



Perspektywy rynkowe TFI PZU

maj-czerwiec 2018

Szanowni Państwo,



Marcin Adamczyk
Prezes Zarządu
TFI PZU

Zbudujmy drużynę marzeń!

Żyjemy w kraju, w którym na piłce nożnej znają się wszyscy – szczególnie widać to przy okazji Mundialu, największego święta kibiców. Na ulicy, w pracy czy w kawiarni, młodzi czy starsi, dziewczyny czy mężczyźni. Wszyscy dyskutują o piłce.

Ponieważ zawodowo zajmuję się inwestowaniem, nie mogłem oprzeć się pokusie znalezienia analogii pomiędzy budowaniem zwycięskiej drużyny piłkarskiej a konstrukcją dobrego portfela. Podobieństw jest mnóstwo. I tu i tu niezbędna jest dywersyfikacja, bo nie można przecież wygrać meczu grając samymi napastnikami. Potrzebujemy bramkarza, obrońców, pomocników i atakujących.

Bramkarzem może być fundusz pieniężny czy gotówkowy, obrońcami fundusze oparte o papiery dłużne, pomocnikami fundusze mieszane, a napastnikami wybrane fundusze akcyjne lub te o większym apetycie na ryzyko. Myśląc o bramkarzu od razu przyszedł mi do głowy nasz PZU Sejf+, który daje nam gwarancję obrony naszego wyniku. A napastnicy? Wachlarz możliwości jest szeroki. Podobnie jak selekcjoner, powołując zawodników nie musimy opierać się wyłącznie o tych grających w polskiej lidze, a możemy sięgnąć po napastników z lig zagranicznych. Odnosi się to zresztą do każdego z graczy.

Jak wszędzie liczy się forma i wyniki, ale równie ważne jest doświadczenie. Chłodna głowa jest często zdecydowanie lepsza od gorącej krwi. To w jakim ustawieniu wyjdą nasi zawodnicy zależy oczywiście od podejścia trenera (czyli nas), w futbolu określanym jako ofensywne lub defensywne. W inwestycjach nazywamy to apetytem na ryzyko lub skłonnością do ryzyka. Każdy z zawodników (funduszy) może mieć oczywiście gorszy okres, komuś może zdarzyć się potknięcie, czy wręcz samobój. Może się wtedy okazać, że musimy dokonać zmian na boisku. Ważne jednak, aby nasz team (nasz portfel inwestycyjny), był coraz lepszy i efektywniejszy.

Dlatego, podobnie jak selekcjoner reprezentacji, żmudną pracę statystyczno-analityczną pozostawmy swojemu zapleczu fachowców. Niech nasze banki danych zbierają informacje i przedstawiają nam wyniki swoich przemyśleń – w tym wypadku rolę tę odgrywają nasi zarządzający, analitycy i ekonomiści. A my zdecydujemy kto ma zagrać w naszej drużynie marzeń.

Walczyć i wygrywać!

Dobrze by było, gdyby Polacy równie chętnie dyskutowali o taktyce inwestycyjnej, jak obecnie o futbolowej.



Makroekonomia



Maciej Drzewucki
Główny ekonomista

Po okresie skoordynowanego globalnego wzrostu gospodarczego, najwyższego od kryzysu finansowego, początek tego roku przyniósł powrót obaw o stan i perspektywy koniunktury globalnej. Przyczyniła się do tego słabość badań nastrojów i „twardych” danych, ograniczenie powszechności ożywienia, zmienność na rynkach finansowych, wypłaszczenie amerykańskiej krzywej dochodowości oraz eskalacja ryzyk geopolitycznych. Silniejszego osłabienia wzrostu doświadczyły gospodarki krajów rozwiniętych niż emerging markets. Obawy te nieco zelżały w bieżącym kwartale dzięki stabilizacji badań koniunktury w części gospodarek, pewnej poprawie wskaźników aktywności oraz ustąpieniu czynników przejściowych (niekorzystna pogoda). Dla gospodarki polskiej kluczową kwestią jest zakres osłabienia wzrostu w UE. W najbliższych kwartałach spodziewać się można kontynuacji wzrostu globalnego w tempie wolniejszym niż na przełomie roku, ale bliskim potencjalnemu. Jednak scenariusz ten nadal obciążony jest ryzykami, z których największe wydają się być geopolityka i zacieśnienie warunków na rynku finansowym.

