



Lipiec 2015

## TOP 5 Wydarzenia Polska i Świat

- Zawirowania wokół Grecji
- Populistyczne obietnice polityków przed wyborami w Polsce
- Spadki na warszawskim parkiecie i giełdach światowych
- Wzrost rentowności obligacji skarbowych
- Szybujące w górę ceny zbóż

## Dane rynkowe na dzień 30.06.2015 (1M)

Indeksy	WIG	WIG20	S&P500
	-3,97% ▼	-4,92% ▼	-2,10% ▼
Waluty	EUR/PLN	USD/PLN	EUR/USD
	1,97% ▲	0,50% ▲	1,47% ▲
Żywność i surowce	Indeks CRB	Miedź	Pszenica
	1,79% ▲	-3,83% ▼	28,88% ▲
Rentowności			
Polskie obligacje skarbowe	2-letnie	5-letnie	10-letnie
	1,95%	2,72%	3,31%

## Rynek obligacji i rynek walutowy



### Najślabszy kalendarzowy kwartał od 15 lat

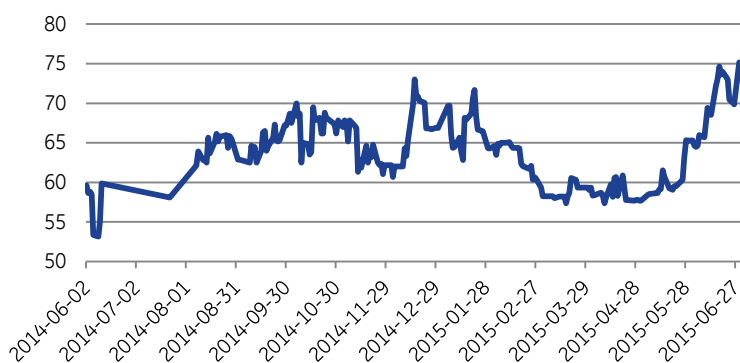
**Paweł Gołębiwski**

Dyrektor Biura Aktywów Dłużnych

Kolejny miesiąc zawiódł posiadaczy obligacji skarbowych. Patrząc wstecz, to jedynie styczeń zanotował solidną dodatnią stopę zwrotu, później było już tylko gorzej. W samym czerwcu rentowności ponownie gwałtownie urosły, co przełożyło się na istotne spadki cen. Najdotkliwiej ucierpiały obligacje długoterminowe. Wzrost rentowności wyniósł w ich przypadku 40 punktów bazowych. Obligacje z bliskim terminem wykupu odnotowały wzrosty rentowności o 15 punktów, co oznacza relatywnie niewielką dynamikę zmiany. Pierwsza połowa miesiąca to bolesne doświadczenie przede wszystkim dla inwestorów handlujących niemieckimi obligacjami. Lepsze dane makro oraz szereg czynników o charakterze technicznym (takich jak nadmierne zbudowanie pozycji) pchnęło rentowności

długoterminowych obligacji niemieckich aż o 50 punktów bazowych w niespełna tydzień. Nieco mniejsza reakcja widoczna była w przypadku obligacji amerykańskich. Rynek dyskontuje poprawiające się perspektywy dla największej gospodarki świata. Słabość pierwszego kwartału spowodowana słabszymi warunkami pogodowymi oraz przestojami w zachodnich portach została w całości skompensowana. Ceny polskich obligacji podążyły w rytmie zachodnich sąsiadów. W połowie miesiąca można było liczyć na pewną stabilizację notowań, czy nawet na odrobienie części strat. Sytuację istotnie pogorszyła jednak sprawa Grecji, która zerwała negocjacje i rozpięła referendum dotyczące pakietu reform wymaganych przez kredytodawców kraju. Taka sytuacja spowodowała istotne rozszerzenie się różnicy oprocentowania pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami do poziomu blisko 260 punktów bazowych. Rozemocjonowani uczestnicy rynku nie przywiązali istotnej wagi do lokalnych danych, które w przeważającej mierze okazały się słabsze niż rynkowe oczekiwania (CPI, produkcja przemysłowa, dynamika płać).

