesnych etapach łańcucha wytwórczego, przypominają, że przeorientowanie chińskiego turbokapitalizmu w stronę spożycia implikuje znaczne pogorszenie relacji między wzrostem a inflacją. Władze chińskie dobrze zdają sobie z tego sprawę, więc łagodzenie polityki pieniężnej w 2012 r. będzie stopniowe. Wzrost powinien jednak wynieść około 8,5%, znacznie przewyższając ogłoszony przez decydentów cel na poziomie 7,5%.

Ostrożność Chin powinna skłonić w 2012 r. część gospodarek rozwijających się do naśladownictwa. Po rocznym okresie narastającej presji inflacyjnej wiele banków centralnych uczyniło swoją politykę pieniężną neutralną (a nawet łagodną) pod koniec 2011 r., reagując na ryzyko dla globalnych perspektyw wzrostu wywołane europejskim kryzysem. Opadnięcie ryzyka systemowego w Europie redukuje zapotrzebowanie na ostrożność w polityce monetarnej, gdyż ceny nośników energii ponownie rosną, a kapitał znów napływa do rozwijających się gospodarek. Ponadto wzrost krajowej akcji kredytowej pozostaje niezwykle szybki, grożąc bańkami i presją inflacyjną w wielu krajach. W drugiej połowie 2012 r. należy się spodziewać zaostrzenia polityki pieniężnej i aprecjacji walut. W krajach, których gospodarki obecnie się przegrzewają (zwłaszcza w Turcji i na Ukrainie), nie można jednak wykluczyć twardego lądowania.

## Rynki finansowe

### Alokacja aktywów

#### Czas na ryzyko – układ gwiazd jest (niemal) doskonały

Miesiąc później, po kolejnej długoterminowej operacji refinansowania, liczne parametry nadal ulegają poprawie. Za ważne elementy przemawiające za naszym scenariuszem podstawowym, w którym euro ostatecznie wychodzi na prostą, należy uznać zwłaszcza decyzję o kolejnym pakiecie ratunkowym dla Grecji, który przynajmniej przejściowo ogranicza ryzyko niewykonania zobowiązań, jak też przyjęcie paktu fiskalnego. **W tych warunkach sugerujemy zwiększenie skłonności do podejmowania ryzyka, jeżeli chodzi o ryzykowne aktywa.**

Najnowsze informacje o koniunkturze również przemawiają za gotowością do podejmowania ryzyka. Podkreślamy jednak znaczenie ochrony przed spadkami. Chociaż uważamy obecnie, że ryzyko rozpadu strefy euro znacząco zmalało, naszym zdaniem zastąpiły je zagrożenia o charakterze bardziej cyklicznym (dodatkowe informacje znajdują się pod koniec dokumentu). **W związku z tym powtarzamy sugestię z zeszłego miesiąca dotyczącą ochrony – przynajmniej częściowej – inwestycji w akcje.**

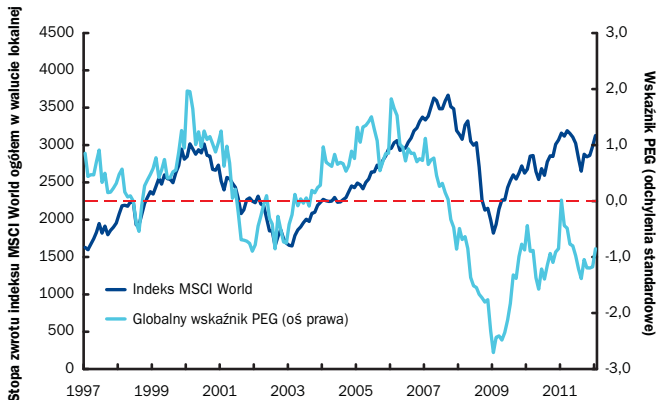
Chociaż nasza **długa pozycja w ryzykownych aktywach bazuje tylko częściowo na wzroście gospodarczym**, najnowsze opublikowane dane są pomyślne. Mimo że wieści z USA są niejednoznaczne, doniesienia ze strefy euro sugerują, iż uda się uniknąć recesji w regionie. Rozbieżności w jego obrębie jednak się utrzymują – Północ będzie rosła (relatywnie) szybko, natomiast Południe będzie zmuszone borykać się z trwającą recesją.

**Najważniejszym źródłem wzrostów** ryzykownych aktywów ogółem jest, i najprawdopodobniej pozostanie,  **płynność**. Chociaż szanse na kolejną rundę łagodzenia ilościowego w USA ostatnio się zmniejszyły, płynność w innych regionach pozostaje bardzo wysoka. Jak wskazaliśmy w lutym miesięcznym biuletynie dotyczącym strategii, płynność jest potężnym motorem reflacji aktywów, w szczególności w obliczu zanikania największej przeskody – ryzyka systemowego.

Ponadto **wskaźniki wyceny pozostają korzystne**. Chociaż wskaźnik cena/zysk oparty na zyskach za zeszły okres na rynkach światowych wynosi 14, czyli nie jest ani wysoki, ani niski, analitycy (przynajmniej przejściowo) przestali rewidować w dół ogólne szacunki wzrostu zysków. **W dłuższej perspektywie akcje wydają się jednak nadal wartościową inwestycją**. Zgodnie z preferowaną przez nas miarą – wskaźnikiem PEG (wskaźnikiem cena/zysk skorygowanym o trzyletni oczekiwany wzrost zysków) – cena akcji pozostaje o niemal jedno odchylenie standardowe poniżej ich wartości godziwej. **Ogólnie rzecz biorąc, można stwierdzić, że cena akcji znajduje się obecnie między wartością „neutralną” a „niską”**.

## Wykres 2 / Wskaźnik wyceny PEG dla światowych rynków akcji

Wskaźniki wyceny akcji pozostają korzystne



ródła: Datastream, AXA IM Research

## Instrumenty dłużne

**Rynki bazowe – pozycja neutralna, selektywna ekspozycja na peryferie strefy euro**

W ostatnim miesiącu rentowność obligacji pozostawała ogólnie niezmienną, natomiast rentowność obligacji w strefie euro znacząco spadła dzięki dopływowi płynności.

