



Wrzesień 2012

## TOP 5 Wydarzenia Polska i Świat

- Ogłoszenie przez ECB programu skupu obligacji zadłużonych państw strefy euro
- Kolejny bezterminowy program skupu obligacji ogłoszony przez FED (tzw. QE3)
- Orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego w Niemczech otwierające drogę do utworzenia funduszu ESM
- Spadek dynamiki produkcji przemysłowej w Polsce za sierpień br. do 0,5% r/r
- Duża liczba ostrzeżeń spółek w USA przed pogorszeniem wyników finansowych za III kwartał 2012

## Dane rynkowe na dzień 28.09.2012 (1 m)

	Zmiany wartości we wrześniu (1M)		
Indeksy	WIG	WIG20	S&P500
	5,21% ▲	5,01% ▲	2,42% ▲
Waluty	EUR/PLN	USD/PLN	EUR/USD
	-1,31% ▼	-3,41% ▼	2,23% ▲
Żywność i surowce	Indeks CRB	Nikiel LME	Ołów
	-0,09% ▼	15,90% ▲	15,84% ▲
	Rentowności		
Polskie obligacje skarbowe	2-letnie	5-letnie	10-letnie
	4,027%	4,143%	4,699%

## Rynek akcji



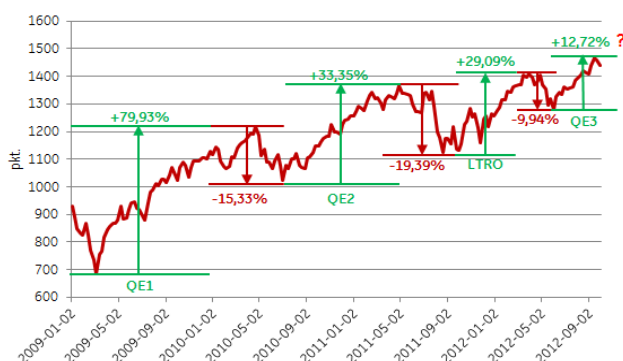
### Pieniądże dodrukowane i co dalej?

**Jarosław Lis**  
Zarządzający funduszami BPH TFI

Banki centralne największych gospodarek na świecie nie zawiodły oczekiwań inwestorów. Amerykański Bank Centralny (FED) dołączył się do ogłoszonego przez Europejski Bank Centralny (ECB) nieograniczonego skupu obligacji i postanowił nabywać obligacje hipoteczne o wartości 40 mld dolarów miesięcznie. Oczekiwania na takie działania wywołały silne wzrosty na rynkach akcji na całym świecie. Inwestorzy, dokonując zakupów, podnieśli indeks S&P 500 o 2,42% oraz główne indeksy warszawskiej giełdy o ponad 5%. Warto w tym miejscu zastanowić się po raz kolejny nad

realnym wpływem tych działań na gospodarkę. Niestety, wpływ poprzednich dużych programów "dodruku" pieniądza na gospodarkę był bardzo ograniczony. Większość środków pomocowych trafiała do systemu bankowego i w nim pozostawała, nie wpływając na zwiększenie kreacji pieniądza w postaci nowych kredytów dla przedsiębiorstw oraz konsumentów. Duży pozytywny efekt w każdym z prezentowanych na wykresie przypadków widoczny był na rynkach finansowych, które są zdecydowanie największym beneficjentem programów realizowanych przez banki centralne.

Wykres 1. Działania banków centralnych na tle indeksu akcji S&P500



Źródło: Bloomberg

### Moim zdaniem...

...podobnie jak w poprzednich programach pomocowych wpływ na realną gospodarkę będzie znikomy. Dodatkowo wpływ na rynki finansowe kolejnych programów aplikowanych przez FED czy ECB jest coraz słabszy. Przyszłe działania banków centralnych są już dziś praktycznie uwzględnione w cenach akcji.

