



PODSUMOWANIE

Czarne chmury nad krajową gospodarką

Makro. Publikacje makro ujawniają coraz większy rozdzźwięk pomiędzy sytuacją za oceanem i na Starym Kontynencie. Podczas gdy w USA kondycja gospodarki nie tylko się poprawia, ale wręcz pozytywnie zaskakuje, Europa popada w coraz większy marazm. W Stanach Zjednoczonych nie tylko nieustannie poprawiają się wskaźniki bieżące, ale również pozytywnie zaskakują wyprzedzające. Diametralnie odmiennie wygląda sytuacja strefy euro. Wskaźnik PMI dla wspólnego obszaru walutowego wprawdzie obronił poziom 50 pkt., jednak właściwie jest to głównie zasługą gospodarki niemieckiej. We Francji czy we Włoszech osunął się on już poniżej demarkacyjnej granicy 50 pkt., która oddziela wzrost od recesji. Dodatkowo, na i tak już wątłą koniunkturę, nakłada się jeszcze konflikt gospodarczy z Rosją. Na kiepskie perspektywy w strefie euro zareagował z nową energią EBC, obniżając po raz kolejny stopy procentowe i zapowiadając skup obligacji komercyjnych. Naszym zdaniem, ta strategia może nie dać jednak zadowalających rezultatów.

Akcje. Polska gospodarka przyprawia ostatnimi czasy o ból głowy. Wyraźne osłabienie koniunktury staje się faktem, a perspektywy mogą być jeszcze gorsze, aniżeli przeciętnie oczekuje tego rynek. Pesymistyczny scenariusz jest taki, że zamiast spodziewanych 3,5% wzrostu PKB w 2014, dynamika spadnie nawet do 2,0-2,5%. Z coraz większym sceptycyzmem patrzemy na globalne rynki akcji, co wynika z kilku przesłanek. Paradoksalnie nieźle na tym tle wygląda polski rynek akcji, ze stosunkowo stonowanymi wycenami i wciąż niskimi marżami.

Obligacje. Za nami kolejny miesiąc rekordów na rynku obligacji. Dodatkowy popyt ze strony inwestorów doprowadził do obniżenia rentowności właściwie na całej długości krzywej dochodowości, przy czym spadek był szczególnie silny na środkowym odcinku krzywej. Dobra koniunktura na rynku krajowych skarbówek to przede wszystkim zasługa niskiej inflacji i gry pod spadki stóp procentowych. Naszym zdaniem, Rada zdecyduje się na dwie kolejne obniżki stóp procentowych: 25 punktów bazowych na najbliższym posiedzeniu oraz o kolejne 25 punktów na początku 2015 roku, po ocenie zmian w sytuacji gospodarczej.

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	54 343,35	5,50	10,12
Polska	WIG30	2 668,14	3,35	6,12
Polska	WIG50	3 174,77	9,33	7,56
Polska	WIG250	1 194,17	6,03	-2,93
Polska	NCIndex	308,59	-1,43	-2,78
Czechy	PX50	990,80	0,70	2,36
Węgry	BUX	18 675,80	6,68	1,37
USA	S&P500	1 980,66	1,31	17,34
UK	FTSE100	6 804,21	1,72	3,35
Francja	CAC40	4 428,63	6,09	7,63
Rosja	RTS	1 194,73	-3,05	-14,45
Japonia	Nikkei225	15 948,29	4,11	10,72
Chiny	SSE Comp	2 339,14	5,05	4,83

WALUTY

Państwo	Indeks	Kurs	5D%	12M%
USA	Dolar	3,24	-3,27	-2,88
Strefa euro	Euro	4,20	0,17	0,07
UK	Funt bryt.	5,27	-0,55	-4,91
Szwajc.	Frank szw.	3,47	0,23	-2,04