Wykres 1. Premia płacona w 5-letnim kontrakcie CDS za ryzyko niewypłacalności Polski (w punktach bazowych)



Źródło: Bloomberg

## Moim zdaniem...

... wzrosty rentowności polskich obligacji skarbowych w czerwcu br. w 1/3 powodowane były piętrzącymi się obawami o ryzyko niewypłacalności Grecji i związane z nim efekty zarażenia sąsiadów z południa Europy. Wydarzenia te spowodowały wzrosty premii płacone w kontraktach CDS (credit default swaps), czyli stawkach za ubezpieczenie na wypadek niewypłacalności polskiego rządu. Takie ryzyko inwestorzy oceniają na poziomie najwyższym od roku, chociaż trzeba dodać, że jest to wymiar o połowę niższy niż na przykład w przypadku Włoch. Z wycen tychże instrumentów wnioskować można, że prawdopodobieństwo ogłoszenia niewypłacalności przez Polskę w okresie 5-lat to jedynie ok. 5%. Chociaż czynnik ryzyka kredytowego nie będzie decydujący, to tak długo jak sprawa Grecji nie zostanie rozwiązana będzie on negatywnie oddziaływał na rynek skarbówek.

## Rynek akcji



### Grecja wystraszyła inwestorów na świecie

**Jarosław Lis**

Dyrektor Biura Aktywów Akcyjnych

Po raz kolejny zawirowania ze spłatą długów Grecji silnie wpłynęły na spadek apetytu na akcje na światowych rynkach. Takie zachowanie rynku jest dla nas dużym zaskoczeniem, aczkolwiek po raz pierwszy instytucje finansujące ten kraj napotkały na jasną dywersję ze strony dłużnika. Prawda jest taka, że Grecja już

dawno zbankrutowała, po drugie nie jest w stanie spłacać zadłużenia przekraczającego 300 mld euro. Co ważniejsze odwrotnie, niż na początku kryzysu większość długu trzymana jest w rękach instytucji państwowych, a nie prywatnych wierzycieli. W tym przypadku może przyszedł czas na zredukowanie długu do możliwych do spłaty poziomów np. o 70% i dalsze kontynuowanie reform. Drugim zdecydowanie bardziej drastycznym rozwiązaniem jest wyjście Grecji ze strefy euro i szybkie dostosowanie za pomocą lokalnej waluty. Wydaje mi się, że oba rozwiązania nie są złe dla gospodarki europejskiej lecz różnią się skalą trudności dla obywateli. Pierwszy przypadek oznacza mniejsze wyrzeczenia za to rozłożone przez wiele lat, zaś drugi szybką i bardzo bolesną terapię szokową. W innym przypadku problem będzie powracał co chwilę i pozostanie nierozwiązany.

Tabela 1. Gospodarka Grecji na tle Unii Europejskiej

Kraj	Poziom PKB w mld euro w pierwszym kwartale 2015
Unia Europejska	3 317
Niemcy	688
Polska	103
Grecja	47
Czechy	41

Źródło: Eurostat

### Moim zdaniem...

... rynek ma zawsze rację, jednak w ostatnim czasie zbyt duże znaczenie zostało przypisane wydarzeniom w Grecji. Emocje, a nie twarde dane, wpłynęły na wyprzedzący na światowych rynkach akcji. Niezależnie od rozwiązania problemu jakie nastąpi, rynki powinny powrócić do fundamentów, a te są wyjątkowo silne. Ze względu na marginalne znaczenie Grecji w gospodarce europejskiej, trudno oczekiwać, aby zawirowania w tym kraju wpłynęły na całą Europę. Udział tej gospodarki w tworzeniu PKB całej Unii Europejskiej wyniósł w pierwszym kwartale 2015 zaledwie 1,4%.

## Rynek surowcowy



### Zboża dają o sobie przypomnieć

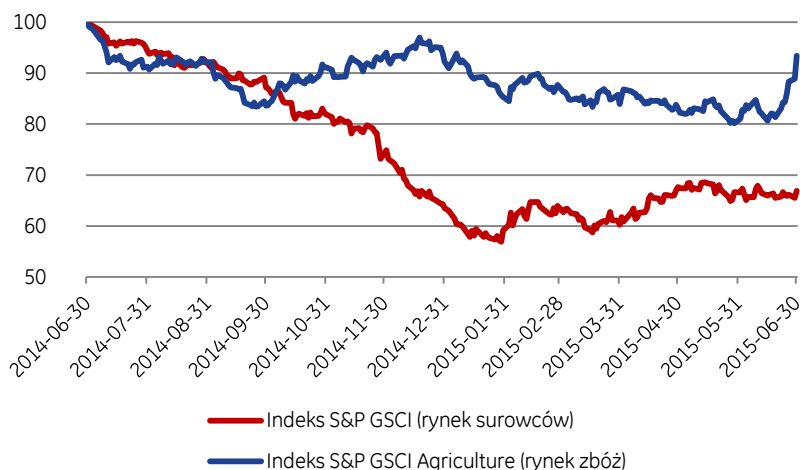
**Karol Godyń**

Zarządzający subfunduszami

Od początku roku uwaga inwestorów i komentatorów rynku surowców skupiona jest przede wszystkim na rynku paliw. Skala przeceny ropy naftowej w pełni to uzasadnia. Nie warto jednak zapominać o pozostałych segmentach rynku. Ze szczególnie ciekawą sytuacją mamy bowiem do czynienia w segmencie zbóż. Ubiegły