Pomimo sukcesywnego zmniejszenia poziomu niewykorzystanych mocy (poprawa sytuacji na rynku pracy) inflacja pozostaje wyraźnie niższa niż w poprzednich porównywalnych okresach oraz niższa od prognoz banków centralnych. Wciąż nie ma odpowiedzi na pytanie, czy są za to odpowiedzialne czynniki przejściowe, czy to przejaw zmian o charakterze strukturalnym (rynek pracy, wpływ postępu technicznego na konkurencję cenową itp.). Oceny tej nie zmieniają cyklicznie pojawiające się oznaki przyspieszenia inflacji, np. w USA. Jednak obserwowane wzrosty cen surowców mogą wzmocnić te zjawiska, podnieść oczekiwania inflacyjne i wraz z osłabieniem większości walut względem USD przyczynić się do szybszego wzrostu cen konsumpcyjnych.

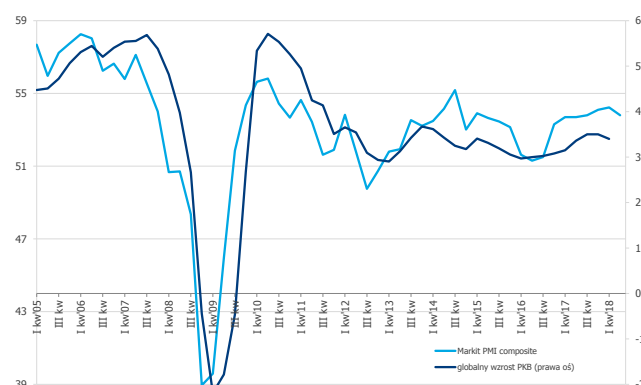
Banki centralne największych krajów w okresie dobrej koniunktury starają się, w miarę możliwości, zmniejszyć skalę niestandardowych działań oraz odbudować arsenał instrumentów do zastosowania przy kolejnym epizodzie osłabienia wzrostu. Znaczenia nabierają też ryzyka makroostabilnościowe, narastające przy utrzymywaniu luźnej polityki pieniężnej. Wydarzenia z początku roku spowodowały, że na ścieżce zacieśniania polityki pieniężnej pozostał tylko FED, a pozostałe banki w obawie o stan koniunktury i realizację celów inflacyjnych wstrzymały się z działaniami. FED kontynuuje redukcję bilansu zgodnie z ogłoszonym harmonogramem. EBC podjął decyzję o zmniejszeniu skali zakupów aktywów netto w ramach QE w ostatnim kwartale tego roku i ich zakończeniu z końcem roku. Bank Japonii nie zapowiada zmiany dotychczasowej polityki stymulacji monetarnej w kolejnych kwartałach. W efekcie saldo zakupów aktywów przez banki centralne pozostanie pozytywne do trzeciego kwartału i będzie bliskie neutralnemu w ostatnim kwartale 2018 roku.

Gospodarka polska rozwija się najszybciej od blisko 6 lat i nieznacznie niższe tempo powinno być utrzymane w pierwszej połowie 2018 roku. Głównym źródłem wzrostu pozostaje konsumpcja przy dynamicznie rosnących dochodach i rekordowym poziomie optymizmu ludności. Rozpędu nabierają inwestycje, przede wszystkim wykorzystujące współfinansowanie z funduszy UE i z czasem powinny się stać podstawowym filarem wzrostu.

Podwyżki cen paliw, osłabienie złotego i powolny wzrost inflacji bazowej powinny podwyższać inflację, która w połowie roku powinna kształtować się blisko, ale poniżej celu banku centralnego. W dalszej części roku dzięki niższej dynamice cen żywności powinna ona ponownie się obniżyć. Przy przewidywanym scenariuszu ekonomicznym i aktualnej komunikacji RPP, decyzji o zaostrzeniu polityki pieniężnej nie należy spodziewać się przynajmniej do drugiej połowy przyszłego roku.

Poprawa koniunktury i działania uszczelniające system podatkowy przełożyły się na wyraźny wzrost wpływów podatkowych. Dzięki jednoczesnemu utrzymaniu dyscypliny wydatkowej deficyt sektora finansów publicznych w 2017 roku był najniższy od ponad 20 lat. Na podstawie zapisów ustawy budżetowej na rok 2018, szacunków wykonania budżetu po pierwszym kwartale i wyników gospodarki oczekiwać można utrzymania w tym roku deficytu wyraźnie poniżej unijnych poziomów referencyjnych.