## Rynek obligacji i rynek walutowy



### Co robią najwięksi inwestorzy?

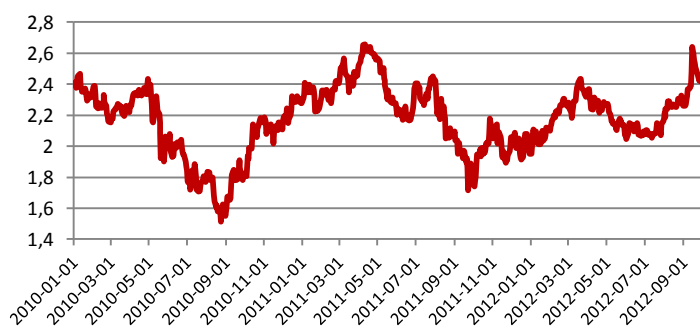
**Paweł Gołębiwski**

Zarządzający funduszami BPH TFI

We wrześniu rękba tajemnicy na temat swojego portfela aktywów uchyliło kilku czołowych inwestorów. W ostatnim czasie, na skutek intensywnego wzrostu bilansu banków centralnych, do grona tych największych dołączył Europejski Bank Centralny i przede wszystkim Bank Rezerwy Federalnej. W minionym miesiącu przedstawiciele tych "funduszy" poinformowali o preferowanym przez nich składzie portfela na najbliższy okres. Prezes EBC Mario Draghi zainicjował wyczekiwany przez rynek program skupu krótkoterminowych obligacji krajów południa Europy, motywując ten ruch zbyt dużą, w jego odczuciu, premią za

ryzyko rozpadu strefy euro wkomponowaną w cenę długu tych krajów. Jednocześnie przewodniczący FED-u, Ben Bernanke, zapewnił, że kierowana przez niego instytucja będzie co miesiąc skupowała obligacje zabezpieczone kredytami hipotecznymi Amerykanów o wartości 40 mld USD. Chce w ten sposób wpłynąć w bezpośredni sposób na wzrost cen tych aktywów, obniżyć ich rentowność, a przez to sprawić, że kredyt będzie bardziej dostępny. Inwestorzy początkowo zareagowali pozytywnie na decyzję władz monetarnych. W efekcie ceny obligacji niemieckich i amerykańskich spadły, co również nie sprzyjało notowaniom polskiego długu w pierwszej części miesiąca. Druga połowa, to odreagowanie zdyskontowanego już wcześniej zachowania ECB i FED.

Wykres 2. Oczekiwana średnioroczna inflacja w okresie najbliższych dziesięciu lat w USA



Źródło: Bloomberg

### Moim zdaniem...

... główne banki centralne nie przebijają w środkach i używają coraz to mniej ortodoksyjnych narzędzi do prowadzenia polityki pieniężnej. Budzi to wiele obaw o długoterminowe konsekwencje takich działań, jednak implikowane z rynku oczekiwania inwestorów nie zwiastują jeszcze poważnych zagrożeń.

### Metale najbardziej wrażliwe

**Karol Godyń**

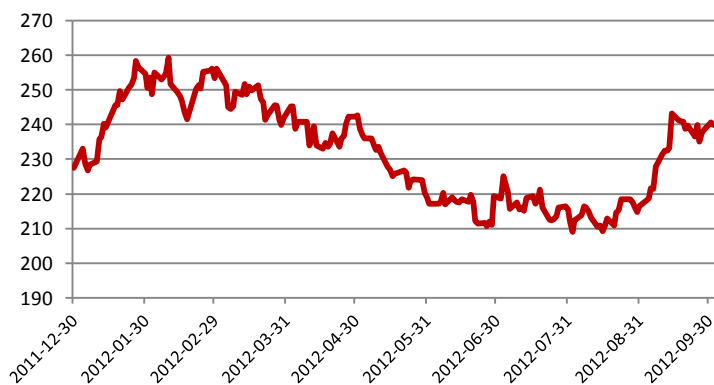
Zarządzający funduszami BPH TFI



We wrześniu rynek surowców pozostawał w tyle za rynkami akcji. Indeks Thomson Reuters/Jefferies CRB praktycznie zakończył miesiąc na poziomie otwarcia

w okolicach 310 punktów. Dla porównania indeksy giełdowe zyskiwały we wrześniu solidne kilka procent. Sytuacja na rynku surowców była jednak mocno zróżnicowana. Po spektakularnych wzrostach doszło do drugiej już w tym roku korekty cen żywności. Na przeciwnym biegunie znalazły się metale – tak szlachetne, jak i przemysłowe okazały się głównym beneficjentem implementowanych przez władze impulsów monetarnych i fiskalnych. W rezultacie aż 7 notowanych na londyńskiej giełdzie metali zyskiwało w cenie ponad 10%.