Chociaż Rezerwa Federalna jest zdecydowana utrzymywać niskie stopy procentowe przez bardzo długi czas, wystąpienie jej prezesa Bena Bernankego przed Kongresem podziało jak zimny prysznic. Jego wypowiedź interpretujemy jako sygnał, że szansa na dalsze łagodzenie ilościowe zmalała. Nie dostrzega-

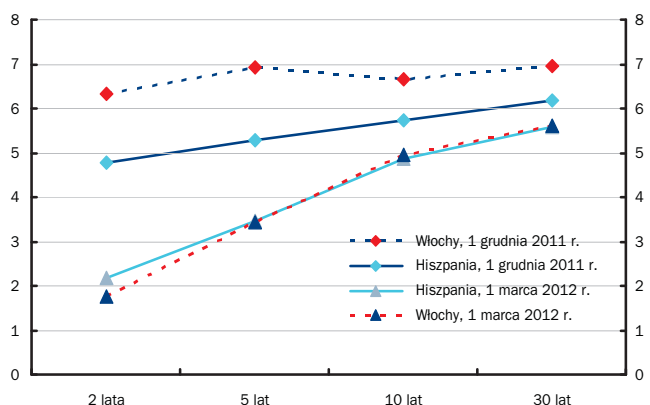
my jednak obecnie znaczącego zagrożenia dla rentowności obligacji: stopy krótkoterminowe pozostaną niskie, gdyż Fed nadal prowadzi operację Twist, a oczekiwania inflacyjne są wciąż ograniczone. Wszystko to oznacza, że rentowność amerykańskich obligacji skarbowych i oprocentowanie kredytów hipotecznych pozostaną na niskim poziomie. Jedyne zastrzeżenie dotyczy pozycjonowania, gdyż dane CFTC (nadzorca obrotu kontraktami terminowymi) sugerują, że inwestorzy skracają durację obligacji długoterminowych. Nie przecenialibyśmy jednak obecnie znaczenia tej zmiennej – sugerujemy utrzymanie neutralnej pozycji, uwzględniając też atrakcyjne różnice stóp procentowych.

W strefie euro potężne zastrzyki płynności ze strony EBC implikują, że akcja kredytowa brutto Europejskiego Banku Centralnego utrzyma się **de facto** powyżej 1 bln EUR w okresie trzyletnim, co przekłada się na znaczący spadek awersji do ryzyka na peryferyjnych rynkach obligacji. Ogólnie, niezwykle ekspansywna polityka pieniężna – należy pamiętać też o Banku Anglii – stanowi wraz z różnicami stóp procentowych i dynamiką rynku najważniejsze wsparcie dla obligacji skarbowych. **Ze wszystkich tych powodów potwierdzamy nasze neutralne nastawienie w odniesieniu do duracji obligacji skarbowych na rynkach bazowych.**

Podczas gdy rentowności na rynkach bazowych (w USA i w Niemczech) są bardzo nieatrakcyjne z punktu widzenia stopy zwrotu ogółem, we Włoszech i Hiszpanii sytuacja jest wręcz przeciwna. Jeżeli chodzi o konsolidację budżetową, Włochy realizują plan, a premier Monti wskazał, że rząd nie będzie dodatkowo zacieśniał polityki fiskalnej. Reforma rynku pracy trwa, ale pierwszy etap reform strukturalnych (deregulację) niemal zakończono, co pomaga Włochom w odzyskaniu zaufania rynków. Wreszcie, włoski Skarb Państwa umiejętnie zarządza emisją długu, co pozwoliło zredukować ryzyko refinansowania, które zaprzętało uwagę rynków pod koniec 2011 r. Dwie trzecie dużych wykupów zadłużenia w okresie od lutego do kwietnia już udało się sfinansować, a sezonowość budżetu państwa w drugim kwartale powinna powiększyć zasoby gotówki.

## Wykres 3 / Krzywe rentowności we Włoszech i Hiszpanii w %

Wyraźny spadek rentowności we Włoszech i Hiszpanii



ródła: Bloomberg, AXA IM Research

Chociaż ostatnie obawy związane z budżetem Hiszpanii dowodzą, że kryzys zadłużenia jeszcze się nie zakończył, naszym zdaniem argumenty za ekspozycją na ten kraj zachowują ważność. W związku z tym sugerujemy powiększanie pozycji, jeżeli obecna korekta będzie trwać. Sytuacja wygląda podobnie w przypadku Włoch.



## Papiery indeksowane inflacją

### Mimo rozczarowań preferujemy walory z USA

Na początku lutego sugerowaliśmy zwiększenie ekspozycji na amerykańskie obligacje indeksowane inflacją z racji długoterminowego ryzyka inflacji związanego z niezwykle łagodną polityką pieniężną. Co prawda długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostają zbliżone do celu Rezerwy Federalnej, wynosząc zgodnie z najnowszym badaniem Philly Fed 2,3%, podczas gdy cel Fed jest na poziomie 2,0%, ale prawdopodobieństwo powrotu widma inflacji jest wysokie właśnie wtedy, gdy oczekiwania inflacyjne są niskie. Dlatego też potwierdzamy nasze bardziej pozytywne nastawienie wobec amerykańskich papierów indeksowanych inflacją.

Naszym zdaniem wszakże w **strefie euro** obawy przed inflacją są mniej uzasadnione, gdyż warunki gospodarcze sprzyjają deflacji wskutek zmniejszania dźwigni finansowej zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym.

## Rynki długu

### Nadal wartościowe źródło zysków

Nieskarbowe papiery dłużne pozostają preferowaną przez nas klasą aktywów o stałym dochodzie. Wszystkie najważniejsze czynniki są korzystne, a wycena pozostaje zasadniczo niezmienną. Różnice stóp procentowych, warunki płynnościowe oraz – co najważniejsze – percepcja ryzyka dodatkowo windują tę klasę aktywów w górę. **W związku z tym potwierdzamy preferowanie obligacji przedsiębiorstw przed obligacjami skarbowymi w globalnym portfelu instrumentów o stałym dochodzie.**

Nie zaskakuje fakt, że region bardziej ryzykowny, czyli Europa, wyprzedził Stany Zjednoczone. W sytuacji zmniejszenia się idiosynkratycznego ryzyka niekontrolowanego niewykonania zobowiązań przez Grecję obligacje wysokodochodowe radziły sobie lepiej niż wykazujące mniejszą zmienność papiery o ratingu inwestycyjnym.