Globalny wzrost PKB i koniunktura PMI



Źródło: Markit Economics, MFW, opracowanie własne



INWESTYCJE

Global Macro



Marcin Wlazlo
Wiceprezes TFI PZU



Jarosław Leśniewicz
Zarządzający

Globalna sytuacja makroekonomiczna nieco się zmienia i nie jest już tak sprzyjająca wszystkim klasom aktywów. Po okresie silnego i zsynchronizowanego wzrostu gospodarczego, jego momentum obecnie wyraźnie osłabło. To

oczywiście rodzi pytania odnośnie trwającego cyklu gospodarczego oraz wpływu na wyceny aktywów ryzykownych.

Kolejną kwestią jest inflacja. Obawy o jej wzrost wywołany bardzo łagodną polityką monetarną na świecie towarzyszą nam już od wielu lat. Nie sprawdzają się one, z powodu występowania potężnych sił strukturalnych, które nie pozwalają na nadmierny wzrost cen. Można tutaj choćby wymienić czynniki związane z rozwojem technologii, globalizacją, czy demografią. Jednak w najbliższych miesiącach z powodów cyklicznych oraz rosnących cen ropy, inflacja w większości obszarów może zacząć rosnąć. Zapewne nie będzie to wzrost trwały, aczkolwiek zauważalny.

Następnym elementem, który ulega obecnie zmianie jest odchodzenie od ultra-łagodnej polityki monetarnej. Amerykański FED kontynuuje podwyżki stóp procentowych oraz zmniejszanie swojego bilansu, a Europejski Bank Centralny zmniejsza program luzowania ilościowego (QE). Warunki finansowe zatem ulegają zaciskaniu, jednak banki centralne robią to w sposób ostrożny i rozłożony w czasie, starając się nie wprowadzać na rynki finansowe nadmiernej niepewności.

Kombinacja powyższych czynników nie oznacza oczywiście kryzysu czy jakiejś szybko zbliżającej się recesji, ale rosnącą niepewność już tak. Fundamenty pozostają silne, choć szczyt wzrostu gospodarczego mamy na jakiś czas mamy za sobą, a bilans ryzyk przesuwają się nieco w stronę negatywną.

W takim otoczeniu podwyższona zmienność na rynkach jest czymś naturalnym, ale jednocześnie nadal pozwala znaleźć atrakcyjnie wycenione aktywa. Nie jest to już rok „bety”, gdzie szukając zadowalającej stopy zwrotu można było kupić indeks, ale rok „alfy”. To znaczy, że trzeba szukać mało skorelowanych ze sobą strategii, gdyż stopy z poszczególnych inwestycji mogą podążać w przeciwnych kierunkach. Dla przykładu – różne regiony, kraje znajdują się na innych etapach cyklu gospodarczego, czy politycznego. Zróżnicowanie i bardzo dobra selekcja to obecnie podstawowe kwestie.

Ciekawym przykładem są choćby Włochy, gdzie realizuje się bardzo negatywny dla rynków scenariusz polityczny. Rentowności oraz spready kredytowe w ciągu 2 tygodni skoczyły o

kilkadziesiąt punktów bazowych. Dla funduszy Global Macro, które mogą zajmować krótkie pozycje i zarabiać na spadku cen aktywów była to okazja do zarobku.

Po ostatniej przecenie na rynkach EM wyceny na wielu z nich są bardzo atrakcyjne. Można tu znaleźć dużo okazji inwestycyjnych. Pozytywne zmiany strukturalne i bardzo wysokie realne rentowności oferuje choćby Republika Południowej Afryki. Wiele ciekawego oferują rynki Ameryki Łacińskiej. Meksyk znajduje się w środku kampanii wyborczej oraz negocjacji porozumienia handlowego NAFTA, co potencjalnie oferuje dobry punkt wejścia dla inwestycji portfelowych. Dużo wyzwań oferuje Brazylia, gdzie z jednej strony mamy bardzo atrakcyjne wyceny, ale z drugiej kiepskie fundamenty fiskalne oraz wybory prezydenckie jesienią.

Wyróżniające, ale negatywne historie dzieją się za to w Argentynie i Turcji. W Argentynie zaciskanie fiskalne, monetarne oraz rozmowy MFW są zachęcające, ale spotyka się to z dużą opozycją polityczną. Turcja, to z kolei spirala słabnącej waluty, rosnącej presji inflacyjnej w środku kampanii wyborczej, co nie sprzyja właściwej reakcji decydentów politycznych.