Wykres 3. S&P GSCI Industrial Metals Index Excess Return



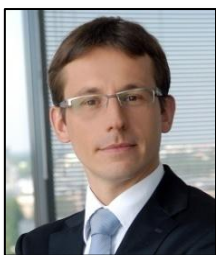
Źródło: Bloomberg

### Moim zdaniem...

... wzrosty na rynku metali wskazują, że pomimo pogarszających się danych rynek wciąż zakłada stabilizację chińskiej gospodarki.

## Strategia absolutnej stopy zwrotu

(BPH SFIO Total Profit, BPH FIZ Multi Inwestycja, BPH Selektywny)



### Niedrogie obligacje?

Michał Hołda

Zarządzający funduszami BPH TFI

Drugi rok z rzędu mamy do czynienia z hossą na globalnych rynkach obligacji. Ogromne spadki rentowności nie ominęły również i polskiego rynku. W ciągu tylko ostatniego roku rentowności obligacji 10-letnich spadły o około 120 pb do poziomów bliskich historycznym minimum. Jednakże, na krajowym rynku obligacji można wskazać obligacje

o bardzo niskich wycenach, a mianowicie segment obligacji indeksowanych inflacją (IZ). Implikowany z wycen tych obligacji poziom przyszłej inflacji wynosi 2,6% rocznie w przypadku obligacji 4-letnich, a 2,2% w przypadku obligacji 11-letnich. Dla porównania, w przypadku porównywalnych obligacji niemieckich wartości te wynoszą odpowiednio 1,4% rocznie oraz 1,9% rocznie. Jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że w ciągu ostatnich 10 lat inflacja w Polsce była średnio o ponad 1 p.p. wyższa niż w Niemczech, wyceny polskich obligacji indeksowanych inflacją wydają się niskie, szczególnie tych o dłuższym terminie zapadalności.

Wykres 4. Przyszła inflacja w Polsce implikowana z notowań obligacji inflacyjnych (11-letnia)



Źródło: Bloomberg

### Moim zdaniem...

... tania wycenione polskie obligacje inflacyjne wydają się dobrą okazją inwestycyjną. W dłuższym terminie w scenariuszu ożywienia pozwolą nie utracić realnej wartości pieniądza, a w scenariuszu spowolnienia będą korzystać ze spowodowanej słabnącym złotym podwyższonej inflacji, którą RPP będzie skłonna tolerować.

## Podsumowanie miesiąca



### Banki centralne nie zawiodły

Grzegorz Łętocha

Dyrektor Departamentu Zarządzania Aktywami BPH TFI

We wrześniu banki centralne wywiązały się z nawiązką ze złożonych inwestorom obietnic.

Kryzys zadłużeniowy w strefie euro zszedł - na jakiś czas - na dalszy plan. Jak to jednak zwykle bywa, pozytywna reakcja rynku była skoncentrowana w okresie przed podjęciem decyzji przez FED i ECB. Teraz działania monetarne zostały już jednak przez rynek zdyskontowane i o wiele bardziej będą liczyć się dane makro. Na tym tle niepokoi zwalniająca gospodarka Chin i innych krajów azjatyckich. Natomiast dane z USA pokazują umiarkowaną stabilizację. Czy wypadkową tych danych będzie okres konsolidacji na rynkach? Niewykluczone, że tak, bo banki centralne ponownie kupiły trochę czasu, odsuwając problemy na później. Pytanie, czy trochę czasu będą również chcieli kupić Chińczycy.

Niniejszy dokument przeznaczony jest wyłącznie dla Klientów BPH Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA (BPH TFI). Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających komentarz. Materiał 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 dokument ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej. Opracowanie niniejsze 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. Opracowanie niniejsze nie stanowi również usługi doradztwa finansowego lub inwestycyjnego, a także nie są formą świadczenia pomocy prawnej. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego dokumentu 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 dokumentu, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. BPH TFI jest podmiotem zarządzającym cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie 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.