SUROWCE

Towar	Cena (USD)	5D%	12M%
Ropa Brent	96,87	-6,43	-14,11
Złoto	1 233,80	-5,42	-5,70
Miedź	6 864,50	-1,59	-2,35

STOPY PROCENTOWE

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)
Polska	WIBOR 1M	2,43
Polska	WIBOR 3M	2,37
Polska	WIBOR 1R	2,35
Polska	Obligacje 2-letnie	2,06
Polska	Obligacje 5-letnie	2,46
Polska	Obligacje 10-letnie	3,19

WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

Państwo	Wskaźnik	Wart. (%)	Data
Polska	GDP	3,3	2014-06-30
Polska	Inflacja	-0,3	2014-08-31
Polska	Bezrobocie	11,9	2014-07-31
Strefa euro	GDP	0,7	2014-06-30
Strefa euro	Inflacja	0,3	2014-08-31
Strefa euro	Bezrobocie	11,5	2014-07-31
USA	GDP	2,5	2014-06-30
USA	Inflacja	2,0	2014-07-31
USA	Bezrobocie	6,1	2014-08-31



KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

KOMENTARZ

Nożyce między USA a Europą coraz szersze

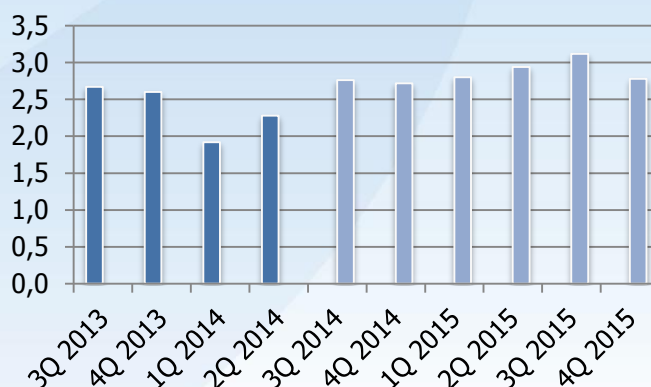
Publikacje makro ujawniają coraz większy rozdźwięk pomiędzy sytuacją za oceanem i na Starym Kontynencie. Podczas gdy w USA kondycja gospodarki nie tylko się poprawia, ale wręcz pozytywnie zaskakuje, Europa popada w coraz większy marazm. W Stanach Zjednoczonych nie tylko nieustannie poprawiają się wskaźniki bieżące, ale również pozytywnie zaskakują wyprzedzające. Wskaźnik ISM wzrósł ostatnio do poziomu 59 punktów, czyli najwyższy od 2011 roku. Dodatkowo, subindeksy wskazują na bardzo dobre odczyty tych wskaźników, które najlepiej obrazują nadchodzącą przyszłość. Na przykład, wskaźnik nowych zamówień poszybował aż do 66,7 pkt. Wbrew powszechnym sądom, nie najgorzej ma się również rynek pracy. Jeżeli utrzyma się poziom przyrostu nowych miejsc pracy, to na koniec roku amerykańska gospodarka będzie wytwarzać najwięcej płatnych etatów od 15 lat.

Diametralnie odmiennie wygląda sytuacja strefy euro. Wskaźnik PMI dla wspólnego obszaru walutowego wprawdzie obronił poziom 50 pkt., jednak właściwie jest to głównie zastąg gospodarki niemieckiej. We Francji czy we Włoszech osunął się on już poniżej demarkacyjnej granicy 50 pkt., która oddziela wzrost od recesji. Dodatkowo, na i tak już wątplą koniunkturę, nakłada się jeszcze konflikt gospodarczy z Rosją. Po raz kolejny warto podkreślić, że sprawa jest o tyle niebezpieczna, że właściwie cały plan wyjścia Europy z kryzysu zadłużeniowego opiera się na założeniu, że wyciągnie ją z niego wzrost gospodarczy. Tymczasem wzrostu nie ma, a poziom zadłużenia we wszystkich krajach PIIGS wciąż rośnie.