Odptywy z rynków EM są relatywnie ograniczone i łatwo mogą zamienić się w napływy funduszy poszukujących atrakcyjniejszych niż na rynkach rozwiniętych stóp zwrotu. Jednak warunkiem jest zatrzymanie się siły dolara. W ostatnich miesiącach był on wspierany relatywną siłą gospodarki amerykańskiej oraz repatriacji zysków amerykańskich firm do Stanów Zjednoczonych.

Szczególnie obecnie należy mieć świadomość istniejących ryzyk i w sposób ciągły przeprowadzać monitoring i analizę poszczególnych rynków.

Indeks zmienności na rynkach finansowych

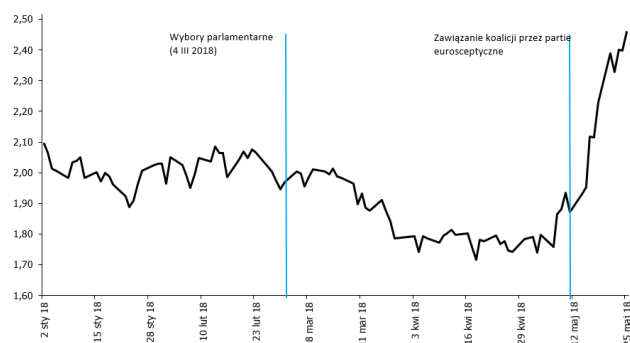


Źródło: IIF

Kluczowe ryzyka, czyli co warto obserwować?

- Dużo silniejsza od oczekiwań inflacja zmusi banki centralne do szybszego podnoszenia stóp.
- Silniejszy dolar może powodować likwidację pozycji na rynkach EM, wywołując gwałtowną korektę.
- Włochy – realizuje się najmniej przyjazny rynek oraz strefie euro scenariusz powybiorczy, potencjalne napięcia na rynku oraz konflikt z KE mogą zacieśnić warunki finansowe oraz zaciążyć na wroście.
- Geopolityka – ryzyko bliskich wojen handlowych się zmniejsza, ale można się spodziewać ponownego zaostrzenia retoryki administracji amerykańskiej bliżej końca roku. Ponadto kwestia Iranu, OPEC oraz cen ropy. Korea Północna.

Rentowność 10-letniej obligacji włoskiej



Źródło: Capital Economics

Rynek obligacji

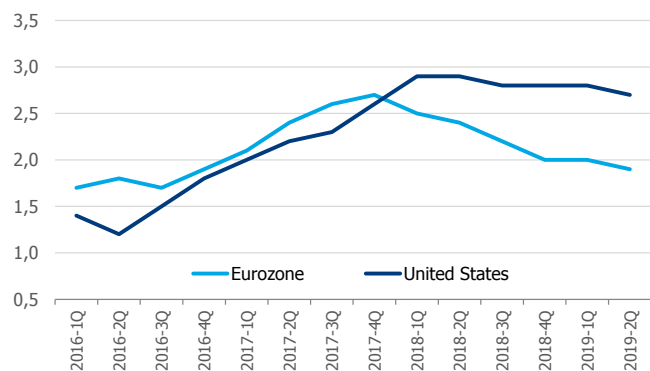


Jarosław Karpiński
Zarządzający

Pierwszy kwartał bieżącego roku przyniósł generalnie ustabilizowanie wzrostu gospodarczego na świecie w stosunku do odczytów obserwowanych w poprzednich okresach. Dane światowe potwierdziły, że z pewnością nie należy się obawiać o kondycję światowej gospodarki. To co ulega natomiast zmianie, to główne motory wzrostu na świecie. Europa już teraz notuje najwyższe przyrosty PKB od ponad 10 lat, ale przy braku dodatkowych zachęt oraz ciągle zmieniającej się scenie politycznej dane za pierwszy kwartał pokazały już niewielkie zmniejszenie aktywności gospodarczej, a wskaźniki wyprzedzające sugerują niewielkie, ale jednak dalsze osłabienie w drugiej połowie roku.

Tempa nabiera natomiast gospodarka USA. Pierwszy kwartał bieżącego roku był okresem, kiedy od dłuższego czasu zmiana PKB w USA przekroczyła poziom zmiany PKB w strefie Euro. W kolejnych okresach przyspieszenie powinno być dalej widoczne w USA, gdzie reforma podatkowa wraz z innymi zachętami do repatriacji kapitału powinny wspierać aktywność gospodarczą, po czym oczekiwana jest stabilizacja na dość wysokich poziomach. W efekcie szybsze tempo rozwoju w USA powinny wspierać notowania dolara amerykańskiego w najbliższym okresie odwracając tendencje panujące na rynku przez cały ubiegły rok.

