

Sytuacja makroekonomiczna

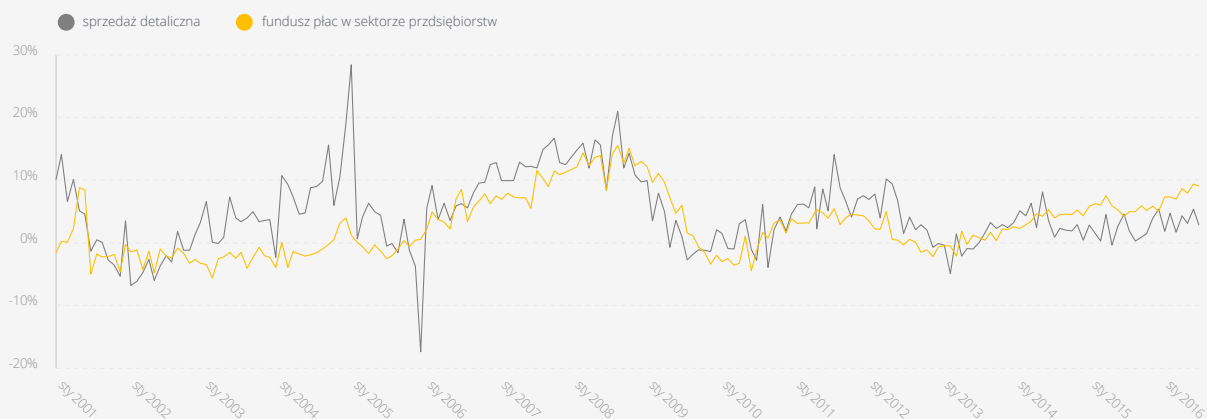
Odczyty danych makroekonomicznych za luty b.r. należy uznać za umiarkowane, szczególnie po bardzo udanym początku roku. Spowolnieniu do 1,2% r/r uległa dynamika produkcji przemysłowej (wobec 9% w styczniu i oczekiwań na 2,8%) oraz a sprzedaż detaliczna wyhamowała do 5,2% r/r (9,6% w styczniu i oczekiwania rządu 6,4%).

W przypadku danych z przemysłu pogorszenie dynamiki produkcji wobec stycznia można tłumaczyć negatywnym efektem dni roboczych (w styczniu liczba dni roboczych była o 2 większa niż w analogicznym okresie ub. r., natomiast w lutym o 1 mniejsza), a po skorygowaniu tego efektu tempo wzrostu produkcji osiągnęło 4,8% r/r, czyli najwyżej od sierpnia ub. r. Co więcej jeśli zwrócimy uwagę na miesięczne tempo wzrostu po uwzględnieniu efektów kalendarzowych, to wynosi ono 0,6%, co biorąc pod uwagę silne ostatnie miesiące wskazuje na solidny impet w krajowej produkcji przemysłowej. Parząc na polski przemysł w szerszym kontekście również nie powinno być na chwile obecna powodów do niepokoju. Poprawiająca się koniunktura gospodarcza w Unii Europejskiej a w szczególności ożywienie w niemieckim handlu zagranicznym powinny sprzyjać rodzimym wytwórcom. Nawiązanie do handlu zagranicznego jest w tym momencie bardzo istotne,

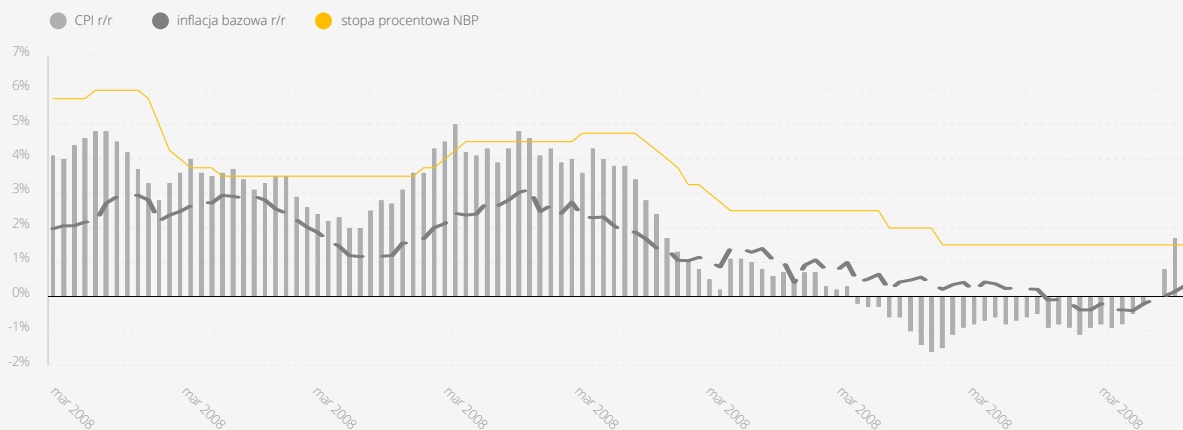
gdyż według najnowszych danych (m.in. holenderskich służb statystycznych) globalny handel zaczął rosnąć w tempie nieobserwowanym od 2011 r. a takie otoczenie powinno wspierać ożywienie w polskim przemyśle.