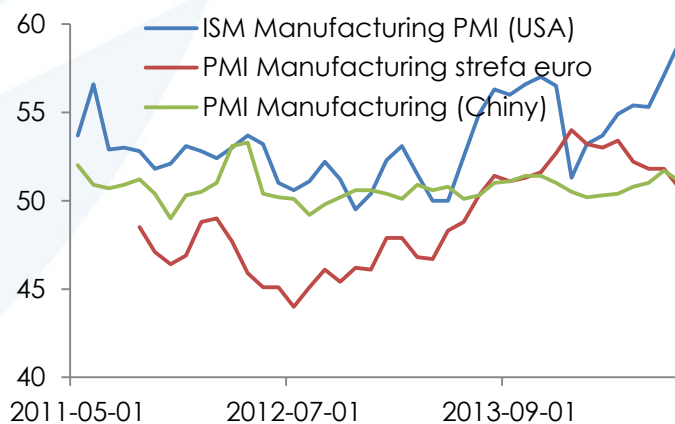
Olbrzymi rozdźwięk pomiędzy USA i strefą Euro najlepiej chyba oddaje indeks zaskoczeń Citibanku. Podczas gdy w strefie euro spadł on poniżej -45 pkt., w USA przekroczył +35 pkt.

Na kiepskie perspektywy w strefie euro zareagował z nową energią EBC, obniżając po raz kolejny stopy procentowe i zapowiadając skup obligacji komercyjnych. Naszym zdaniem, ta strategia może nie dać jednak zadowalających rezultatów, podobnie jak w Japonii, gdzie rekordowo niskie stopy procentowe i regularny dodruk pieniędzy od 20 lat nie potrafią rozruszać gospodarki. Co więcej, w długim terminie może to wręcz doprowadzić do niezasadnej alokacji zasobów, zwiększyć ryzyko systemowe i zaangażowanie państwa w gospodarkę.

ŚREDNIA PROGNOZ DLA POLSKIEGO PKB



INDEKSY PMI NA ŚWIECIE



PMI I PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA W POLSCE





RYNEK AKCJI

KOMENTARZ

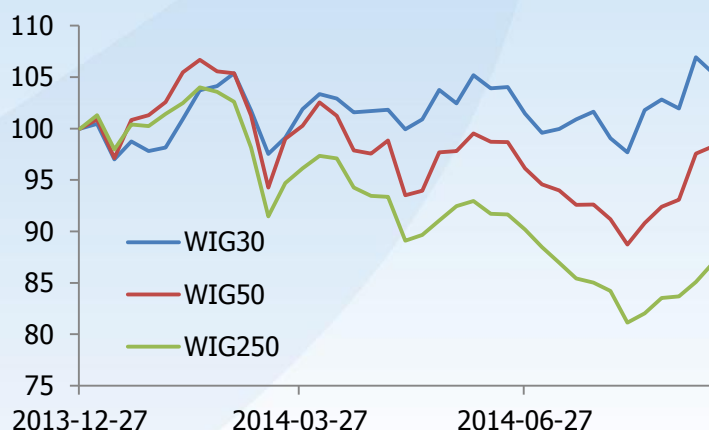
Gospodarka martwi inwestorów

Polska gospodarka przyprawia ostatnimi czasy o ból głowy. Wyraźne osłabienie koniunktury staje się faktem, a perspektywy mogą być jeszcze gorsze, aniżeli przeciętnie oczekuje tego rynek. W sierpniu indeks PMI dla krajowego przemysłu nie dość że po raz kolejny utrzymał się poniżej 50 pkt., to jeszcze pogłębił ostatni dotek osuwając się do 49 pkt. Niepokojące tendencje obrazują również poszczególne subindeksy. Nie dość, że subindeks nowych zamówień spadł do 48,1 pkt., to na dodatek subindeks zamówień eksportowych wzrósł do 50 pkt. Oznacza to, że ostatnie osłabienie wskaźników makro może nie wynikać z wojny handlowej z Rosją, ale ze spadku zamówień z krajowego przemysłu. Efekt sankcji jeszcze dopiero zobaczymy. Niewykluczone, że przed nami fala obniżek prognoz wzrostu gospodarczego. Pesymistyczny scenariusz jest taki, że zamiast spodziewanych 3,5% wzrostu PKB w 2014, dynamika spadnie nawet do 2,0-2,5%.