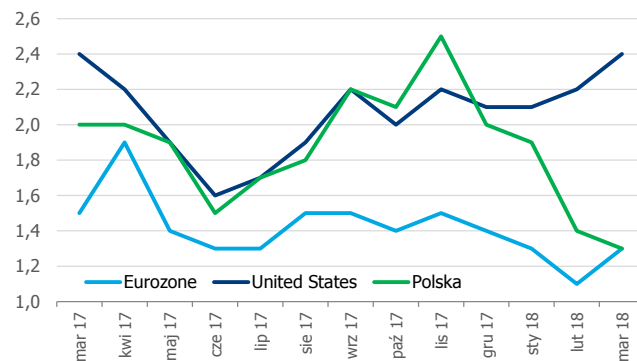
Dynamika PKB r/r (%)



Źródło: Bloomberg, consensus economic forecasts; opracowanie TFI PZU

Odczyty inflacyjne w większości gospodarek światowych pozostawały na dość niskich poziomach. Na starym kontynencie pierwszy kwartał przyniósł wręcz szereg niższych zaskoczeń, co z jednej strony spowodowane było efektem bazy, a z drugiej ograniczoną presją popytową. Przy braku innych bodźców osłabienie wzrostu gospodarczego w Europie raczej nie będzie sprzyjało osiągnięciu strukturalnie wyższych odczytów inflacyjnych. USA natomiast jest jednak w innej fazie rozwoju niż Europa. Lepsze od oczekiwań dane gospodarcze w powiązaniu z bardzo niskim bezrobociem i wynikającą z tego presją płacową spowodowały wzrost inflacji. Stopa inflacji za oceanem dość systematycznie notuje coraz wyższe odczyty i obecny poziom jest już raczej wysoki. Dalsze przyspieszenie dynamiki PKB raczej nie będzie pozwalało na spadek oczekiwań inflacyjnych w największej gospodarce świata.

Inflacja r/r (%)



Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

Dodatkowo należy zwrócić uwagę na znaczący wzrost cen surowców w ostatnim okresie. Częściowo można tłumaczyć wzrost cen ropy, czy metali przemysłowych sytuacją geopolityczną, jednak w dużej mierze za ten proces odpowiada wzrost popytu w efekcie przyspieszenia gospodarczego. Tak, czy inaczej należałoby oczekiwać, że 20% wzrost cen ropy od marca powinien wywierać pewną presję na nadchodzące odczyty inflacyjne globalnie.

W Europie jednak impuls od strony surowców powinien załedwie zbliżyć odczyty w kierunku celu inflacyjnego europejskiego banku centralnego. W efekcie ECB dalej będzie prowadził akomodacyjną politykę monetarną i wszelkie decyzje dotyczące zmniejszenia skali zakupów będą podejmowane bardzo ostrożnie. W USA, gdzie inflacja już trwale i dość znacząco przekracza cel inflacyjny FED, dodatkowa presja od strony surowców powinna przynieść kontynuację podwyżek oficjalnych stóp procentowych. W Polsce, gdzie od 4 kwartału ubiegłego roku stopa inflacji znacząco się obniżyła, Rada Polityki Pieniężnej jasno daje do zrozumienia, że wszelkie zmiany stóp procentowych są w najbliższych kwartałach wykluczone. Oczywiście oczekuje się, że inflacja na przestrzeni drugiego kwartału wzrośnie, ale tak jak w Europie, załedwie w kierunku celu inflacyjnego, po czym w drugiej połowie roku ponownie się obniży. W takim scenariuszu najlepszym rozwiązaniem będzie utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie.

Wzrost inflacji w Polsce nie powinien zbyt negatywnie oddziaływać na notowania obligacji. Premia, jaką oferują polskie papiery, jest znacznie większa od tej, którą można zaobserwować w USA, czy w Niemczech. Ponadto obecna różnica pomiędzy rentownością obligacji 10-letnio, a stopą inflacji jest obecnie w Polsce blisko najwyższych obserwowanych w ciągu ostatniego roku poziomów. Stąd można by oczekiwać, że wyższe odczyty inflacji w drugim kwartale już są wpisane w notowania polskich obligacji.