Spowolnienie w dynamice sprzedaży detalicznej wynikało przede wszystkim z obniżenia tempa wzrostu sprzedaży paliw (8,5% r/r wobec ponad 17% miesiąc wcześniej) i samochodów (5,2% vs 13,9% w styczniu). Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej słabszy od oczekiwań wynik sprzedaży był w znacznej mierze pochodną mniejszej liczby dni roboczych r/r, dlatego nie należy wyciągać zbyt daleko idących wniosków dla kształtowania się konsumpcji w kolejnych miesiącach czy kwartałach. Całoroczna dynamika konsumpcji rządu 4% jest w 2017 r. do osiągnięcia, czemu sprzyjać będzie dobra i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy i polityka socjalna rządu (Program 500+).

Należy podkreślić, że pomimo rozczarowania lutowymi odczytami danych perspektywy wzrostu gospodarczego w I kwartale 2017 r. wyglądają dobrze, a dynamika PKB powinna w tym okresie wynieść ponad 3% r/r.



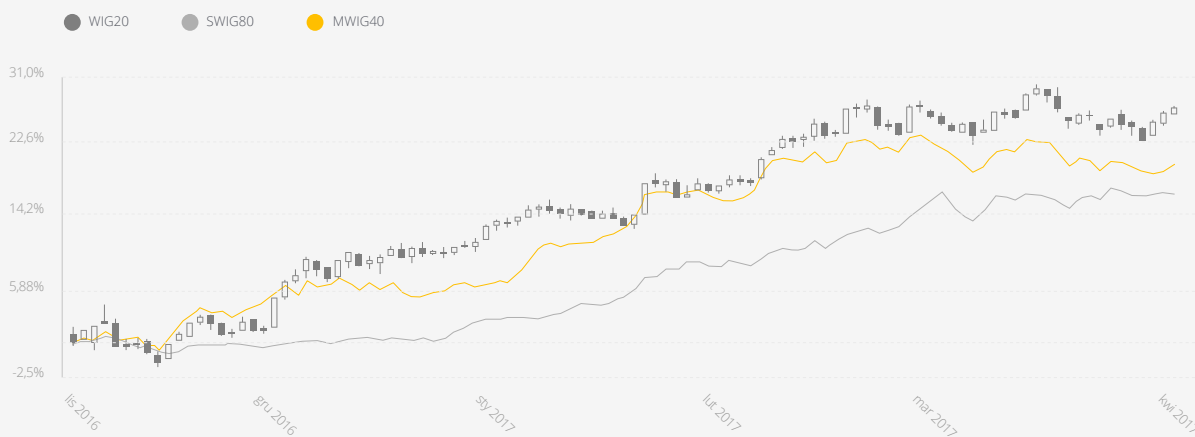
Pośród odczytów za luty b.r. warto zwrócić uwagę na inflację CPI, która w ujęciu rocznym wzrosła o 2,2%, zbliżając się tym samym do celu inflacyjnego NBP (2,5%). Odczyt był wyższy od oczekiwań ekonomistów (2,1% r/r), a zaskoczenie wynikało przede wszystkim z mocnego wzrostu cen żywności – o 1,0% m/m (był to najmocniejszy odczyt w lutym miesiącu od 2000 r.), w szczególności warzyw. Kolejne miesiące mogą przynieść dalszy wzrost wskaźnika CPI do ok. 2,5% r/r, po czym analitycy oczekują jego powrotu w okolice 2,0% r/r.



