

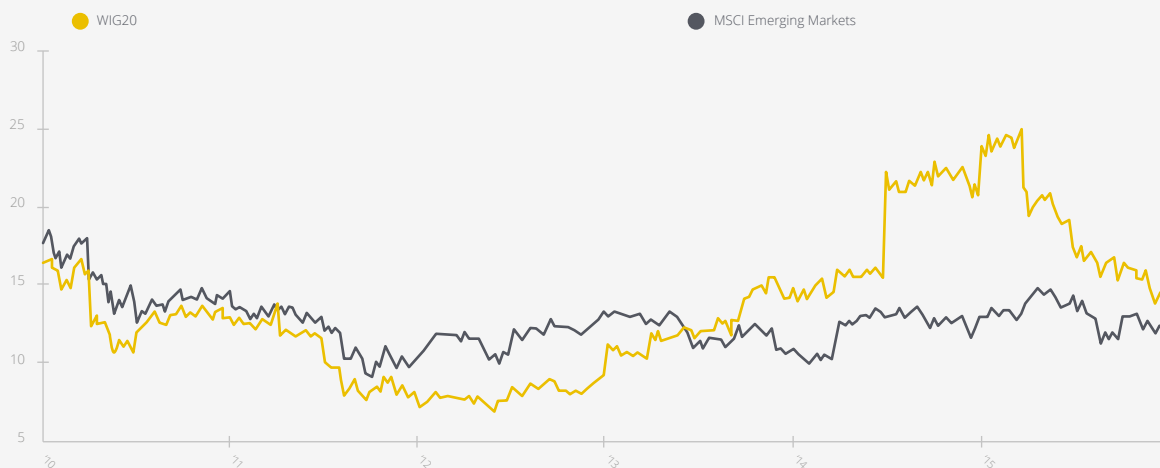
Akcje

4Q'15 na warszawskim parkiecie zakończył się solidnymi spadkami na najważniejszych indeksach, które utrzymały niemal identyczne momentum jak w poprzednim kwartale. Indeks WIG stracił na wartości 6,74% (-6,57% q/q w 3Q'15), WIG20 spadł o 10,03% w relacji do końca 3Q'15 (-10,85% q/q w 3Q'15). Tak jak wspominaliśmy wcześniej, znacznie lepiej zachowują się indeksy skupiające średnie i małe spółki – w ostatnim kwartale 2015 r. mWIG40 stracił zaledwie 0,27%, natomiast sWIG80 odnotował dodatnią dynamikę na poziomie 0,81%. W ujęciu rocznym relacja stóp zwrotu również układa się na korzyść spółek o średniej i mniejszej kapitalizacji – mWIG40 (+2,40% r/r), sWIG80 (+9,11% r/r). Na tym tle indeksy WIG oraz WIG20 odnotowały spadki odpowiednio o 9,62% r/r oraz 19,72% r/r. Jak podkreślaliśmy wcześniej, tak duża rozbieżność w dynamice poszczególnych segmentów rynku wynika z jednej strony ze struktury indeksów – gros kapitalizacji GPW stanowią sektory bankowy i energetyczny (banki, PZU i energetyka stanowią ok. 60% kapitalizacji indeksu WIG20). Z drugiej zaś z roku wyborczego (zwiększenie się ryzyka politycznego) i materializacji się scenariusza zakładającego pojawienie się podatku znacznie obciążającego sektor bankowy i ubezpieczeniowy,

podatku od sklepów wielkopowierzchniowych (który co prawda jest jeszcze w fazie konsultacji, niemniej jego pojawienie się jest raczej przesądzone w kontekście bardzo napiętego budżetu centralnego w związku z uruchomieniem programu socjalnego 500+ w 2016 r.). Do powyższego przyczynił się również negatywny sentyment do sektora energetycznego (kontrolowanego przez Skarb Państwa) i cały czas niejasnej sytuacji związanej z potencjalnym jego udziałem w naprawie górnośląskiego górnictwa węgla kamiennego. Ponadto do poważnego pogorszenia się nastrojów przyczyniły się jednorazowe zdarzenia w 4Q'15, m.in. bankructwo SK Banku w Wołominie, co poważnie wpłynęło na zmniejszenie się zysku netto sektora bankowego w 4Q'15.