INWESTYCJE

Rynek akcji - Polska



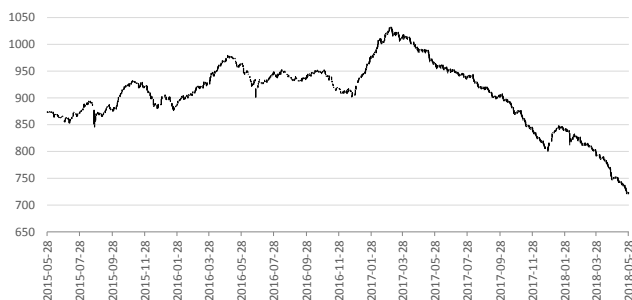
Tomasz Stankiewicz
Zarządzający



Jakub Chruściel
Zarządzający

Słabość polskiej giełdy utrzymuje się już od kilku miesięcy i jest widoczna nie tylko w ujęciu bezwzględnym (spadek WIG od początku roku przekracza 8%), ale również relatywnym (giełdy rynków rozwiniętych są w tym roku w większości na niewielkich plusach, a indeks MSCI EM, pomimo ostatnich sporych spadków niektórych rynków, traci „tylko” 2%). Skale przeceny najwyraźniej opisuje indeks cenowy, który trend spadkowy rozpoczął jeszcze w marcu 2017 r. i znajduje się już prawie 30% poniżej szczytu, na poziomach notowanych ostatnio w roku 2013.

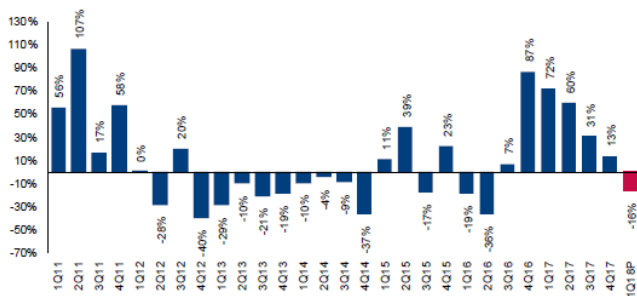
Indeks cenowy polskiej giełdy



Źródło: stooq.pl; opracowanie własne

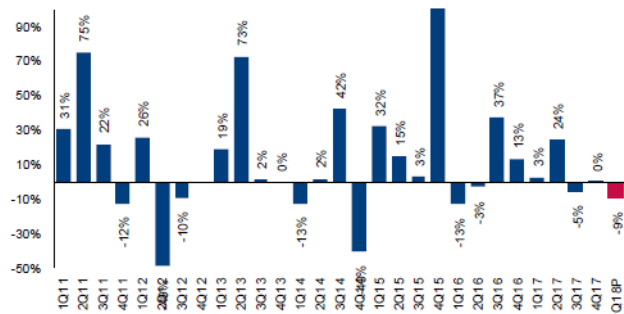
Jednym z najważniejszych powodów tej sytuacji są słabe wyniki finansowe polskich spółek. Negatywne lub niskie dynamiki wzrostu w wielu przypadkach mogą szczególnie dziwić na tle ostatnio bardzo wysokiego ponad 6-proc. (w ujęciu nominalnym) tempa wzrostu polskiej gospodarki. Przyczyną są stale rosnące koszty wynagrodzeń i surowców, a do niedawna również mocna złotówka, oraz trudności w przenoszeniu skutków tych wzrostów na finalnego odbiorcę. Pozostaje mieć nadzieję, że druga połowa roku będzie już bardziej sprzyjająca, chociażby z uwagi na mniej wymagającą bazę porównawczą oraz ostatnie osłabienie się PLN, a być może także widoczne w końcu efekty dostosowania cen produktów do wyższych kosztów.

Roczna dynamika zysku netto dla spółek z WIG20



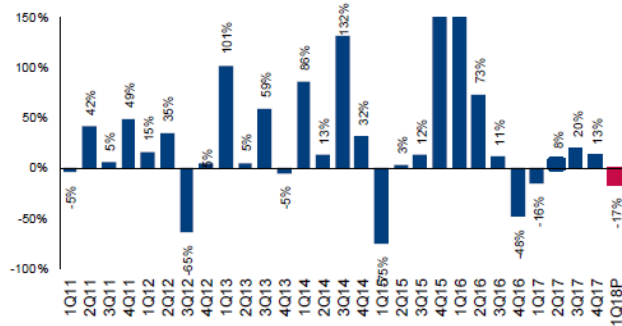
Źródło: Trigon DM

Roczna dynamika zysku netto dla spółek z MWIG40....