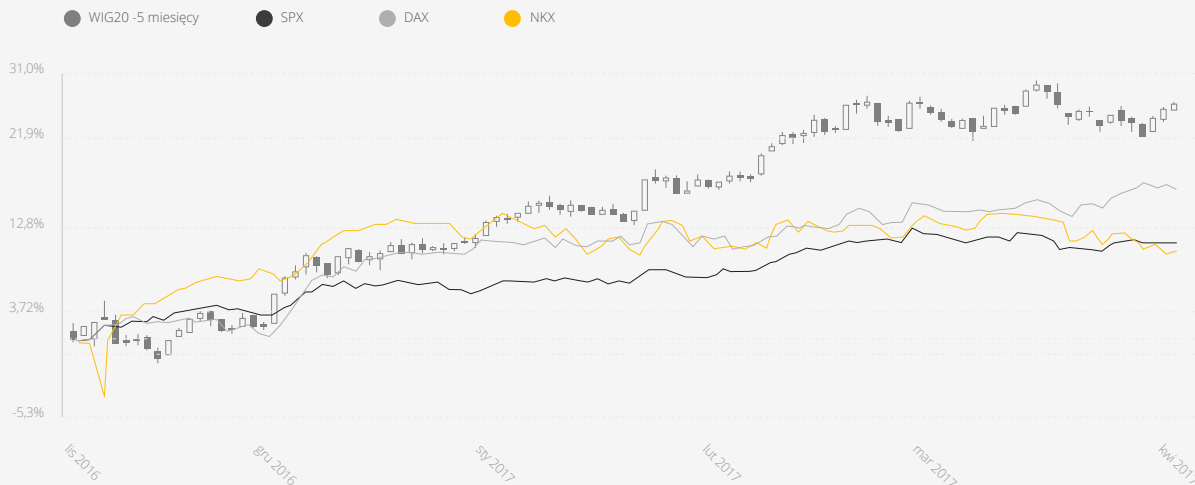
Akcje

Po trzech miesiącach dynamicznych wzrostów marzec 2017 r. przyniósł inwestorom giełdowym moment wytchnienia. O ile korekta na rynkach akcji była od kilku tygodni wyczekiwana, to na chwilę obecną nie jest ona głęboka. Indeks szerokiego rynku WIG stracił niecałe 0,7%, podobnie jak indeks warszawskich blue-chips WIG20. Nieznacznie głębszy spadek zaliczył indeks średnich spółek mWIG40 (-2%), natomiast indeks spółek o

najmniejszej kapitalizacji sWIG80 jako jedyny spośród głównych wskaźników warszawskiego parkietu zamknął marzec na plusie (+3,2%). Biorąc pod uwagę stopy zwrotu w/w indeksów w skali poprzednich 3 miesięcy (WIG20 +21,9%, mWIG40 +17,9% od końca listopada), marcowa korekta ich kursów miała charakter kosmetyczny.



Schłodzeniu nastrojów uległy również główne światowe parkiety, jednak podobnie jak na GPW korekta miała bardzo łagodny charakter. Amerykański indeks szerokiego rynku S&P500 czy japoński Nikkei straciły na wartości marginalnie i nadal próbują pobić swoje historyczne szczyty ustanowione na przełomie lutego i marca. Wyjątkiem były indeksy giełd europejskich, które w ostatnim tygodniu miesiąca dynamicznie zyskiwały na wartości i w rezultacie zamknęły miesiąc na zielono. Dobrym przykładem jest m.in. przedstawiony na poniższym wykresie niemiecki DAX, który pod koniec miesiąca ustanowił swój historyczny szczyt.



Jedną z przyczyn słabszego zachowania się amerykańskiego rynku akcji były obawy o możliwość wprowadzania reform przez administrację prezydenta D. Trump'a. Brak porozumienia wśród republikanów odnośnie kształtu systemu opieki zdrowia rozbudził obawy o skuteczność wprowadzenia reformy podatkowej, która ma zostać zaproponowana przez prezydenta w najbliższych tygodniach. Ewentualne opóźnienie w procedowaniu nad tą reformą byłoby niekorzystne z punktu widzenia inwestorów, którzy po zwycięstwie D. Trump'a w wyborach prezydenckich w listopadzie ub. r. w znacznej mierze zdyskontowali obniżenie podatków dla firm a co za tym idzie potencjalnie więcej gotówki dla akcjonariuszy. Odsunięcie lub ograniczenie tych zmian prawdopodobnie przedłużyłoby lub pogłębiło nieznaczną poki co korektę. Pojawiają się też opinie, że brak jednomyślności w kwestii zmian w Obamacare jest elementem gry politycznej między republikanami a demokratami, której celem jest właśnie porozumienie w sprawie reformy systemu podatkowego (na zasadzie trade-off).