Naszym zdaniem prawdopodobieństwo recesji w Europie w 2012 r. znacznie zmalało. Pod nieobecność strukturalnego rozwiązania kryzysu oraz ze względu na pesymistyczny scenariusz wzrostu krajów śródziemnomorskich zalecamy jednak orientację na USA, w miejsce pełnowartościowej ekspozycji na Europę za pośrednictwem długu państwowego i zadłużenia przedsiębiorstw. Potwierdzamy też preferowanie ekspozycji o wyższej jakości kredytowej i krótszej duracji, selektywnie dobierając papiery wysokodochodowe.

## Akcje

### Zwiększenie ryzyka i ochrony przed spadkami

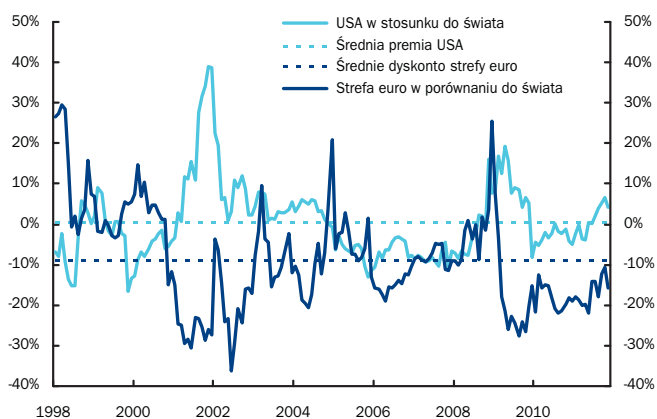
Wysoka płynność, skłonność rynku do podejmowania ryzyka, atrakcyjne wskaźniki wyceny i bardzo obniżone oczekiwania co do zysków powinny sprzyjać akcjom w najbliższych miesiącach. **Sugerujemy dodatkowe zwiększenie wskaźnika beta portfela przez długą pozycję w strefie euro i realizację zysków w USA.**

W ujęciu względnym spadek awersji do ryzyka, atrakcyjne wskaźniki wyceny skorygowane o wzrost oraz zachęcające niedawne dane na temat koniunktury skłaniają do zwiększenia ekspozycji na strefę euro. Po raz pierwszy od marca 2001 r. nasz indeks Surprise Gap dla strefy euro znalazł się powyżej progu „przyspieszenia”, sygnalizując mniej pesymistyczną prognozę wzrostu zysków. Realizacja naszej poprzedniej prognozy

mówiącej o spadku zysków o 10% w 2012 r. wydaje się rzeczywiście mniej prawdopodobna w świetle nieznacznego nominalnego wzrostu PKB. Spowolnienie wzrostu przychodów i presja na marżę zysku będą jednak zapewne nadal hamować wzrost zysków, który według naszych obecnych przewidywań powinien w 2012 r. wynieść od -5% do 0%. Ogólnie rzecz biorąc, mimo niedawnych wzrostów akcje w strefie euro wydają się tanie. Zgodnie z preferowaną przez nas miarą wyceny – wskaźnikiem PEG (wskaźnikiem cena/zysk skorygowanym o trzyletni oczekiwany wzrost zysków) – cena akcji w strefie euro jest o 16% niższa od światowej (wykres 4). **W związku z tym zalecamy przejście do pozycji przeważonej w strefie euro.**

### Wykres 4 / Wskaźnik PEG na tle świata

Akcje amerykańskie są droższe niż akcje ze strefy euro



ródła: Datastream, AXA IM Research

Z drugiej strony uważamy, że w USA nadszedł czas realizacji zysków. Doskonałe wyniki rynku amerykańskiego w ostatnich kilku miesiącach poskutkowały wzrostem tamtejszych wskaźników wyceny do strefy, gdzie wszystko zostało już wliczone w cenę. Ceny akcji amerykańskich są obecnie o 4% wyższe, na tle reszty świata, po skorygowaniu o wzrost. Ponadto lepszy od przewidywanego wzrost zatrudnienia może dodatkowo zwiększać presję na wciąż wysoką marżę zysku. Mimo to nadal oczekujemy w 2012 r. wzrostu zysków o 5%. **W odniesieniu do akcji amerykańskich sugerujemy przejście z pozycji przeważonej do neutralnej.**

Jeżeli chodzi o rynki rozwijające się, wydaje się, że w gospodarce najgorsze jest już za nami. Wskaźniki wyprzedzające sygnalizują ożywienie, a rewizje zysków stały się w ostatnich czterech tygodniach pozytywne. Szybki wzrost przychodów dzięki znacznemu popytowi krajowemu w połączeniu z wysokimi marżami zysku powinien podtrzymać wzrostowy trend zysków w 2012 r. Dlatego też naszym zdaniem wzrost zysków o około 10% w najbliższych 12 miesiącach wydaje się możliwy i zgodny ze wskaźnikami fundamentalnymi. **Tak więc sugerujemy utrzymanie przeważonej pozycji na rynkach rozwijających się.**

Mimo niedawnych lepszych od reszty wyników Japonia pozostaje w naszych oczach **pozycją zdecydowanie niedoważoną**. Dane gospodarcze są rozczarowujące, a wskaźniki wyceny nie są korzystne. Najważniejsze czynniki wzrostu – nieznacznie słabsza waluta i wysiłki na rzecz poprawy wyników spółek na koniec roku finansowego – nie są wystarczająco przekonujące, abyśmy zmienili swoje nastawienie.

## Ryzyko związane ze strategią inwestycyjną

Choć ryzyko systemowe („Eurogeddonu”) znacząco zmalało, na horyzoncie ponownie pojawiły się inne czynniki.

Co oczywiste, grecki układ kupił czas Grecji i innym gospodarcom w niekorzystnej sytuacji budżetowej. Nadal pojawiają się jednak poważne pytania dotyczące stabilności zadłużenia. Dlatego też to ryzyko należy uznać jedynie za uśpione.

Nastroje może pogorszyć ropa naftowa, gdyż sytuacja gospodarcza pozostaje delikatna. Długotrwale utrzymywanie się wy-

sokich cen surowców, w szczególności ropy, zniweczyłoby herkulesowe wysiłki banków centralnych.