Źródło: Trigon DM

.... i 40% spółek stanowiących 60% SWIG80



Źródło: Trigon DM

Polskiej giełdzie nie sprzyja również bilans przepływów kapitałowych. Od prawie trzech lat mamy do czynienia z odpływem środków z akcyjnych funduszy inwestycyjnych. Dodatkowo od 4 kw. 2017 r. pogłębiły się odpływy z OFE, które historycznie pełniły rolę stabilizatora na polskiej giełdzie. Niekorzystnie w końcu wypadła saldo przepływów związane z przeklasyfikowaniem Polski przez FTSE do rynków rozwiniętych. Prawdopodobnie także z tego powodu warszawską giełdę omija w tym roku kapitał zagraniczny. Pozostaje mieć nadzieję, że w 2019 r., zgodnie z pierwotnym planem, rozpoczną swoją działalność inwestycyjną Pracownicze Plany Kapitałowe.

Z kolei do czynników pozytywnych dla polskiej giełdy należy w pierwszej kolejności zaliczyć atrakcyjną, szczególnie dla inwestorów długoterminowych, wycenę akcji, zarówno na tle innych rynków rozwijających się, jak i historycznych mnożników. Dowodem na to jest duża liczba wezwań do sprzedaży akcji realizowanych przez inwestorów branżowych, właścicieli oraz fundusze private equity. Uwagę przykuwają głównie spółki o mniejszej kapitalizacji, ponieważ ten segment rynku jest najniżej wyceniany w stosunku do długoterminowego potencjału wzrostu.

Wskaźnik P/E dla indeksu WIG



Źródło: stooq.pl; opracowanie własne

Warto również podkreślić niskie ryzyko geopolityczne Polski. Na tle Turcji z dramatycznie zdevaluowaną walutą czy obłożonej ograniczającymi dostęp do kapitału sankcjami Rosji, Polska może być postrzegana jako „bezpieczna przystań” w regionie.

Podsumowując: najważniejszym pytaniem w obecnej sytuacji staje się nie tyle czy kupować polskie akcje, ale kiedy należy to zrobić. Jeśli uwzględnimy nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się koniunktury na rynkach globalnych oraz opisane powyżej czynniki determinujące sytuację na polskiej giełdzie, to wydaje się, że dogodny do inwestycji moment pojawi się jeszcze w tym roku, choć raczej nie wcześniej niż w 4 kwartale.

Rynek akcji - świat



Tomasz Stankiewicz
Zarządzający

Pomimo kilku faz wzrostu awersji do ryzyka w 2Q18, towarzyszącego takim wydarzeniom jak nałożenie sankcji na Rosję; trzecia próba przebicia 200-sesyjnej średniej przez S&P500, a ostatnio turbulencje na EM spowodowane umocnieniem się USD, nastroje na największych giełdach akcji względnie się ustabilizowały w porównaniu do bardzo zmiennego 1Q18. Stało się tak ponieważ główne przyczyny wcześniejszych spadków, tj. euforia i bardzo agresywne pozycjonowanie się inwestorów na rynkach akcyjnych w warunkach bardzo wysokich wycen, wzrost presji inflacyjnej a potem nieoczekiwane spowolnienie gospodarki globalnej, czy wzrost ryzyka geopolitycznego i protekcjonizmu zaczęły stopniowo tracić na sile. Kluczowe w tej sytuacji staje się pytanie czy mamy do czynienia jedynie z krótkoterminową wzrostową falą korekcyjną w rozpoczętym na przełomie I i II 2018 r. dłuższym trendzie spadkowym, czy też zakończyła się właśnie kolejna większa korekta spadkowa w długoterminowym trendzie wzrostowym rozpoczętym w 2009 r.

W naszej opinii bardziej prawdopodobny jest niestety pierwszy scenariusz. Od 2009 r. główną siłą hossa był quantitative easing czyli agresywne dostarczanie płynności rynkom finansowym przez banki centralne mające na celu pobudzenie koniunktury. Sukces tej strategii w obszarze makroekonomicznym okazał się co najwyżej umiarkowany – gospodarka globalna nie wpadła ponownie w recesję, ale uporczywie rosta w tempie niższym od potencjału. Prawdziwe efekty QE to jednak reflacja aktywów, w tym akcji, co potwierdza wzrost S&P500, DAX i Nikkei o ponad 200% od początku 2009 r. do szczytu w 1Q18. Towarzyszył temu swoisty paradoks: każdorazowe osłabienie tempa wzrostu stawało się dodatkowym paliwem dla akcji, ponieważ inwestorzy oczekiwali kolejnych wspierających działań ze strony banków centralnych.