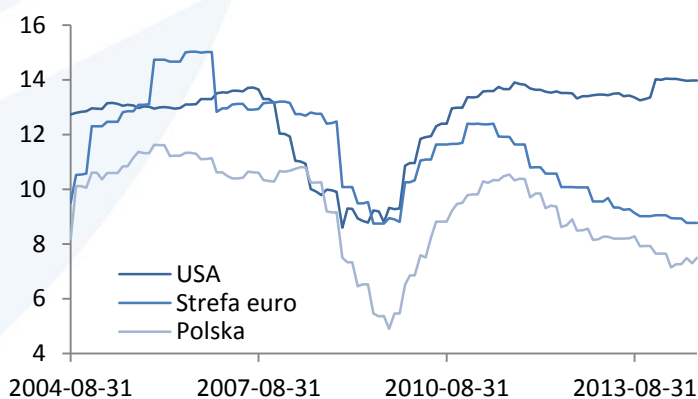
Z coraz większym sceptycyzmem patrzymy na globalne rynki akcji, co wynika z kilku przesłanek. Po pierwsze, wyceny na większości rynków rozwiniętych, w tym w szczególności w Stanach Zjednoczonych, są na statystycznie wysokich poziomach. Oznacza to, że właściwie odpada argument, że na rynkach jest „tanio”, jako uzasadnienie dla dalszych zwyżek. Po drugie, marże operacyjne są bardzo wysokie w perspektywie ostatniej dekady. Dalszy wzrost jest mało prawdopodobny. Po trzecie, trudno też sobie wyobrazić, że zwyczki na giełdach wspierać będzie dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Stopy procentowe zawędrowały wyjątkowo nisko, więc – w szczególności w USA – ryzyka są raczej po stronie wzrostów.

Paradoksalnie nieźle na tym tle wygląda polski rynek akcji, ze stosunkowo stonowanymi wycenami i wciąż niskimi marżami. Szczególnie nisko wyceniane są obecnie małe spółki. Niskie stopy zwrotu z maluchów w ostatnim półroczu to problem globalny, jednak w Polsce został on szczególnie „zamplifikowany” na skutek problemów OFE. Podsumowując, wydaje się, że dla pragnących utrzymać zaangażowanie na rynku akcji bezpieczniejszym rozwiązaniem będzie skupić się na krajowych maluchach i średniakach, aniżeli szukać okazji zagranicą.

