



### PODSUMOWANIE

#### EBC rozgrzał rynki

**Gospodarka.** Ostatnie tygodnie minęły pod znakiem całkiem niezłej koniunktury na światowych rynkach akcji. Zarówno amerykański S&P500, jak i europejski zanotowały nowe rekordy. Powodów optymizmu globalnych inwestorów było kilka. Bez wątplenia najistotniejsze były oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w strefie euro, które finalnie się zmaterializowały. Nie bez znaczenia był również rozwój sytuacji za naszą wschodnią granicą. Słabnące obawy o nasilenie konfliktu Rosja-Ukraina pozwoliły na odbicie cen na rynkach CEE. Optylizmem powiało także z USA, gdzie dane makro wciąż są dobre, jednak nie na tyle, żeby wzbudzić obawy o przyspieszenie procesu zaostrzania polityki pieniężnej.

**Akcje.** Po wiosennym marazmie, lato przyniosło pewne ożywienie na warszawskim parkiecie. Indeksy giełdowe po zaliczeniu dołka na początku maja, następnie rozpoczęły mozolny marsz w górę. I tak indeks blue chipów WIG30 jest już przeszło 4 proc. ponad majowym minimum, a portfel maluchów WIG250 ponad 3 proc. Podtrzymujemy tezę, że perspektywy dla krajowych akcji są optymistyczne, o czym przesądzają przede wszystkim atrakcyjne wyceny oraz dobre perspektywy dla gospodarki. Z punktu widzenia inwestorów niepokoić może spadek zmienności i oczekiwanej zmienności na rynkach finansowych. Zjawisko to nie ogranicza się wyłącznie do rynku akcji, ale dotyczy również rynku obligacji. Długi okres spokoju może być zwiastunem burzy, jak to miało miejsce w 2007 roku. Taki scenariusz byłby oczywiście najmniej optymistyczny z punktu widzenia inwestorów.

**Obligacje.** Hossa na krajowym rynku obligacji skarbowych trwa w najlepsze. Spadki rentowności można przypisywać kilku czynnikom. Po pierwsze, inflacja w Polsce po raz kolejny zaskoczyła niskimi odczytami. Po drugie, sprzyjała nam koniunktura na rynkach bazowych. Po trzecie, gołębi ton wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej sugeruje, że scenariusze dalszych obniżek stóp procentowych w Polsce wcale nie jest wykluczony. Pomimo gołębic nastrojów, pozostajemy przy opinii, że obecne ceny nie są atrakcyjne z punktu widzenia inwestorów.

#### Spis treści

Podsumowanie	1
Komentarz makroekonomiczny	2
Rynek akcji	3
Obligacje i rynek pieniężny	4
Chartbook	5
Notowania rynkowe	6-7
Wyceny funduszy	8

### RYNKI AKCJI

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	12M%
Polska	WIG	52 927,91	3,99	9,39
Polska	WIG30	2 643,38	3,07	1,99
Polska	WIG50	3 165,07	5,76	18,57
Polska	WIG250	1 264,22	3,64	10,20
Polska	NCIndex	327,17	-4,08	6,57
Czechy	PX50	1 037,39	3,32	10,98
Węgry	BUX	18 912,09	3,70	-3,23
USA	S&P500	1 930,11	1,76	19,70
UK	FTSE100	6 843,11	-0,13	8,63
Francja	CAC40	4 554,40	1,35	20,05
Rosja	RTS	1 374,94	11,39	8,81
Japonia	Nikkei225	14 973,53	3,80	20,31
Chiny	SSE Comp	2 051,71	0,05	-4,50

### WALUTY

Państwo	Indeks	Kurs	5D%	12M%
USA	Dolar	3,04	0,09	5,18
Strefa euro	Euro	4,12	1,60	3,51
UK	Funt bryt.	5,14	-0,26	-2,57
Szwajc.	Frank szw.	3,38	1,28	2,62

### SUROWCE

Towar	Cena (USD)	5D%	12M%
Ropa Brent	113,23	4,45	9,41
Złoto	1 272,70	-1,78	-8,56
Miedź	6 725,00	-1,06	-4,40

### STOPY PROCENTOWE

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)
Polska	WIBOR 1M	2,50
Polska	WIBOR 3M	2,58
Polska	WIBOR 1R	2,65
Polska	Obligacje 2-letnie	2,56
Polska	Obligacje 5-letnie	3,06
Polska	Obligacje 10-letnie	3,53

### WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

Państwo	Wskaźnik	Wart. (%)	Data
Polska	GDP	3,4	2014-03-31
Polska	Inflacja	0,3	2014-04-30
Polska	Bezrobocie	13,0	2014-04-30
Strefa euro	GDP	0,9	2014-03-31
Strefa euro	Inflacja	0,5	2014-05-31
Strefa euro	Bezrobocie	11,7	2014-04-30
USA	GDP	2,0	2014-03-31
USA	Inflacja	2,0	2014-04-30
USA	Bezrobocie	6,3	2014-05-31



## KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

### KOMENTARZ

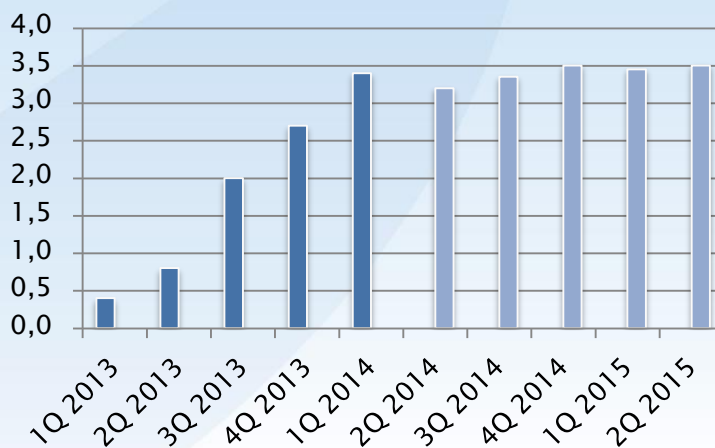
#### EBC w centrum uwagi

Ostatnie tygodnie minęły pod znakiem całkiem niezłej koniunktury na światowych rynkach akcji. Zarówno amerykański S&P500, jak i europejski zanotowały nowe rekordy. Powodów optymizmu globalnych inwestorów było kilka. Bez wątplenia najistotniejsze były oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w strefie euro, które finalnie się zmaterializowały. Nie bez znaczenia był również rozwój sytuacji za naszą wschodnią granicą. Słabnące obawy o nasilenie konfliktu Rosja-Ukraina pozwoliły na odbicie cen na rynkach CEE. Optymizmem powiało także z USA, gdzie dane makro wciąż są dobre, jednak nie na tyle, żeby wzbudzić obawy o przyspieszenie procesu zaostrzania polityki pieniężnej.

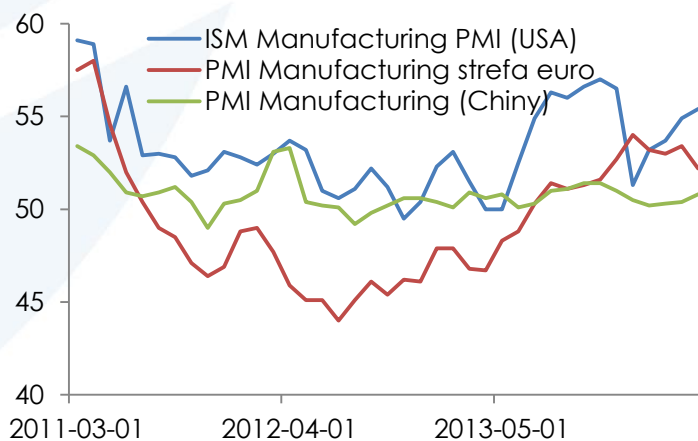
Bez wątplenia wydarzeniem miesiąca była obniżka stóp procentowych w strefie euro, gdzie stopa depozytowa spadła do poziomu ujemnego, czyli do -0,1%. W sumie Mario Draghi zaproponował 5 różnych działań mających na celu ożywienie akcji kredytowej na Starym Kontynencie. Po pierwsze, niewielkie obniżki stóp procentowych. Po drugie, wydłużenie obietnicy utrzymywania bardzo niskich stóp zwrotu aż do końca 2016 roku. Po trzecie, zawieszenie tak zwanej „sterylizacji” skupu obligacji z rynku. Po czwarte, dedykowane operacje refinansujące. Po piąte wreszcie, prace przygotowawcze do skupu obligacji zabezpieczonych aktywami.

Większość mediów i komentatorów okrzyknęła te kroki jako radykalne. Niemniej jednak, naszym zdaniem ich wpływ na rynek może być o wiele mniejszy, niż się oczekuje. Pierwsze dwa kroki najprawdopodobniej nie wywołają wzrostu ilości pieniądza i nasilenia akcji kredytowej, gdyż zmiany są zbyt małe, aby wywołać poruszenie. Zakończenie sterylizacji oznacza w praktyce dodruk pieniądza, jednak na bardzo małą skalę niewiele ponad 1,5 proc. PKB, czyli znacznie mniej niż w USA czy Wielkiej Brytanii. Także skup aktywów zabezpieczonych aktywami nie robi większego wrażenia, gdyż w praktyce rynek ten w Europie jest stosunkowo niewielki. W rezultacie, niewykluczone że Draghi nie osiągnie zamierzonych kroków i już wkrótce będzie musiał sięgnąć po bardziej radykalne narzędzia.