Jak do tej pory podstawowym czynnikiem napędzającym wzrosty ryzykownych aktywów są zastrzyki płynności. Jakikolwiek wyraźniejsze oznaki słabnięcia jej dopływu poskutkowałyby zapewne poważnymi wątpliwościami co do perspektyw na przyszłość.

**Takie połączenie rodzajów ryzyka sugeruje potrzebę ochrony – przynajmniej częściowej – inwestycji w akcje.**

## Rekomendowana alokacja aktywów

Globalna	Niedoważenie (-)	Neutralna (=)	Przeważenie (+)	Ostatnia zmiana
Gotówka	●			lut-12 ▼
Akcje			●	lut-12 ▲
Obligacje rządowe		●		gru-11 ▼
Obligacje korporacyjne			●	wrz-09 ▲

\* Specyfiką polskiego rynku obligacji korporacyjnych jest brak wyceny rynkowej. Na rynkach gdzie wycena rynkowa tych instrumentów jest dostępna (np. USA) obligacje korporacyjne, podobnie jak inne ryzykowne aktywa (np. akcje), w ostatnich miesiącach zanotowały silne przeceny związane z rosnącym ryzykiem kredytowym. Brak obrotu (lub bardzo ograniczony obrót) obligacjami korporacyjnymi na polskim rynku, a co za tym idzie brak rynkowej wyceny, spowodowały, że wartość polskich obligacji korporacyjnych w portfelach funduszy obligacji nie uległa tej przecenie (w aktualnej wycenie nie jest uwzględniony wzrost ryzyka kredytowego). W konsekwencji wycena tych instrumentów w portfelach funduszy jest wysoka na tle innych kategorii ryzykownych aktywów.

### Akcje

Alokacja regionalna	-	=	+	Europa – sektory	-	=	+
▲ Duże spółki – strefa euro			●	Energia			●
▲ Małe spółki – strefa euro			●	Towary powszechnego użytku		●	
Japonia	●			Zdrowie		●	
Szwajcaria		●		Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej	●		
Duże spółki – Wielka Brytania	●			Telekomunikacja		●	
Małe spółki – Wielka Brytania	●			Towary luksusowe	●		
▼ Stany Zjednoczone		●		Przemysł	●		
Rynki rozwijające się			●	Materiały		●	
– Europa Środkowo-Wschodnia	●			Technologia			●
– Ameryka Łacińska			●	Finanse		●	
– Azja (bez Japonii)		●					

▲/▼ – zmiana w miesiącu

### Instrumenty dłużne

Szczegółowo instrumenty dłużne	-	=	+	Obligacje rządowe	-	=	+
Obligacje rządowe		●		Strefa euro (rdzeń)		●	
Spready swap	●			Strefa euro (peryferie)			●
Obligacje korporacyjne			●	Japonia		●	
Obligacje wysokodochodowe		●		Wielka Brytania		●	
Obligacje rynków rozwijających się		●		Stany Zjednoczone		●	
Obligacje indeksowane inflacją		●					
– Europa	●						
– Stany Zjednoczone			●				

# Prognozy

## Wzrost PKB i inflacja

7.03.2012	Realny wzrost PKB (% r/r)			Inflacja (% r/r)		
	2011*	2012*	2013*	2011*	2012*	2013*
<b>Świat</b> <sup>(1)</sup>	3,0	2,8	3,2			
Stany Zjednoczone	1,7	2,3	2,2	3,1	2,2	1,9
Strefa euro	1,5	-0,2	0,8	2,7	1,7	1,6
Wielka Brytania	0,9	0,7	1,6	4,5	2,6	2,1
Japonia	-0,8	1,9	1,4	-0,3	-0,5	-0,9
Chiny	7,4	8,5	8,7	5,4	3,9	4,2
Inne rynki rozwijające się	4,3	4,2	4,6	3,9	3,2	3,4

\* źródła: AXA IM

(1) Wyliczenia na bazie kursów walut z 2010 r.

\* Prognozy AXA IM

## Oficjalne stopy procentowe (na koniec okresu)

Kraj		7.03.2012	1Q2012*	2Q2012*	3Q2012*	4Q2012*	1Q2013*	Ostatnia zmiana stopy
Stany Zjednoczone	<b>stopa FED</b>	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	-75 (16.12.2008)
Strefa euro	<b>stopa refinansowa EBC</b>	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 (8.12.2011)
Wielka Brytania	<b>stopa bazowa BoE</b>	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	-50 (5.03.2009)
Japonia	<b>stopa overnight</b>	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	-5 (5.10.2010)

ródła: Bloomberg na dzień 7 marca 2012 r.; 2012 – szacunki AXA IM

\* Prognozy AXA IM

## Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych

Kraj	7.03.2012	3 miesiące (czerwiec 2012 r.)*	12 miesięcy (marzec 2013 r.)*	12-miesięczna stopa forward (marzec 2013 r.)
Stany Zjednoczone	1,97	2,10	2,40	2,24
Strefa euro	1,77	2,20	2,30	2,09
Wielka Brytania	2,14	2,30	2,60	2,49
Japonia	0,98	1,05	1,20	1,16

ródła: Bloomberg na dzień 7 marca 2012 r.; 2012 – szacunki AXA IM

\* Prognozy AXA IM

## Waluta

Kraj	7.03.2012	12-miesięcy (marzec 2013 r.)*	12-miesięczna stopa forward (marzec 2013 r.)
1 € = ... USD	1,31	1,25	1,32
1 € = ... GBP	0,84	0,87	0,84
1 € = ... YEN	107	106	106
1 \$ = ... YEN	81	85	81
1 £ = ... USD	1,57	1,44	1,57

ródła: Bloomberg na dzień 7 marca 2012 r.; 2012 – szacunki AXA IM

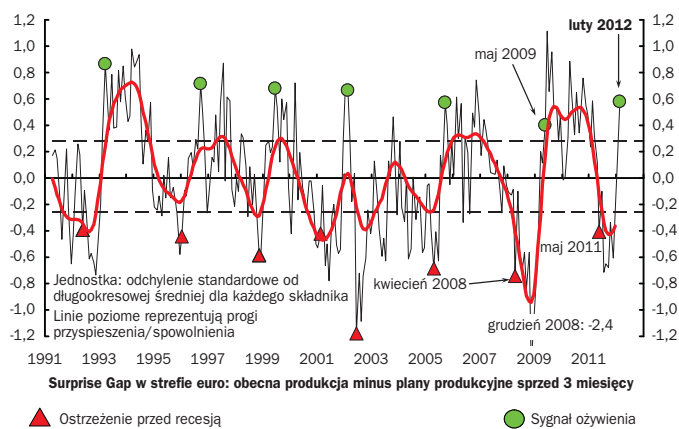
\* Prognozy AXA IM

Prezentowane prognozy nie są koniecznym wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników. Historyczne wyniki nie są wskazówką dla przyszłych wyników, nie stanowią reprezentacji przyszłych wyników, nie gwarantują przyszłych wyników.