miesiąc przyniósł bardzo intensywne deszcze skutkujące podtopieniami w Stanach Zjednoczonych, ale i bardzo niski poziom opadów w Europie. W rezultacie ostatnie dane dotyczące monitoringu stanu upraw wskazują na ich pogorszenie, a ceny zbóż sztywnieją w górę. Notowane w USA kukurydza i soja drożały w czerwcu o kilkanaście, a pszenica niemal 30%! Kolejny słaby miesiąc mają natomiast za sobą metale notowane na brytyjskiej LME (Londyńska Giełda Metali). Pomimo nieco lepszych danych dotyczących chińskiego importu tych surowców, w dalszym ciągu rynek obawia się o stabilność popytu.

Wykres 2. Rynek zbóż na tle rynku surowców (stopy znormalizowane)



Źródło: Bloomberg

### Moim zdaniem...

... ostatnie wzrosty cen zbóż mogą okazać się dopiero początkiem. W najnowszych prognozach amerykańska agencja meteorologiczna NOAA wskazuje, że mamy w tym roku do czynienia z efektem El Nino, a prawdopodobieństwo jego kontynuacji wynosi ponad 90%. Zjawisko to oznacza, że należy się liczyć z dalszymi anomiami pogodowymi (susze i powodzie) uszkadzającymi uprawy.

## Nasze fundusze miesiąca

Najwyższą miesięczną stopę zwrotu\* spośród funduszy otwartych BPH TFI osiągnął subfundusz:

### BPH Globalny Żywności i Surowców +0,14%

Najchętniej wybieranym funduszem\*\* spośród funduszy otwartych BPH TFI był subfundusz:

### BPH Obligacji Korporacyjnych

Tabela 1. Wyniki subfunduszy wydzielonych z BPH FIO Parasolowego – stan na dzień 30.06.2015

Subfundusz	Stopy zwrotu w %						
	1m	3m	6m	12m	24m	36m	60m
BPH Skarbowy	-0,12%	-0,23%	0,41%	1,50%	4,02%	7,73%	15,30%
BPH Pieniężny	-0,09%	-0,03%	0,97%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
BPH Obligacji 1	-0,56%	-1,23%	-0,25%	1,59%	6,22%	10,25%	16,15%
BPH Obligacji 2	-0,99%	-2,07%	-0,04%	3,54%	9,30%	13,74%	17,07%
BPH Obligacji Korporacyjnych	0,00%	0,22%	1,43%	3,28%	b.d.	b.d.	b.d.
BPH Stabilnego Wzrostu	-2,06%	-1,78%	0,77%	0,94%	7,47%	12,79%	13,39%
BPH Zrównoważony	-3,08%	-2,22%	1,38%	0,00%	7,32%	13,40%	8,37%
BPH Selektywny	-1,11%	1,29%	5,38%	3,20%	10,05%	29,51%	b.d.
BPH Globalny Żywności i Surowców	0,14%	1,75%	-4,78%	-25,53%	-19,80%	-21,61%	-16,11%
BPH Akcji	-4,54%	-2,53%	3,55%	0,61%	12,39%	22,28%	8,95%
BPH Akcji Globalny	-2,92%	-0,81%	7,63%	17,20%	24,29%	32,47%	39,19%
BPH Akcji Dynamicznych Spółek	-4,56%	-0,80%	6,96%	3,83%	18,41%	38,47%	14,48%
BPH Akcji Europy Wschodzącej	-3,20%	0,02%	2,53%	1,66%	-2,76%	-3,14%	-8,09%

\*) fundusz, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu w okresie 29.05.2015 – 30.06.2015

\*\*) fundusz, który odnotował najwyższą sumę nabyć w stosunku do wielkości aktywów netto (WAN) w okresie 01.06.2015 – 30.06.2015

Niniejszy komentarz przeznaczony jest wyłącznie dla Klientów BPH Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA (BPH TFI). Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego komentarza wymaga zgody sporządzających komentarz. Komentarz 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 komentarz ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Komentarz niniejszy 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. Komentarz niniejszy nie stanowi również usługi doradztwa finansowego lub inwestycyjnego, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego komentarza 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 jakiegokolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego komentarza, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. BPH TFI jest podmiotem zarządzającym portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych 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.