Co więcej, pomimo tak znacznych spadków w ciągu ostatniego półroczna poziom wycen na polskim rynku (obrazowany przez wskaźnik P/E) nie prezentuje się nadzwyczaj atrakcyjnie na tle ogólnego indeksu rynków wschodzących (MSCI Emerging Markets). Niemniej premia z jaką notowany jest polski rynek zawężyla się do najniższych od ponad 2 lat poziomów.

P/E (x)



Ostatni kwartał 2015 r. zakończył się znacznie lepiej na rynkach rozwiniętych – S&P500 (+6,44% q/q), DAX (+11,21% q/q), Nikkei (+9,46% q/q). Niemniej zauważyć należy, że pole do wzrostów było znacznie większe w kontekście sierpniowej olbrzymiej przeceny na giełdzie w Szanghaju (ok. 20% spadek w trakcie zaledwie kilku sesji) i jej wpływu na poziom wycen na rynkach w Europie, Japonii oraz USA. Równie ważnym wydarzeniem na największych rynkach akcyjnych świata były grudniowe posiedzenia banków centralnych – EBC oraz Fed. Rynek antycypował z jednej strony dalsze luzowanie polityki monetarnej (rozszerzenie programu QE przez EBC), z drugiej natomiast pierwszą od 9 lat podwyżkę stopy funduszy federalnych. O ile posunięcie Europejskiego Banku Centralnego rozczarowało (spodziewano się nie tylko wydłużenia

ale i zwiększenia miesięcznej wartości skupu kuponowych papierów wartościowych), to towarzyszący posiedzeniu Fed komunikat okazał się relatywnie gołębi i wskazuje na bardziej płaską ścieżkę progresji poziomu stóp procentowych. W ostatecznym rozrachunku rok 2015 rynek amerykański zakończył na prawie niezmiennym poziomie (-0,73% r/r). Giełda we Frankfurcie odnotowała w 2015 r. niemalże 10% wzrost, głównie na fali uruchomionego przez EBC programu luzowania ilościowego i gdyby nie długotrwały impas w negocjacjach nt. przyznania Grecji dalszej pomocy finansowej, moglibyśmy obserwować znacznie większy wzrost. Ponadto na uwagę zasługuje w dalszym ciągu giełda w Budapeszcie. W 4Q'15 indeks BUX wzrósł o 14,49%, zaś w całym 2015 r. o imponujące 43,81%.

Surowce

4Q'15 obfitował w wiele wydarzeń na globalnym rynku ropy naftowej. Z naszego punktu widzenia a także w kontekście wpływu na Polskę najbardziej interesujące było pojawienie się na rynku europejskim wzmożonej aktywności OPEC. Już w pierwszej połowie października zaczęły się pojawiać informacje nt. uruchomienia przez Arabię Saudyjską pierwszych znaczących dostaw ropy naftowej, które dotarły również do portu Gdańskiego i ostatecznie do rafinerii grupy LOTOS a także do Płocka (PKN Orlen). W kontekście obecnej sytuacji na rynku tj. znaczącej

nadpodaży surowca w stosunku do obserwowanego popytu naturalnym jest zaostrzenie się konkurencji m.in. poprzez wchodzenie na nowe rynki zbytu. Przede wszystkim na rynku europejskim, gdzie dominującą pozycję cały czas odgrywa Rosja. Niemniej pod koniec grudnia Rosneft (państwowa spółka wydobywająca ropę naftową) dał wyraz bardzo ostrej konkurencji podpisując aneks z PKN Orlen na dostawy ropy REBCO na najbliższe 3 lat na bardzo preferencyjnych dla polskiej strony warunkach (niska cena – poniżej 35 USD/bbl, elastyczność dostaw – zarówno przez