# Wykresy

## Wykres 5 / Indeks Surprise Gap w strefie euro

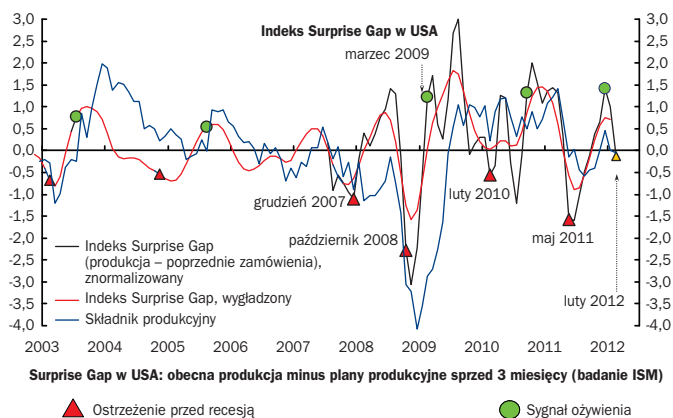
Strefa euro: pozytywny indeks Surprise Gap



ródła: Ifo, Insee, Istat, INE, CBS, NBB, AXA IM Research

## Rys. 6 / Indeks Surprise Gap w USA

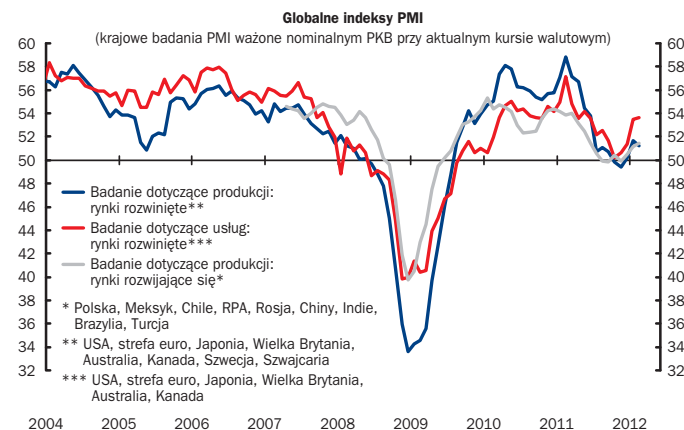
USA: stabilizacja w przemyśle wytwórczym



ródła: ISM, AXA IM Research

## Wykres 7 / Globalne indeksy PMI

Indeks PMI: poprawa zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i rozwijających się



ródła: Markit, Bloomberg, Datastream, AXA IM

## Indeksy surprise GAP i PMI

### Indeks Surprise Gap w strefie euro

Po raz pierwszy od marca 2001 r. indeks Surprise Gap strefy euro (reprezentujący zasadniczo różnicę między obecną produkcją a planami produkcyjnymi sprzed 3 miesięcy) znalazł się powyżej progu „przyspieszenia”. Choć istnieje pokusa, by łączyć ten skok z potężnym zastrzykiem płynności ze strony EBC (LTRO II), naszym zdaniem jest to raczej konsekwencja przesadnie pesymistycznych oczekiwań co do produkcji trzy miesiące temu, czyli wtedy, gdy we wskaźnikach finansowych uwzględniano wysokie prawdopodobieństwo „Eurogeddonu”.

### Indeks Surprise Gap w USA

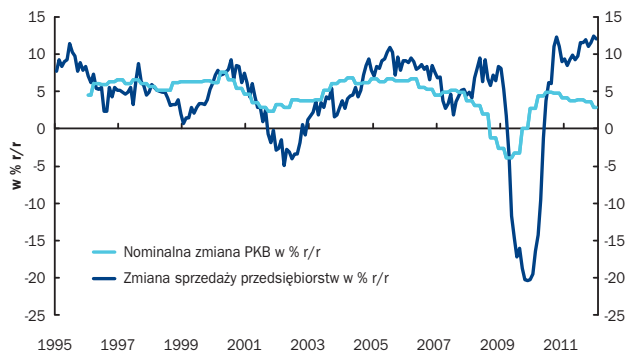
Amerykański indeks Surprise Gap zaczął rok bardzo optymistycznie, ale po publikacji danych lutowych powrócił do strefy neutralnej. Do tego spadku doprowadziły łącznie nieco słabsze dane o produkcji oraz poprawa, jeżeli chodzi o nowe zamówienia. Aktualny odczyt oznacza tylko tyle, że zamówienia w trakcie realizacji i produkcja dopasowały się do siebie. Ponadto w ogólnym spowolnieniu rolę mogły odegrać czynniki jednorazowe: skutki powodzi w Tajlandii, zmiana korzystnych zasad amortyzacji oraz wzrost cen benzyny.



## Zyski i wskaźniki wyceny w USA

**Rys. 8 / USA: Nominalny wzrost PKB i sprzedaż przedsiębiorstw**

Zyski w USA: utrzymuje się wzrost przychodów



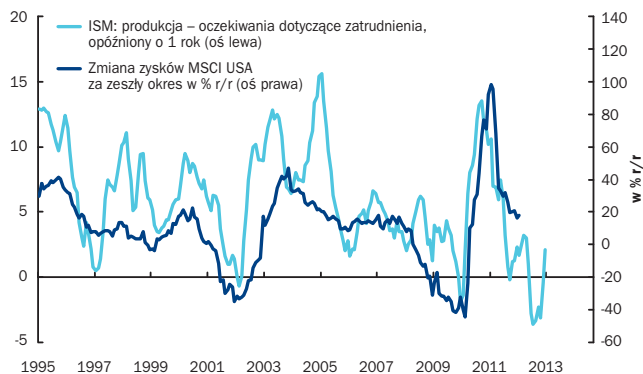
ródła: Datastream, AXA IM Research

### Wzrost wolumenu sprzedaży nadal sprzyja zyskom

Dane dotyczące wolumenu sprzedaży sugerują, że wzrost zysków w USA ma nadal (względnie) dobre podstawy. Wzrost nominalnego PKB USA wskazuje na wzrost przychodów na poziomie około 5%. Ponadto około 15–20% wzrostu sprzedaży pochodzi z rynków rozwijających się, co zapewnia dodatkowe wsparcie dla zysków.