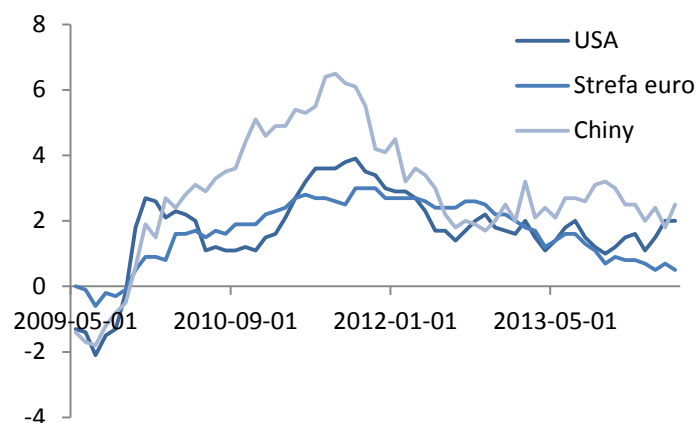
### ŚREDNIA PROGNOZ DLA POLSKIEGO PKB



### INDEKSY PMI NA ŚWIECIE



### INFLACJA NA ŚWIECIE





## RYNEK AKCJI

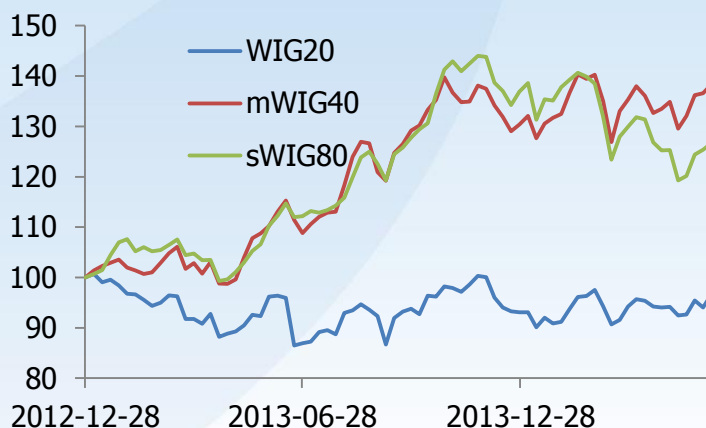
### KOMENTARZ

#### Wyceny wciąż atrakcyjne

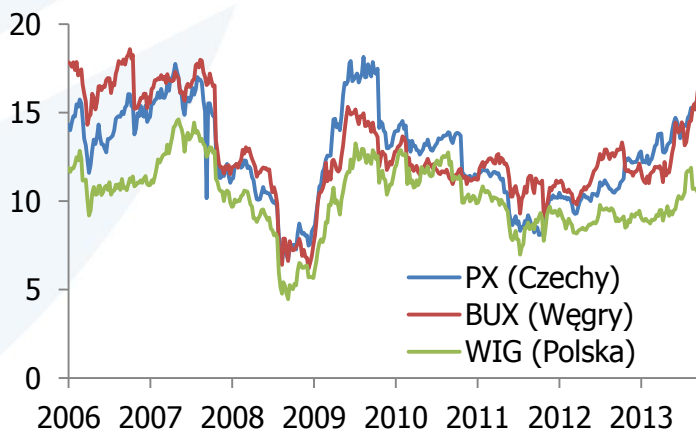
Po wiosennym marazmie, lato przyniosło pewne ożywienie na warszawskim parkiecie. Poprawa koniunktury na GPW ma kilka źródeł. Pierwsze to zaskakująco dobre dane z krajowej gospodarki. Dynamika PKB w pierwszym kwartale wyraźnie przekroczyła oczekiwania ekonomistów i uplasowała się na poziomie 3,4 proc. Czynnikiem drugiego to zmniejszenie się obaw o rozwój sytuacji za wschodnią granicą. Można odnieść wrażenie, że rozwój wydarzeń przestał grozić dalszą eskalacją, co zmniejszyło ryzyko polityczne w regionie. Kwestia trzecia to sprawa OFE. W opinii szeregu analityków prawdopodobieństwo znaczącej podaży akcji w wyniku reformy emerytalnej. Wprawdzie do końca maja chęć pozostania w OFE zadeklarowało zaledwie 1% uczestników, a zagraniczni inwestorzy w obawie przed podażą wstrzymują się z zakupami, jednak w naszej opinii ryzyko gwałtownej przeceny jest ograniczone. Przed wyprzedają akcji z OFE rynek uchroni duże dywidendy ze spółek oraz spora poduszka płynności w postaci gotówki i zagranicznych spółek. Źródło czwarte wreszcie to spadające stopy procentowe. Rentowność krajowych 10-latek plasuje się już na poziomie 3,5 proc., co sprawia, że inwestycje alternatywne w stosunku do akcji są coraz mniej konkurencyjne. Szukanie wyższych rentowności ma swoje „ujście” w wysokich napływach do funduszy inwestycyjnych.