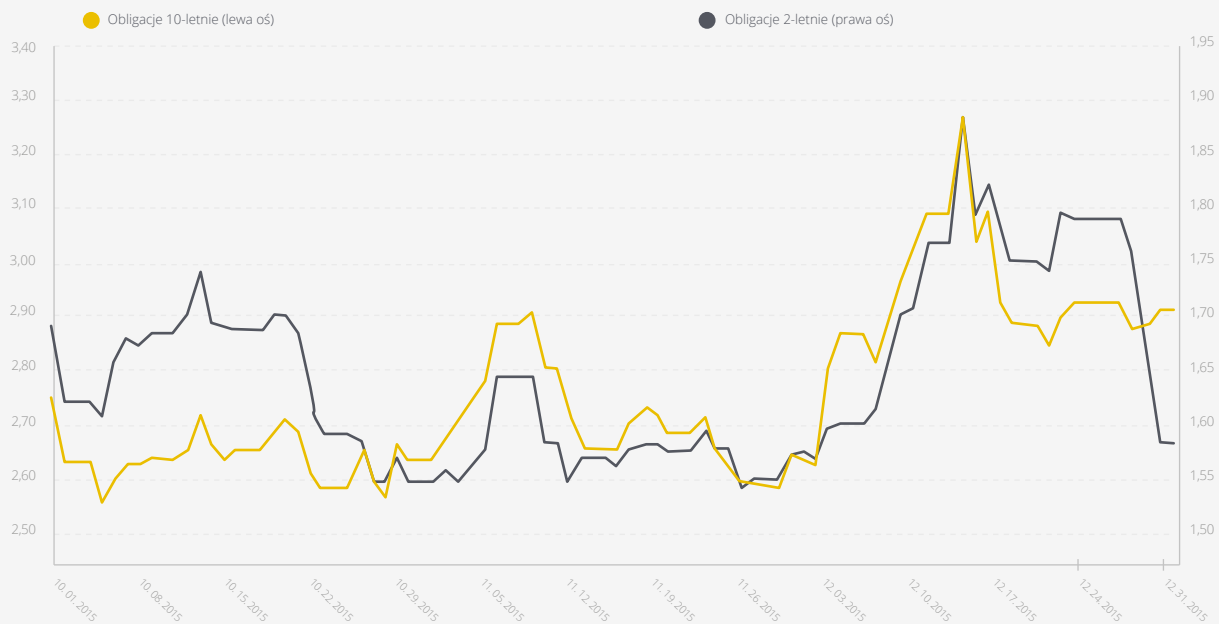
rurociąg przyjaźni jak i terminal nafoty w Butyndze należący do rafinerii w Możejkach). Równie istotne było ostateczne zniesienie zakazu eksportu ropy w USA, toteż w naszej ocenie poza zmianą relacji cen ropy WTI i BRENT (odwrócenie się dyferencjału BRENT-WTI) nie będzie to miało większego przełożenia na fundamenty cenowe ze względu na unikalność rynku paliw w USA (struktura konsumpcji paliw jest znacznie inna aniżeli w innych częściach globu ze zdecydowaną przewagą lekkich destylatów). Natomiast największe znaczenie dla rynku miało wiedeńskie posiedzenie OPEC z 4 grudnia. Tak jak można było się spodziewać, utrzymano status quo dotychczasowego stanowiska. Mianowicie, utrzymany zostaje dotychczasowy poziom produkcji, przy czym jak wskazano, jest to ok. 31,5 mln bbl/d. Miało to wyraźne przełożenie na notowania ropy naftowej, której spadki obserwowane przez większość 4Q'15 przybrały na dynamice. Nie jest również pewne jak organizacja zareaguje na znaczny przyrost wydobycia w Iranie w związku ze zniesieniem sankcji. Ostatecznie ropa (odmiana BRENT) zakończyła 4Q'14 spadkiem o 22,42% q/q. Natomiast w całym 2015 roku był to spadek o 34,66%.

Czwarty kwartał 2015 roku nie przyniósł natomiast przełomu na rynkach metali. Obserwowana od wielu miesięcy przecena trwała w najlepsze a prym wyprzedzały wiodły metale przemysłowe z miedzią na czele. Za kontynuację spadków odpowiadały przede wszystkim obawy o spowolnienie gospodarcze w Chinach (ograniczenie popytu), jak również brak informacji o istotnym ograniczeniu wydobycia przez światowe kopalnie (nadpodaż surowca).