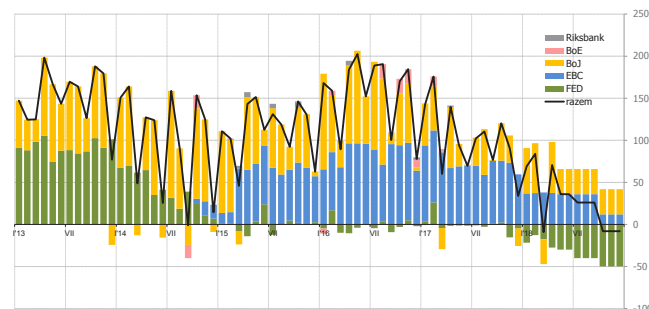
Główne indeksy giełdowe



Źródło: Bloomberg; opracowanie własne

Od ponad roku mamy jednak do czynienia z sytuacją odwrotną. Wzrost gospodarczy w skali globalnej przekroczył w końcu poziom potencjału, a to pozwoliło rozpocząć zacieśnianie polityki monetarnej. W efekcie już za kilka miesięcy zregulowany bilans banków centralnych zacznie się najprawdopodobniej kurczyć, a dylematem polityki pieniężnej stało się nie tyle samo podwyższanie stóp, co raczej tempo tych podwyżek. Ostatnie spowolnienie tempa wzrostu spowodowało co prawda odsunięcie w czasie pojedynczych podwyżek w kilku krajach, ale zakończenia całego cyklu się nie rozważa.

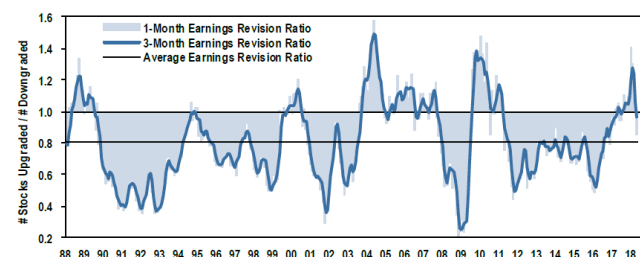
Banki centralne - miesięczna zmiana stanu posiadania obligacji w mld USD



Źródło: Dane Banków centralnych; opracowanie własne

Wsparciem dla notowań akcji pozostają rosnące zyski spółek. Szczyt dynamik mamy już jednak najprawdopodobniej za sobą, a baza porównawcza z kwartału na kwartał będzie stawać się coraz bardziej wymagająca. Pojawia się presja na koszty i to nie ze strony płac, które mogłyby wesprzeć konsumpcję (czego nie uczyniła dotychczas obniżka podatków), a ta z kolei zwiększyć wolumeny albo ceny sprzedawanych przez firmy produktów, ale ze strony cen ropy, będących specyficznym podatkiem nałożonym na gospodarkę globalną.

Global Earnings Revision Ratio



Źródło: Bank of America Merrill Lynch

W takich warunkach pozytywnym scenariuszem wydaje się dłuższa konsolidacja w szerokim trendzie bocznym wyznaczonym w przypadku S&P500 pomiędzy styczniowym szczytem i lutowym dotknięciem. Nie można jednak wykluczyć znaczącego pogłębienia się tegorocznych dotków, szczególnie jeśli ponownie wzrośnie jedno z wymienionych wyżej ryzyk lub pojawi się nowe. Sekularna bessy na miarę tej z 2008 r. wydaje się mało prawdopodobna, jednak perspektywa dłuższego – przekraczającego kilka miesięcy i głębszego – ok. 20-30%-owego trendu spadkowego jest realna.



INWESTYCJE

NOTA PRAWNA

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Niniejsza informacja upowszechniana jest w celu reklamy lub promocji usług TFI PZU SA, przy czym nie może stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o skorzystaniu z usługi lub nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszu.

TFI PZU SA informuje, że niniejszy materiał ma charakter reklamowy, dane w nim podane nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

Szczegółowe informacje na temat rodzaju i wysokości opłat zawiera Statut Funduszu.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102,

NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 13 000 000 zł wpłacony w całości, al. Jana Pawła II 24, 00-133 Warszawa, pzu.pl