Dodatkowym czynnikiem negatywnie oddziałującym na rynek akcji za

oceanem było umacnianie się amerykańskich obligacji, w związku z korektą oczekiwań odnośnie tempa zacieśniania polityki monetarnej przez Fed. W takich warunkach przecenie uległy akcje amerykańskich banków, którym generalnie szkodzi środowisko spadających stóp procentowych.

O ile otoczenie makroekonomiczne w USA i w Europie (także w Polsce) powinno w najbliższych kwartałach wspierać wyniki finansowe spółek, to najbardziej jaskrawym obecnie czynnikiem ryzyka jest polityka a dokładnie zbliżające się wybory prezydenckie we Francji. Pierwsza tura odbędzie się już w tym miesiącu (23 kwietnia), natomiast druga 7 maja. Według ostatnich sondaży do drugiej tury wejdzie Emmanuel Macron i Marine Le Pen, a tam dają one wyraźną przewagę temu pierwszemu (ponad 60%), co z punktu widzenia rynków finansowych jest scenariuszem pozytywnym. Biorąc jednak pod uwagę ostatnie doświadczenia w obstawianiu wyników wyborów (referendum w UK, wybory w USA) należy być ostrożnym aż do podania finalnych rezultatów.

Obligacje

Rynek długu wrócił w marcu do łask. Inwestorzy kupowali papiery skarbowe zarówno krajów rozwiniętych, jak Niemcy czy USA, jak również krajów rozwijających się – w tym Polski. Głównym wydarzeniem, które spowodowało zwiększony popyt na dług był jastrzębi komunikat po marcowym posiedzeniu Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku (ang. FOMC). Co prawda główna stopa procentowa wzrosła zgodnie z oczekiwaniami o 25 punktów bazowych (do 0,75%-1,00%), jednak projekcje odnośnie kształtowania się stóp w przyszłości (tzw. dot plot) wskazały, podobnie jak na grudniowym posiedzeniu, że łącznie należy spodziewać się trzech podwyżek stóp w tym - łącznie 75 punktów bazowych.

Rynek już od kilku tygodni spekulował, że planowana obniżka podatków przez prezydenta Donalda Trumpa, jak również zwiększone wydatki na

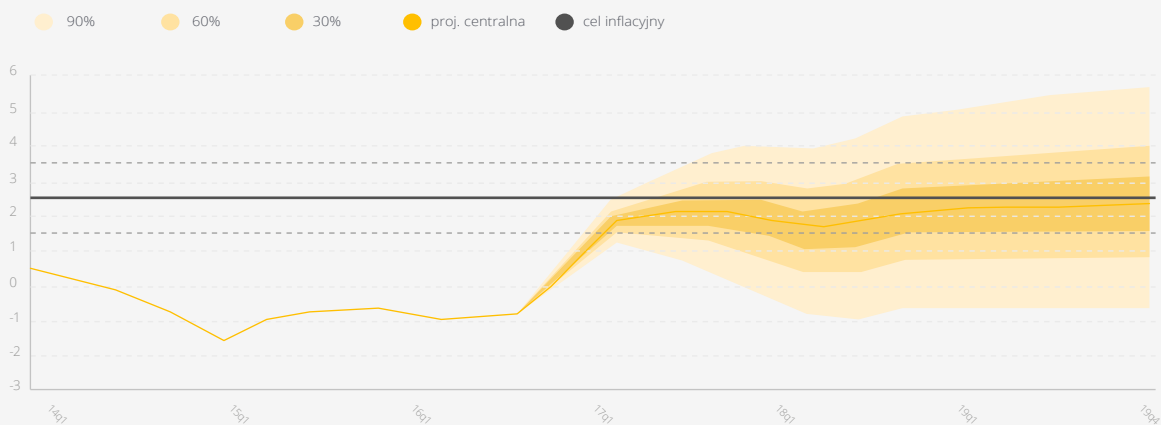
inwestycje infrastrukturalne mogą zmusić FOMC do szybszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Powodowało to presję na ceny obligacji, które traciły na wartości od czasu wyborów prezydencki. Przewodnicząca FOMC, Janet Yellen, zapytana o potencjalny wpływ powyższych wydarzeń na gospodarkę i politykę Banku Centralnego odpowiedziała, że członkowie rady mają dużo czasu żeby zobaczyć co się wydarzy. Zasygnalizowała tym samym, że obecnie nie są uwzględniane w projekcjach obiecane podczas kampanii prezydenckiej zmiany podatkowe czy fiskalne. Tym samym na koniec roku należy spodziewać się głównej stopy na poziomie 1,375% a na koniec 2018 roku 2,125%. Po tak gołym względem oczekiwań komunikacie, rynek obniżył szanse na podwyżkę stóp podczas czerwcowego posiedzenia z ponad 60% do niecałych 45%. Szybko zostało to uwzględnione w rentownościach obligacji.