Od dłuższego czasu wydaje się, że notowania miedzi próbują znaleźć przysłowiowe dno. Jednak po okresie relatywnego uspokojenia nastrojów, za każdym razem przychodzi kolejna fala wyprzedza napędzana przede wszystkim obawami o sytuację fundamentalną drugiej gospodarki świata. Wydaje się, że to właśnie ona będzie wyznaczać trend na czerwonym metalu w najbliższych okresach. Dopiero, gdy tamtejsze władze zdołają przywrócić wiarę w siłę ichniejszej gospodarki, wówczas będzie można rozważać potencjalne odbicie również na rynku miedzi.

Obligacje

Krajowy rynek długu, pomimo dużych wahań rentowności w grudniu, zakończył czwarty kwartał 2015 roku bez istotniejszych zmian – oprocentowanie dziesięcioletnich papierów nieznacznie wzrosło w okresie trzech miesięcy z 2,83% do 2,93%, natomiast dwuletnich spadło z 1,74% do 1,60% (wykres rentowności poniżej).



Silniejsze zachowanie krótkiego końca krzywej należy upatrywać przede wszystkim w oczekiwaniach odnośnie „gołębich” nominacji do Rady Polityki Pieniężnej, których dokona nowo wybrany rząd oraz Prezydent. Rynek oczekuje, co jest zgodne z wcześniejszymi wypowiedziami przedstawicieli Prawa i Sprawiedliwości, że nowi członkowie rady będą zwolennikami luźnej polityki pieniężnej i dokonają obniżek stóp jeszcze w 2016 roku. Długi koniec pozostaje natomiast relatywnie słabszy, co może sugerować rosnącą premię za ryzyko, której wymagają inwestorzy. Jest ona pokłosiem zarówno globalnych zmian – chińskie spowolnienie gospodarcze czy pierwsza od lat podwyżka stóp w USA – jak również rosnącej niepewności o krajowy budżet w najbliższych latach – program rodzina 500+ czy obniżenie wieku emerytalnego. Tym samym wydaje się, że inwestorzy mogą w dalszym ciągu preferować „krótki” koniec krzywej kosztem „długiego” mając również na uwadze fakt, że Europejski Bank Centralny pozostawił sobie otwartą furtkę do dalszego luzowania.

**Zespół Inwestycyjny Departamentu Zarządzania Aktywami
Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A.
Grudzień 2015 r.**

Przykładowe **portfele modelowe**

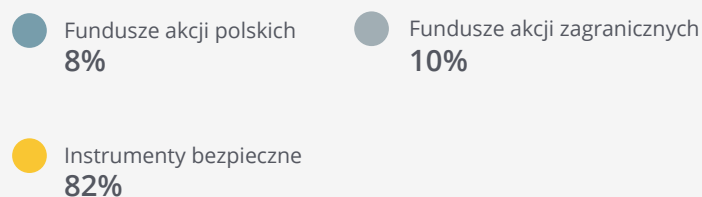
Portfel **Agresywny**



Portfel **Neutralny**



Portfel **Bezpieczny**



Portfele modelowe stanowią propozycję – w odniesieniu do opisanej w Biuletynie sytuacji rynkowej oraz w zależności od profilu ryzyka inwestora - konstrukcji portfela złożonego z funduszy inwestycyjnych. Skład portfela konkretnego inwestora powinien być dopasowany do jego indywidualnych potrzeb, wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego, oraz możliwości i chęci podejmowania ryzyka inwestycyjnego.

Inwestycje w fundusze akcji polskich niosą ze sobą znaczące ryzyko inwestycyjne. Inwestycje w fundusze akcji zagranicznych niosą ze sobą, dodatkowo do ryzyka inwestycyjnego typowego dla funduszy akcji, ryzyko kursu walutowego, istotne w szczególności dla inwestycji w krajach rozwijających się. Instrumenty bezpieczne to fundusze inwestycyjne inwestujące wyłącznie w skarbowe papiery dłużne i pieniężne denominowane w PLN, oraz gotówka w PLN.