Podtrzymujemy tezę, że perspektywy dla krajowych akcji są optymistyczne, o czym przesądzają przede wszystkim atrakcyjne wyceny oraz dobre perspektywy dla gospodarki. Indeks MSCI Poland notowany jest obecnie przy wskaźniku ceny do wartości księgowej na poziomie 1,35, czyli rekordowo niskim w stosunku do innych rynków wschodzących (1,5) oraz świata (2,15). Wprawdzie wskaźnik ceny do zysku jest już mniej korzystny (15,5 względem 13,5 dla rynków wschodzących), jednak warto dokonać analizy w kontekście perspektyw gospodarki. Polskie PKB w roku 2014 i 2015 ma szansę zwiększać się najszybciej w regionie, więc zapewne pociągnie to za sobą również rentowności działalności firm z warszawskiego parkietu i uzasadni obecne wyceny.

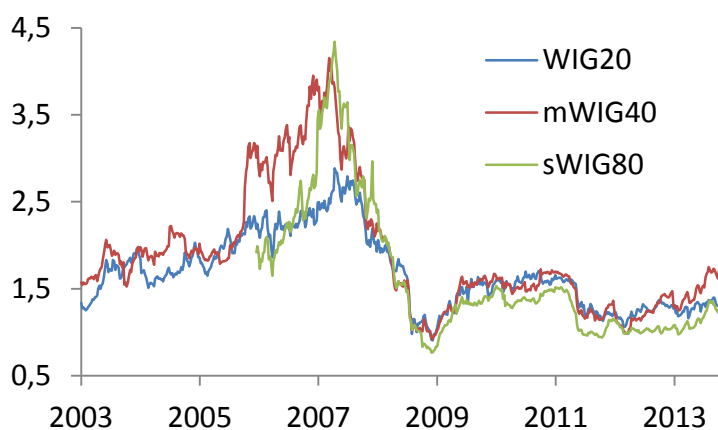
### NOTOWANIA INDEKSÓW W POLSCE



### CENA DO PROGNOZOWANEGO ZYSKU



### CENA DO WARTOŚCI KSIĘGOWEJ





## OBLIGACJE I RYNEK PIENIĘŻNY

### KOMENTARZ

#### Obligacyjnej hossy ciąg dalszy

Hossa na krajowym rynku obligacji skarbowych trwa w najlepsze. Wprawdzie już od dłuższego czasu jesteśmy zdania, że obecne poziomy rentowności nie są szczególnie atrakcyjne z punktu widzenia inwestorów giełdowych, jednak ich systematyczny spadek jest faktem. Rentowność krajowych dwulatek spadła do najniższego poziomu 2,5 proc., czyli najniższego od maja ubiegłego roku, natomiast 10-latek do poziomu 3,5 proc. Obniżka rentowności papierów krótkoterminowych była większa, aniżeli długoterminowych, więc krzywa rentowności nieznacznie się „wystromiła”.

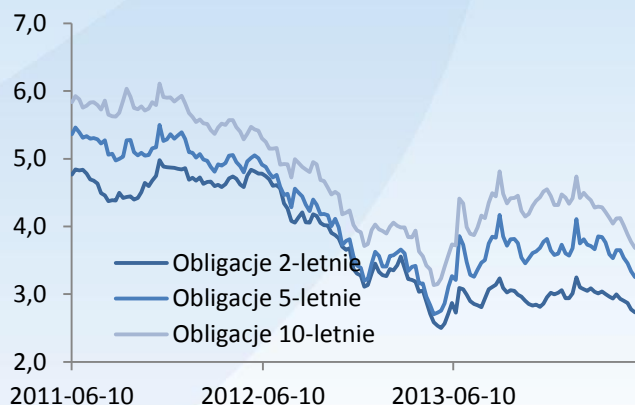
Spadki stóp procentowych można przypisywać kilku czynnikom. Po pierwsze, inflacja w Polsce po raz kolejny zaskoczyła niskimi odczytami. W kwietniu wyniosła zaledwie 0,3 proc., a więc za wyjątkiem czerwca ubiegłego roku była najniższa w nowożytnej historii Polski. Co więcej, wiele wskazuje na to, że nie ma presji na jej rychłe wzrosty.

Po drugie, sprzyjała nam koniunktura na rynkach bazowych. W strefie euro Mario Draghi po raz pierwszy w historii zdecydował się na ujemną stopę depozytową. Co więcej, wydaje się, że ten krok i tak może nie wystarczyć, aby pobudzić akcję kredytową w Europie, i konieczne będą dalsze działania, wraz z dodrukiem pieniądza włącznie.