**Rys. 9 / USA: Zmienna zastępcza marży i zyski**

Marże w USA: (niewielki) czynnik hamujący



ródła: Bloomberg, AXA IM Research

### Marże pozostają (niewielkim) czynnikiem hamującym zyski

Aktualnie wskaźniki marży (tj. EBITDA/sprzedaż) osiągają szczytowe poziomy. Podczas normalnego ożywienia spadek wydajności pracy (zwykle wskutek wzrostu jej kosztów) przełożyłby się na wyraźne przyhamowanie zysków. Powolne ożywienie na rynku pracy sugeruje jednak, że spadek marży powinien być w ujęciu historycznym niezbyt głęboki.

**Rys. 10 / Wskaźnik PEG na tle świata**

Wskaźniki wyceny w USA nie są korzystne



ródła: Datastream, AXA IM Research

### Wysokie wskaźniki wyceny nie są korzystne dla amerykańskich akcji

Doskonałe wyniki rynku amerykańskiego w ostatnich kilku miesiącach poskutkowały wzrostem tamtejszych wskaźników wyceny do strefy, gdzie wszystko zostało już wliczone w cenę. Akcje amerykańskie są obecnie droższe od papierów reszty świata po skorygowaniu o wzrost, co sugeruje, że wskaźniki wyceny nie powinny być w ujęciu względnym korzystnym czynnikiem w najbliższych miesiącach.

# Wyceny dla rynku akcji

8.02.2012		Indeks	Wskaźnik cena/zysk (PE)		Wzrost zysków na akcje (%)	
			2011	2012	2011	2012
Stany Zjednoczone	<b>S&amp;P 500</b>	1343,4	13,1	11,6	8,5	12,6
Kanada	<b>TSE300</b>	12298,6	13,4	11,7	10,0	14,1
Japonia	<b>Topix</b>	827,4	20,7	13,0	-18,0	58,8
Strefa euro	<b>DJ EUROSTOXX 50</b>	2443,5	9,7	8,8	6,4	10,2
Niemcy	<b>DAX</b>	6633,1	10,6	9,6	8,3	11,5
Francja	<b>CAC40</b>	3362,6	10,1	9,1	2,5	11,0
Wielka Brytania	<b>FTSE 100</b>	5765,8	10,5	9,5	2,2	11,5
Włochy	<b>FTSE MIB</b>	16218,1	9,8	8,4	19,7	16,4
Hiszpania	<b>Madrid General</b>	822,8	9,9	8,8	-1,3	13,3
Holandia	<b>AEX</b>	317,5	10,1	8,8	7,1	15,3
Belgia	<b>Bel 20</b>	2209,9	12,1	10,8	143,0	12,7
Szwajcaria	<b>SMI</b>	6047,5	12,4	11,2	11,2	10,7
Szwecja	<b>OMX</b>	1057,6	13,0	11,7	3,9	11,5

ródło: Datastream, IBES, Bloomberg

Prezentowane prognozy nie są koniecznym wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników. Historyczne wyniki nie są wskazówką dla przyszłych wyników, nie stanowią reprezentacji przyszłych wyników, nie gwarantują przyszłych wyników.

## SŁOWNICZEK

**Przeważenie, niedoważenie, pozycja neutralna** – system wykorzystywany przez analityków finansowych w celu wskazania aktualnej atrakcyjności poszczególnych instrumentów finansowych. Jeśli analityk rekomenduje przeważenie danego instrumentu w portfelu, oznacza to, że instrument ten jest aktualnie relatywnie bardziej atrakcyjny, i odwrotnie – jeśli rekomenduje niedoważenie, oznacza to relatywnie niższą atrakcyjność danego instrumentu. Dla portfela inwestycji przeważenie oznacza, że inwestor posiada w portfelu większy udział danego instrumentu, niż wynosi udział tego instrumentu w benchmarku. Np. w przypadku funduszu AXA Akcji przeważenie akcji X oznacza, że udział akcji X w portfelu funduszu jest wyższy niż udział akcji X w benchmarku funduszu (benchmarkiem funduszu jest 95%WIG + 5%WIBID O/N). Z drugiej strony niedoważenie akcji X w portfelu funduszu AXA Akcji oznacza, że udział akcji X w portfelu funduszu jest niższy niż udział akcji X w benchmarku. Z kolei pozycja neutralna to udział akcji X w portfelu funduszu zbliżony do udziału akcji X w portfelu benchmarku.

Materiał opracowany na podstawie materiału Investment Strategy przygotowanego przez AXA Investment Managers.

Całość materiału dostępna na stronie [www.axa-im.com/en/](http://www.axa-im.com/en/).

Autorzy: **Wstęp; Gospodarka; Rynki finansowe** – Raphaël Gallardo i Franz Wenzel

## WYŁĄCZENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy dokument jest przeznaczony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi oferty kupna ani sprzedaży, zachęty ani porady inwestycyjnej ze strony spółki AXA Investment Managers Paris. Podstawą do sporządzenia niniejszego dokumentu były dane, przypuszczenia, prognozy, oczekiwania i hipotezy, które są subiektywne. Zawarta tu analiza i wnioski przedstawiają opinie oparte na danych dostępnych w konkretnym dniu. Z uwagi na subiektywny i orientacyjny charakter przedmiotowych analiz należy zwrócić uwagę na fakt, że rzeczywista ewolucja zmiennych i wartości ekonomicznych rynków finansowych może znacząco różnić się od danych szacunkowych (przypuszczeń, prognoz, oczekiwań i hipotez) zamieszczonych w niniejszym dokumencie. Ponadto z uwagi na uproszczenie informacji przedstawionych w niniejszym dokumencie należy je traktować wyłącznie jako informacje subiektywne. Niniejszy dokument może być zmieniany bez obowiązku informowania o tym fakcie, a spółka AXA Investment Managers Paris może, choć nie jest zobowiązana, uaktualniać lub w inny sposób zmieniać niniejszy dokument. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie oparte są na danych opublikowanych przez organy odpowiedzialne za dostarczanie ekonomicznych i rynkowych danych statystycznych. Spółka AXA Investment Managers Paris zrzeka się wszelkiej odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie niniejszego dokumentu lub poleganie na jego treści. Co więcej, z uwagi na subiektywny charakter przedmiotowych analiz i opinii, kadra kierownicza spółki AXA IM Paris lub jej podmioty powiązane nie mają obowiązku wykorzystywać tych danych, przypuszczeń, prognoz, oczekiwań, hipotez i/lub opinii ani postępować zgodnie z nimi. Mogą oni natomiast działać na podstawie własnych opinii jako niezależne działy w ramach spółki. Przyjmując zawarte tu informacje, odbiorca niniejszego dokumentu zobowiązuje się wykorzystywać je wyłącznie w celu oceny własnego ewentualnego zainteresowania strategiami opisanymi w niniejszym dokumencie, i w żadnym innym celu. Kopiowanie przedmiotowych informacji, w całości lub części, bez zgody spółki AXA IM jest zabronione.

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. nie jest przedstawicielem AXA IM Paris na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, jak również nie jest dystrybutorem produktów oferowanych przez AXA IM Paris. AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie powyższej publikacji. Wszelkie informacje na temat AXA IM Paris są dostępne na stronie [www.axa-im.com](http://www.axa-im.com).

# Wyniki ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych

Kategoria funduszu	Fundusz	Stopa zwrotu za ostatnie 3 mies. (30.11.11-29.02.12)	Stopa zwrotu za 2 mies. 2012 (30.12.11-29.02.12)	Stopa zwrotu za ostatnie 12 mies. (28.02.11-29.02.12)
<b>fundusze polskie</b>				
rynku pieniężnego	AXA – Lokacyjny	1,21%	0,86%	4,38%
rynku pieniężnego	AXA – PKO Skarbowy*	1,49%	1,08%	-
rynku pieniężnego	AXA – UniKorona Pieniężny*	2,84%	2,23%	-
rynku pieniężnego	Rynku Pieniężnego**	1,16%	0,87%	4,27%
obligacji	AXA – Bond Active Asset Allocation (AAA)	2,66%	1,97%	7,05%
obligacji	AXA – Idea Obligacji	5,94%	2,63%	9,04%
obligacji	AXA – Investor Obligacji**	1,58%	1,13%	5,78%
obligacji	AXA – Obligacji	2,73%	2,02%	7,56%
obligacji	AXA – Skarbiec Obligacja	3,08%	2,10%	6,48%
obligacji	Bezpiecznego Inwestowania**	2,63%	1,77%	6,76%
obligacji	Wspólnego Zabezpieczenia	2,83%	1,85%	7,15%
ochrony kapitału	AXA – Skarbiec Ochrony Kapitału	1,45%	1,18%	0,09%
ochrony kapitału	AXA – UniBezpieczna Alokacja	3,84%	2,66%	2,77%
stabilnego wzrostu	AXA – Investor Zabezpieczenia Emerytalnego	4,38%	5,39%	-2,87%
stabilnego wzrostu	AXA – PKO Stabilnego Wzrostu	4,12%	5,28%	0,62%
stabilnego wzrostu	AXA – Portfel Stabilnego Wzrostu	5,24%	4,25%	2,36%
stabilnego wzrostu	AXA – Skarbiec III Filar	2,32%	3,81%	-4,71%
stabilnego wzrostu	AXA – Stabilnego Wzrostu	4,88%	5,79%	-1,25%
stabilnego wzrostu	Mieszany	2,03%	2,45%	-0,26%
stabilnego wzrostu	Optymalnego Inwestowania	6,56%	6,05%	0,60%
stabilnego wzrostu	Stabilnego Wzrostu**	6,47%	6,00%	0,17%
aktywnej alokacji	Aktywnego Inwestowania**	9,59%	9,27%	-3,71%
aktywnej alokacji	Aktywny Portfel Funduszy	3,36%	6,42%	-7,78%
aktywnej alokacji	AXA – Equity Active Asset Allocation (AAA)	9,88%	12,05%	-11,42%
aktywnej alokacji	AXA – Noble Fund Global Return	3,06%	5,38%	-13,80%
aktywnej alokacji	AXA – Noble Timingowy	5,11%	9,48%	-13,97%
zrównoważone	AXA – Arka Zrównoważony	3,98%	7,53%	-12,16%
zrównoważone	AXA – Investor Zrównoważony**	3,19%	6,08%	-8,77%
zrównoważone	AXA – Noble Fund Mieszany	9,00%	10,76%	-7,18%
zrównoważone	AXA – PKO Zrównoważony**	4,50%	6,84%	-6,68%
zrównoważone	AXA – Portfel Zrównoważony	6,97%	6,65%	-2,31%
zrównoważone	AXA – Quercus Selektyny	7,81%	7,33%	-1,52%
zrównoważone	AXA – Skarbiec Spółek Wzrostowych	8,35%	15,18%	-13,46%
zrównoważone	AXA – Skarbiec Waga**	3,34%	5,99%	-10,51%
zrównoważone	AXA – UniKorona Zrównoważony	5,22%	5,65%	-1,74%
zrównoważone	AXA – Zrównoważony	6,66%	8,90%	-6,08%
akcji	Akcji**	13,82%	13,50%	-9,67%
akcji	AXA – Akcji	8,48%	11,90%	-12,10%
akcji	AXA – Akcji „Big Players”	7,85%	11,78%	-10,46%
akcji	AXA – Arka Akcji	4,70%	11,70%	-22,27%