Krajowy rynek długu podążał w ślad za globalnymi tendencjami, zyskując w marcu 30 punktów bazowych (spadek rentowności 10-cio letnich obligacji skarbowych z 3,8% do 3,5%). Bez większej reakcji rynkowej pozostała gołębia konferencja prezesa Rady Polityki Pieniężnej, Adama Głapińskiego, który wielokrotnie powtórzył, że w 2017 roku nie należy spodziewać się wzrostu kosztu pieniądza, a być może nawet w 2018 roku.



Stanowisko to co prawda pokrywa się z wcześniejszymi komentarzami, jednak w obliczu nowych, wyższych projekcji inflacji mogą lekko zaskakiwać. Projekcje Narodowego Banku Polskiego zostały w marcu skorygowane w górę i obecnie dynamika cen z 50% prawdopodobieństwem wyniesie 1,6%-2,5% w 2017 roku, wobec 0,5%-2,0% w projekcji z listopada. Warto również wspomnieć, że odczyt wskaźnika CPI za luty wskazał wzrost cen o 2,2% rok do roku wobec wzrostu o 1,7% w styczniu. Tym samym miejsca do niedoszacowania inflacji pozostaje bardzo niewiele, a w sytuacji gdyby kolejne okresy nie przyniosły wyhamowania tej wzrostowej tendencji, rynek może zacząć kwestionować gołębie stanowisko Rady Polityki Pieniężnej.

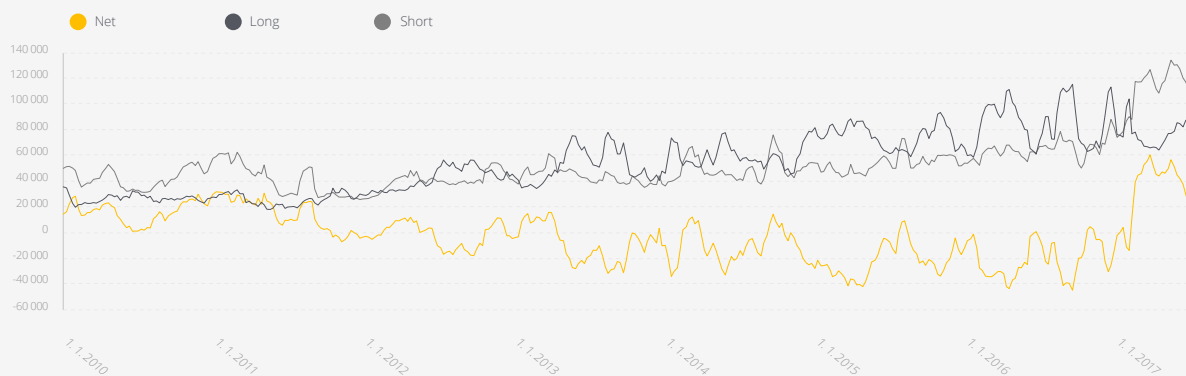


Surowce

Drugi miesiąc z kolei inwestorzy na rynku miedzi nie zdołali wykorzystać sprzyjającego otoczenia fundamentalnego do zwyżki notowań. Czerwone kruszywo zakończyło marzec 2% pod kreską, co jest jednym ze słabszych wyników wśród surowców.

Marzec doszło do dalszego ograniczenia światowej podaży miedzi. Do strajkujących w chilijskiej kopalni Escondida, dołączyli górnicy w peruwiańskiej kopalni Cerro Verde (właściciel Freeport McMoRan), którzy również nie osiągnęli porozumienia płacowego. Jednak w przypadku tej

kopalni na razie nie wstrzymano całkowicie wydobycia a jedynie je ograniczono próbując wyrzucić presję na Zarządzie spółki. Inwestorzy uznali jednak, że duża część tych pozytywnych informacji jest już w cenie, a im dłużej trwają negocjacje płacowe (w kopalni Escondida) i polityczne (indonezyjska kopalnia Grasberg) tym większa szansa, że strony znajdą wyjście z patowej sytuacji. Widać to najlepiej po spadające ilości otwartych pozycji spekulacyjnych długich, które zostało mocno ograniczone w pierwszych tygodniach marca.