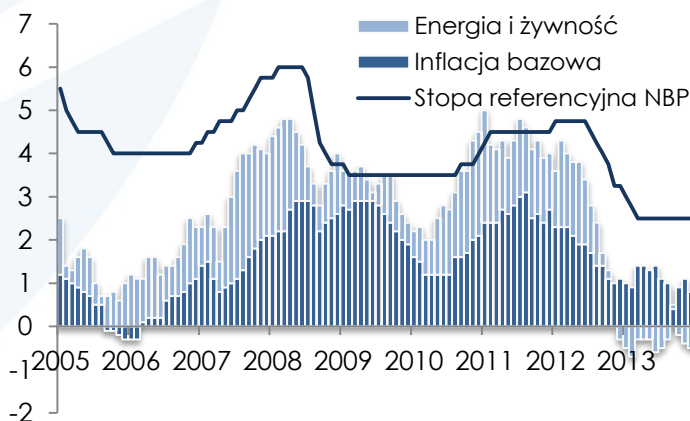
Po trzecie, gotębi ton wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej sugeruje, że scenariusze dalszych obniżek stóp procentowych w Polsce wcale nie jest wykluczony. Wprawdzie sam stoi na stanowisku, że obecnie priorytetem jest stabilizacja stóp procentowych, jednak wydaje się, że prawdopodobieństwo ewentualnych obniżek rośnie.

Pomimo gotębich nastrojów, pozostajemy przy opinii, że obecne poziomy rentowności nie są atrakcyjne z punktu widzenia inwestorów i raczej skłaniają do poszukiwania możliwości zwiększenia rentowności. Uważamy, że ryzyko ewentualnej przeceny na rynku obligacji w związku z nieoczekiwanym odbiciem oczekiwań inflacyjnych lub pogorszeniem w sferze fiskalnej jest istotne.

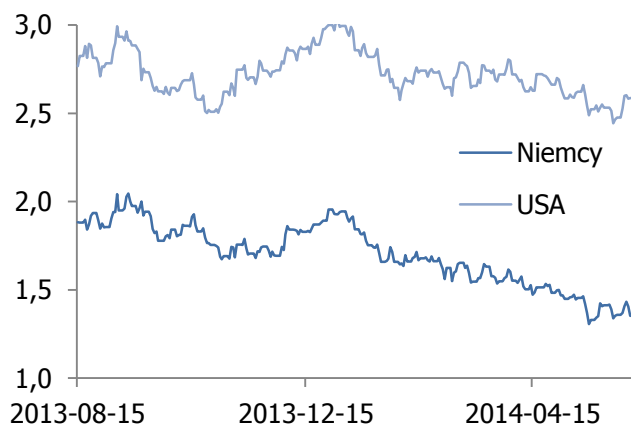
### RENTOWNOŚCI OBLIGACJI W POLSCE (%)