Kategoria funduszu	Fundusz	Stopa zwrotu za ostatnie 3 mies. (30.11.11-29.02.12)	Stopa zwrotu za 2 mies. 2012 (30.12.11-29.02.12)	Stopa zwrotu za ostatnie 12 mies. (28.02.11-29.02.12)
akcji	AXA – Idea Akcji	13,36%	16,79%	-17,88%
akcji	AXA – ING Selektywny	16,18%	21,30%	-26,33%
akcji	AXA – Investor Akcji Duzych Spótek	1,30%	6,48%	-14,74%
akcji	AXA – Investor Top 50 Malych i Średnich Spótek Plus	10,24%	17,47%	-19,05%
akcji	AXA – Legg Mason Akcji	3,91%	9,63%	-9,38%
akcji	AXA – Noble Fund Akcji	8,28%	13,44%	-9,90%
akcji	AXA – Noble Fund Akcji Malych i Średnich Spótek	14,07%	15,07%	-12,37%
akcji	AXA – Pioneer Akcji Polskich	6,95%	11,61%	-35,43%
akcji	AXA – PKO Akcji	4,66%	8,47%	-13,71%
akcji	AXA – Portfel Akcji	9,99%	10,97%	-10,98%
akcji	AXA – Quercus Agresywny	12,99%	15,93%	-9,26%
akcji	AXA – Skarbiec Akcja	3,41%	8,48%	-17,29%
akcji	AXA – UniAkcje Malych i Średnich Spótek	13,29%	14,23%	-20,79%
akcji	AXA – UniKorona Akcje	7,33%	8,20%	-8,36%
<b>fundusze rynków zagranicznych</b>				
obligacji	AXA – BlackRock Local Emerging Markets Short Duration Bond	-6,25%	-3,01%	4,39%
obligacji	AXA – Templeton Global Bond (PLN) *	8,70%	8,31%	-
obligacji	AXA – Templeton Global Bond (USD)	-2,65%	-2,40%	11,03%
stabilnego wzrostu	AXA – HSBC Cautious Portfolio	-3,52%	-4,53%	11,38%
zrównoważone	AXA – HSBC Balanced Portfolio	0,63%	-1,03%	8,11%
zrównoważone	AXA – Legg Mason Strateg	1,24%	4,76%	-6,40%
zrównoważone	AXA – Optimal Income	-5,26%	-3,57%	2,55%
akcji	AXA – BlackRock Latin American	4,84%	7,65%	2,17%
akcji	AXA – BlackRock New Energy	-2,59%	-1,41%	-12,04%
akcji	AXA – BlackRock World Gold	-8,50%	1,64%	4,19%
akcji	AXA – BlackRock World Mining	-0,06%	5,88%	-8,32%
akcji	AXA – Emerging Markets***	1,05%	3,55%	-
akcji	AXA – Europe Emerging	2,99%	13,68%	-6,78%
akcji	AXA – Europe Real Estate Securities	-5,20%	-1,76%	-7,10%
akcji	AXA – Europe Small Cap	2,80%	6,61%	-0,15%
akcji	AXA – Euro Relative Value	1,62%	4,54%	-3,49%
akcji	AXA – HSBC Adventurous Portfolio	3,36%	1,41%	6,16%
akcji	AXA – HSBC BRIC Markets Equity	6,94%	9,56%	1,13%
akcji	AXA – HSBC Climate Change	0,34%	0,74%	-8,08%
akcji	AXA – HSBC Global Emerging Markets Equity	8,33%	13,55%	1,84%
akcji	AXA – HSBC Indian Equity	11,11%	22,60%	-7,55%
akcji	AXA – Idea Surowce Plus	1,48%	7,21%	-26,83%
akcji	AXA – ING Środkowoeuropejski Budownictwa i Nieruchomości	9,66%	16,03%	-31,33%
akcji	AXA – ING Środkowoeuropejski Sektora Finansowego	8,17%	13,87%	-25,64%
akcji	AXA – Investor Gold Otwarty*	-2,27%	5,07%	-
akcji	AXA – JPMorgan Emerging Europe Middle East and Africa Equity	1,86%	7,52%	-0,15%

Kategoria funduszu	Fundusz	Stopa zwrotu za ostatnie 3 mies. (30.11.11-29.02.12)	Stopa zwrotu za 2 mies. 2012 (30.12.11-29.02.12)	Stopa zwrotu za ostatnie 12 mies. (28.02.11-29.02.12)
akcji	AXA – Noble Fund Africa	12,11%	12,60%	-20,32%
akcji	AXA – Pioneer Akcji Amerykańskich	-2,74%	-2,61%	6,60%
akcji	AXA – Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego	12,42%	10,66%	0,60%
akcji	AXA – PKO Akcji Nowa Europa	3,87%	10,48%	-12,65%
akcji	AXA – PKO Akcji Rynku Japońskiego	-2,05%	-1,12%	-3,42%
akcji	AXA – Talents	-2,26%	2,29%	-10,35%
akcji	AXA – Templeton Asian Growth	-0,03%	3,87%	9,81%
strategie alternatywne	AXA – JPMorgan Highbridge Statistical Market Neutral	-9,47%	-8,98%	4,67%
strategie alternatywne	AXA – Superfund Trend Bis Powiązany	-17,14%	2,90%	-18,81%

\* Brak stopy zwrotu za ostatnie 12 miesięcy – fundusz dostępny w ofercie od 19 marca 2012 r.

\*\* Ubezpieczeniowy Fundusz Kapitałowy jest dostępny wyłącznie dla klientów Planów Inwestycyjnych, którzy zawarli umowę ubezpieczenia przed 13 sierpnia 2010 roku.

\*\*\* Brak stopy zwrotu za ostatnie 12 miesięcy – fundusz dostępny w ofercie od 1 lipca 2011 r.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane wyłącznie na potrzeby klientów AXA Życie TU S.A. i ma wyłącznie charakter informacyjny. Powyższe dane, w szczególności dotychczasowe stopy zwrotu ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, nie stanowią prognozy wyników inwestycyjnych tych funduszy oraz nie mogą być traktowane jako zobowiązanie AXA Życie TU S.A. do osiągnięcia podobnych wyników przez te fundusze w przyszłości. Wskazane wyniki ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych nie odzwierciedlają indywidualnej stopy zwrotu netto klientów funduszu, która jest uzależniona od dat nabycia i umorzenia jednostek uczestnictwa oraz poniesionych opłat i podatków. Cel i zasady funkcjonowania ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych są opisane w regulaminie funduszu dostępnym u przedstawicieli AXA Życie TU S.A. oraz na stronie www.axa.pl. Niniejsze opracowanie zostało przygotowane z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak AXA Życie TU S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Biuletyn Inwestycyjny AXA nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. AXA Życie TU S.A. nie gwarantuje, że podane prognozy i przewidywania sprawdzą się. AXA Życie TU S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym opracowaniu.