Tak też się stało, gdyż pod koniec marca najpierw związki zawodowe chilijskiej kopalni miedzi a następnie peruwiańskiej poinformowały, że przyjęły porozumienie kontraktowe i wracają na stanowiska pracy. Oczywiście minie kilka tygodni zanim wydobycie wróci do swoich wcześniejszych poziomów, jednak duża część ryzyka ograniczenia podaży zniknęła. Niewyjaśniona pozostaje natomiast sprawa indonezyjskiej kopalni Grasberg, jednak należy pamiętać, że przeciągające się impas w rozmowach ciąży obu stronom sporu.

Chiński rynek nieruchomości cały czas pozostaje relatywnie silny, mimo wielu działań zmierzających do jego ochłodzenia. W lutym ceny w 70-ciu największych miastach wzrosło o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,2%

miesiąc wcześniej. Tym samym zahamowana została 4-ro miesięczna tendencja spadku dynamiki. W skali roku natomiast ceny wzrosły o 11,8% wobec wzrostu 12,2% miesiąc wcześniej. W największych miastach ceny nowych nieruchomości rosły szybciej niż średnia krajowa: Pekinie (+22,1% r/r), Szanghaju (+21,1%), Shenzhen (+13,5% r/r). Niepokojąca z punktu widzenia władz jest również dynamika inwestycji w nieruchomości. W dwóch pierwszych miesiącach 2017 roku (w chińskich statystykach często okres ten traktuje się łącznie ze względu na ruchomy kalendarz święta Nowe Roku) wzrosły one o 8,9% r/r wobec wzrostu 2% odnotowanego w grudniu 2016 roku. To najwyższa dynamika od 2 lat i wskazuje, że chińscy inwestorzy cały czas bardzo chętnie lokują tam pieniądze.



Notowania kontraktów na ropę naftową w marcu wybiły się dołem z ponad trzymiesięcznej konsolidacji. Zniwelowana została również większość wzrostów spowodowanych optymizmem inwestorów związanym z porozumieniem OPEC w sprawie ograniczenia wydobycia surowca (zawartym pod koniec listopada ubiegłego roku). Przyczyną gwałtownego spadku cen w pierwszej połowie miesiąca była informacja ze strony Amerykańskiego Instytutu Paliw (EIA) o bardzo dużym tygodniowym wzroście zapasów ropy naftowej w Stanach, których poziom w ostatnich tygodniach niemal regularnie ustanawia nowe rekordy. Tym samym maleje wiara inwestorów w przełożenie się cięcia wydobycia czarnego złota przez OPEC na redukcję jego globalnej nadpodaży. Co prawda końcówka marca przyniosła wzrosty notowań, jednak w skali miesiąca notowania ropy Brent zanotowały niemal 5% spadek.

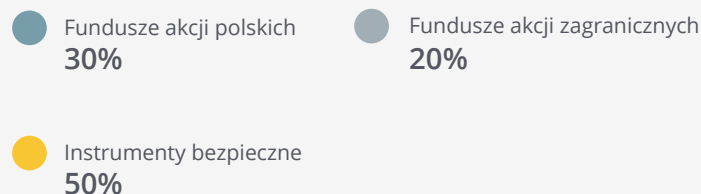


Zespół Inwestycyjny Departamentu Zarządzania Aktywami
Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A.
Marzec 2017 r.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odcibory. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skrózysztanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Domem Maklerskim ALFA Zarządzanie Aktywami jest KNF. DOM MAKLESKI ALFA ZARZĄDZANIE AKTYWAMI S.A. Aleje Jerozolimskie 94, 00-807 Warszawa, tel. +48 22 256 39 90, fax. +48 22 256 39 91, sekretariat@dmalfa.pl, www.dmalfa.pl

Przykładowe **portfele modelowe**

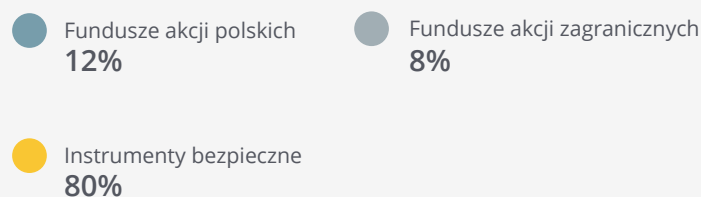
Portfel **Agresywny**



Portfel **Zrównoważony**



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.