### INFLACJA W POLSCE (%)



### RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 10-LETNICH (%)





## WIG30



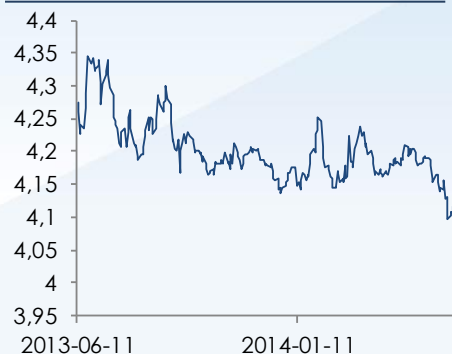
## S&P500



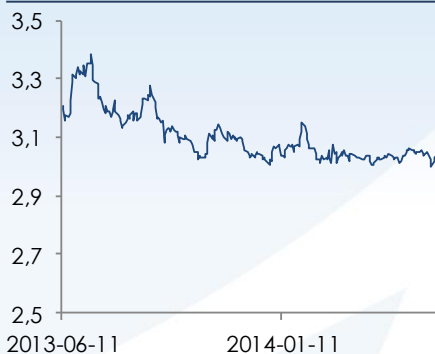
## DAX



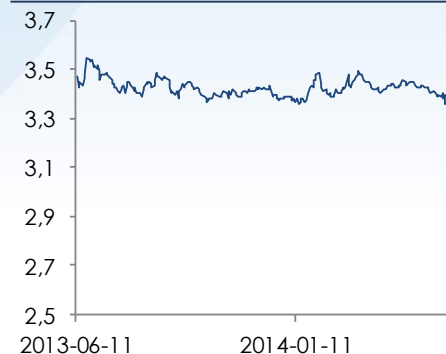
## EUR/PLN



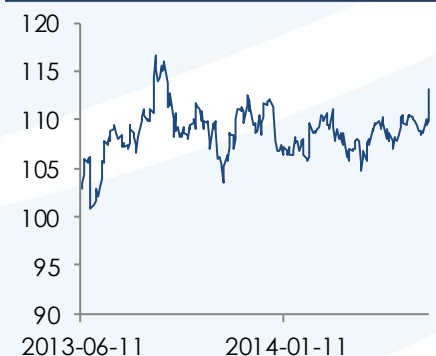
## USD/PLN



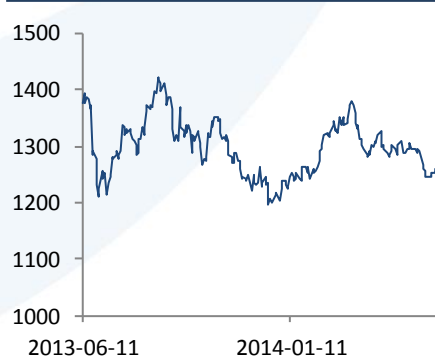
## CHF/PLN



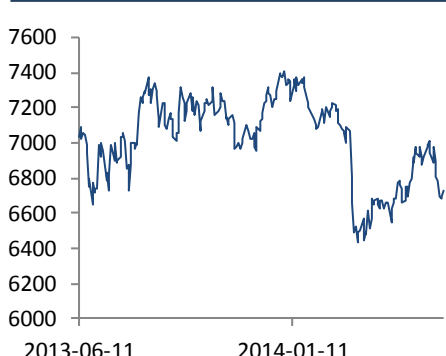
## ROPA (USD/BARYŁKA)



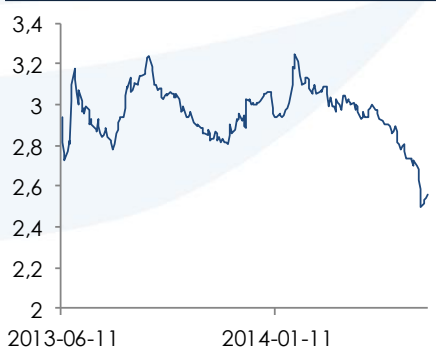
## ZŁOTO (USD/UNCJA)



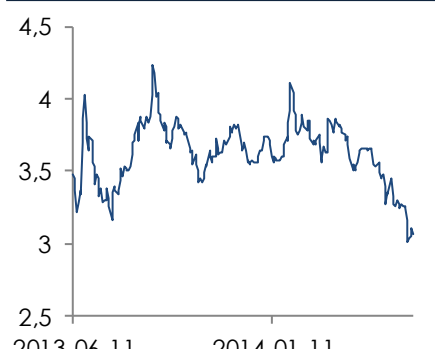
## MIEDŹ (USD/TONA)



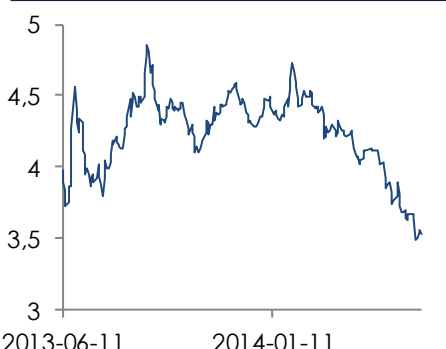
## OBLIGACJE 2-LETNIE (%)



## OBLIGACJE 5-LETNIE (%)



## OBLIGACJE 10-LETNIE (%)





### RYNEK AKCJI - POLSKA

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Polska	WIG	52 927,91	3,99	4,77	1,89	9,39	34,27	7,85	63,55
Polska	WIG30	2 643,38	3,07	5,23	2,73	1,99	18,56	-8,38	31,69
Polska	WIG50	3 165,07	5,76	1,43	-2,43	18,57	-	-	-
Polska	WIG250	1 264,22	3,64	-2,86	-8,63	10,20	-	-	-
Polska	NCIndex	327,17	-4,08	-8,27	-7,04	6,57	-11,14	-42,57	-17,51

### RYNKI AKCJI – GOSPODARKI ROZWINIĘTE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	S&P500	1 930,11	1,76	3,31	8,71	19,70	45,76	51,86	103,98
USA	Nasdaq Com	4 297,63	3,71	-0,59	7,48	26,38	51,16	62,56	131,20
Europa	EuroStoxx50	3 298,38	3,43	8,02	12,41	22,50	53,29	18,78	31,35
UK	FTSE100	6 843,11	-0,13	3,36	6,17	8,63	25,02	18,68	54,06
Francja	CAC40	4 554,40	1,35	5,76	11,93	20,05	49,48	19,69	36,93
Niemcy	DAX	9 938,70	2,43	8,16	10,22	22,05	61,31	40,58	96,06
Szwajcaria	SMI Index	8 670,98	1,47	4,34	10,46	13,25	46,47	39,92	57,03
Japonia	Nikkei225	14 973,53	3,80	1,06	-2,79	20,31	74,36	58,48	47,73
Australia	AS30	5 407,91	-1,23	-0,39	6,01	15,43	31,53	16,68	33,15

### RYNKI AKCJI – GOSPODARKI WSCHODZĄCE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Czechy	PX50	1 037,39	3,32	7,19	7,34	10,98	19,19	-14,65	8,37
Węgry	BUX	18 912,09	3,70	15,72	3,45	-3,23	11,98	-17,78	16,36
Turcja	ISE100	79 834,33	5,13	26,20	9,25	3,84	37,17	25,33	129,30
Rosja	RTS	1 374,94	11,39	24,98	-1,34	8,81	7,21	-28,61	21,98
Chiny	SSE Comp.	2 051,71	0,05	1,61	-6,57	-4,50	-11,52	-24,02	-25,22
Hong Kong	Hang Seng	23 175,02	3,68	6,52	-0,31	10,95	21,80	2,96	22,69
Indie	Sensex	25 576,21	8,60	17,02	22,22	34,32	51,67	40,00	67,85
Brazylia	BOVESPA	55 102,44	1,94	20,15	9,94	12,04	0,10	-12,11	2,88
Meksyk	IPC	42 617,62	1,26	10,31	0,74	7,95	14,35	21,89	67,39

### WALUTY

Państwo	Waluta	Kurs	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	Dolar	3,04	0,09	0,06	0,08	5,18	13,83	-9,58	5,14
Europa	Euro	4,12	1,60	2,64	1,56	3,51	5,02	-4,28	8,73
UK	Funt bryt.	5,14	-0,26	-1,79	-3,35	-2,57	4,70	-13,38	2,12
Szwajcaria	Frank szw.	3,38	1,28	2,82	1,09	2,62	6,46	-3,67	-12,46
Czechy	Korona czeska	0,15	1,60	2,80	1,20	10,99	12,12	8,46	11,78
Węgry	Forint (100)	1,34	2,78	0,46	2,89	7,12	8,60	10,63	20,31
Norwegia	Korona norw.	0,51	1,32	0,75	-3,22	9,49	13,52	-1,18	-0,51
Szwecja	Korona szw.	0,45	1,92	5,15	1,43	7,99	7,62	-4,45	-8,57
Kanada	Dolar kanad.	2,80	-0,28	-2,32	2,10	11,80	20,36	0,16	2,01



**SYTUACJA NA RYNKACH**

16 czerwca 2014 roku

**INDEKSY RYNKU SUROWCÓW**

Indeks	Sektor	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
SP-GSCI TR	Indeks globaln	5 013,13	0,42	2,09	4,79	6,46	14,32	-5,85	12,28
SP-GSCI TR	Rolny	636,98	-9,23	-7,83	2,68	-9,27	-1,54	-24,82	1,94
SP-GSCI TR	Energia	1 163,19	2,89	3,03	4,42	11,09	22,81	0,82	11,70
SP-GSCI TR	Metale przem.	1 337,06	0,78	5,24	-1,14	-3,01	-10,25	-30,33	3,06
SP-GSCI TR	Metale szlach.	1 584,90	-2,59	-8,29	2,31	-10,08	-24,37	-23,94	28,78

**SUROWCE**

Rynek	Cena (USD)	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
ICE	Ropa brent	113,23	4,45	4,82	4,20	9,41	16,56	-4,67	59,66
CMX	Olej opałowy	298,96	2,44	2,19	0,32	3,26	14,04	-3,72	62,70
LME	Miedź	6 725,00	-1,06	3,58	-6,95	-4,40	-9,27	-24,64	25,58
LME	Aluminium	1 829,50	6,23	6,93	3,03	-1,08	-5,59	-29,42	9,78
CMX	Złoto	1 272,70	-1,78	-7,14	3,81	-8,56	-21,08	-16,74	35,38
CMX	Srebro	19,52	0,08	-8,50	0,58	-10,47	-32,59	-46,28	31,19
CBOT	Kukurydza	444,00	-10,75	-8,31	3,68	-31,77	-23,97	-43,58	4,35
CBOT	Soja	1 415,25	-4,62	2,42	6,91	-8,15	-1,38	2,02	13,63
LIFFE	Cukier	455,20	-3,82	-1,45	2,25	-4,19	-21,56	-37,08	5,57
LIFFE	Kawa	1 957,00	-8,34	-13,06	7,47	12,02	-5,09	-20,51	28,50
LIFFE	Kakao	1 964,00	11,53	6,33	13,39	26,87	26,55	6,28	12,23
NYB-ICE	Bawełna	85,62	-6,22	-7,14	3,08	-4,93	13,30	-42,93	52,62
CME	Żywiec	146,03	6,08	1,49	10,42	21,54	22,15	42,15	81,45

**OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – POLSKA**

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Polska	WIBOR 1M	2,50	2,52	2,75
Polska	WIBOR 3M	2,58	2,62	2,66
Polska	WIBOR 1R	2,65	2,70	2,59
Polska	Obligacje 2-letnie	2,56	2,87	2,76
Polska	Obligacje 5-letnie	3,06	3,40	3,37
Polska	Obligacje 10-letnie	3,53	3,83	3,84

**OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – ZAGRANICA**

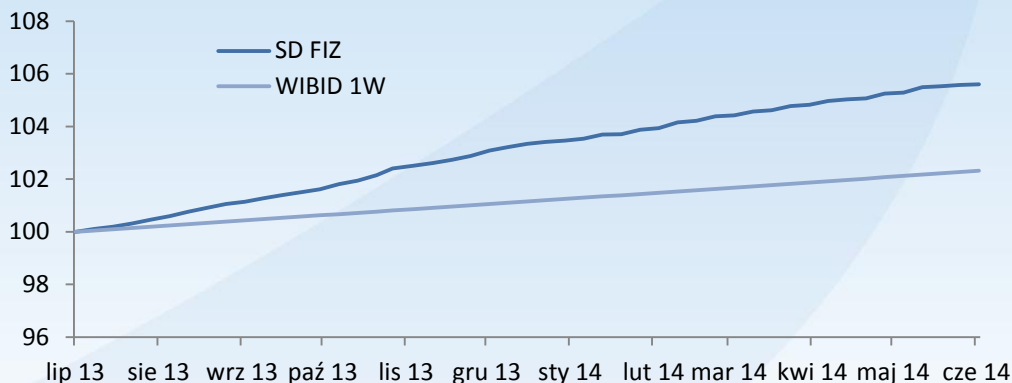
Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Europa	EURIBOR3M	0,26	0,34	0,21
Niemcy	Obligacje 2-letnie	0,04	0,11	0,15
Niemcy	Obligacje 5-letnie	0,40	0,53	0,59
Niemcy	Obligacje 10-letnie	1,39	1,42	1,56
USA	LIBOR3M	0,23	0,22	0,27
USA	Obligacje 2-letnie	0,44	0,38	0,28
USA	Obligacje 5-letnie	1,68	1,61	1,06
USA	Obligacje 10-letnie	2,59	2,61	2,15



## WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH SATURN

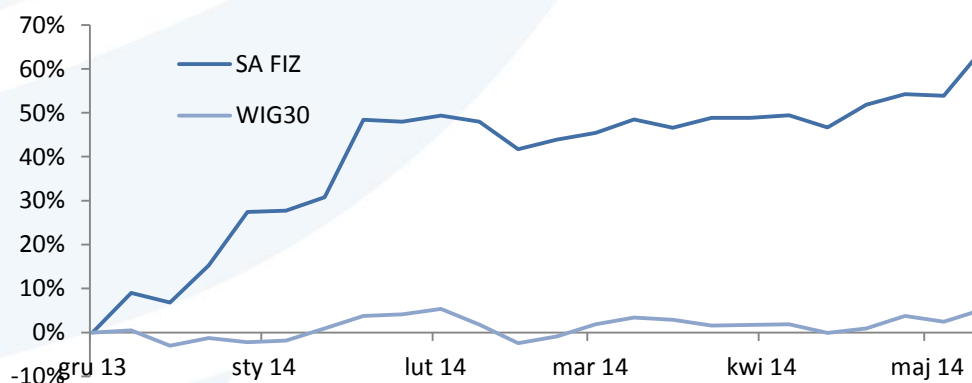
16 czerwca 2014 roku

### SATURN DEPOZYTOWY FIZ



	Aktualna wycena*	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	3 miesiące zmiana %	6 miesięcy zmiana %	Zmiana % w skali roku	Odch. stand. %
SATURN Depozytowy FIZ	<b>105,83</b>	<b>0,21</b>	<b>0,51</b>	<b>1,34</b>	<b>2,53</b>	<b>6,22</b>	<b>0,41</b>

### SATURN AGRESYWNY FIZ



	Aktualna wycena	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	2 miesiące zmiana %	3 miesiące zmiana %	Od uruchomienia %	Odch. stand. %
SATURN Agresywny FIZ	<b>166,84</b>	<b>3,07</b>	<b>15,59</b>	<b>15,64</b>	<b>14,55</b>	<b>69,48</b>	<b>31,06</b>
WIG30	<b>2 643,38</b>	<b>-0,92</b>	<b>4,32</b>	<b>1,29</b>	<b>2,42</b>	<b>4,23</b>	<b>14,89</b>

\*Wyceny na dzień 13/06/2014.





## **SATURN TFI S.A.**

**Adam Zaremba**  
**Główny Ekonomista**

tel. +48 533 923 223

e-mail: [adam.zaremba@saturntfi.pl](mailto:adam.zaremba@saturntfi.pl)

internet: [www.sdfiz.pl](http://www.sdfiz.pl); [www.safiz.pl](http://www.safiz.pl)

Fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność ufamy, ale nie gwarantujemy ich poprawności oraz kompletności. Dane rynkowe zostały zaczerpnięte z serwisu Bloomberg.

Prognozy i opinie zawarte w opracowaniu są wyrazem naszej oceny i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Autorzy i SATURN TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy i nie może być rozpowszechniany lub powielany w części ani całości bez wyraźnej zgody autora.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty sprzedaży, propozycji dokonania jakiegokolwiek inwestycji, porady informacyjnej ani też rekomendacji kupna lub sprzedaży żadnego instrumentu finansowego.

SATURN TFI S.A. od czasu do czasu może być zaangażowany w lub zajmować pozycje długie lub krótkie na instrumentach opisanych w niniejszym opracowaniu.