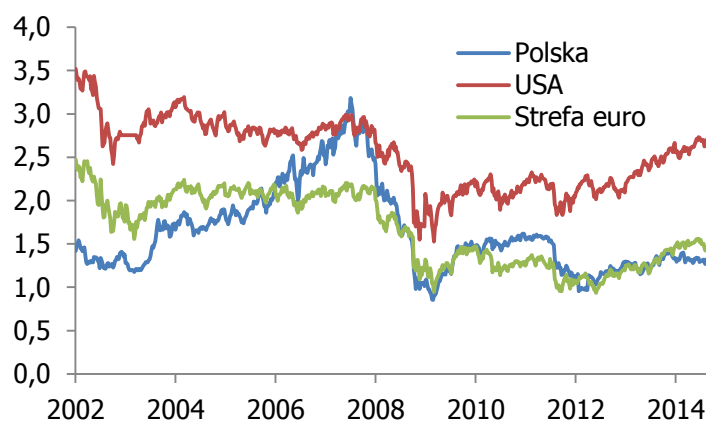
INDEKSY AKCJI W POLSCE



WSKAŹNIK CENY DO WARTOŚCI KSIĘGOWEJ



WSKAŹNIK CENY DO PROGNOZOWANEGO ZYSKU





OBLIGACJE I RYNEK PIENIĘŻNY

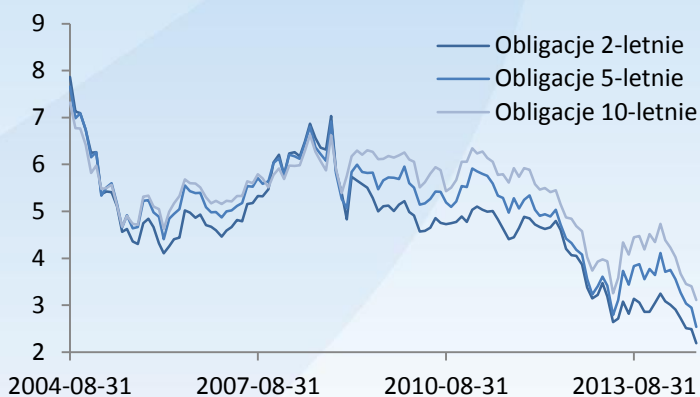
KOMENTARZ

Na rynku obligacji ponownie rekordy

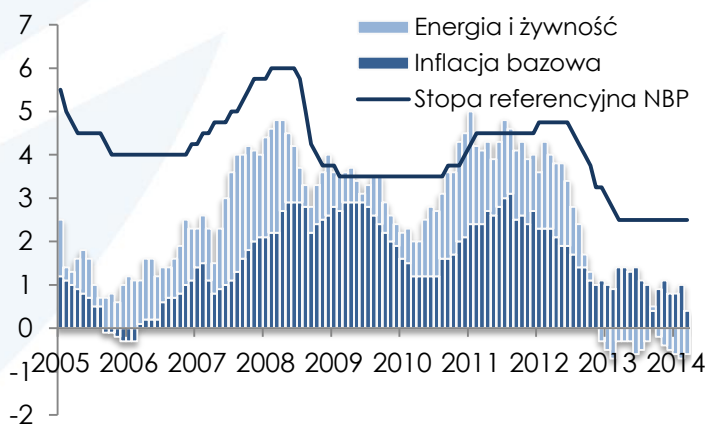
Za nami kolejny miesiąc rekordów na rynku obligacji. Dodatkowy popyt ze strony inwestorów doprowadził do obniżenia rentowności właściwie na całej długości krzywej dochodowości, przy czym spadek był szczególnie silny na środkowym odcinku krzywej. Rentowność obligacji 2-letnich spadła do najniższego poziomu w nowożytnej historii 2,02%. Rekordowo drogie były w pewnym momencie również 10-latki, których dochodowość obniżyła się na początku września do zaledwie 2,83%. Później jednak, z braku nowych informacji dotyczących polskiego rynku, krajowe papiery podążyły za rynkiem amerykańskim. W rezultacie, zobaczyliśmy szybki wzrost rentowności do 3,2%. Pomimo tej obniżki, wyjątkowo silnie zawężyły się różnice pomiędzy wyceną polskich i niemieckich obligacji. Dyferencjał pomiędzy rentownościami sięgnął zaledwie 1,9 punktu procentowego.

Dobra koniunktura na rynku krajowych skarbówek to przede wszystkim zasługa niskiej inflacji i gry pod obniżki stóp procentowych. Pomimo, że na ostatnim posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zdecydowała się na obniżki, to część członków już w lipcu sugerowało możliwe cięcia stóp. Powody, to oczywiście hamująca gospodarka i rekordowo niska inflacja, a właściwie deflacja. Dodatkowo, obecny konflikt handlowy z Rosją zapewne jeszcze pogłębi obie tendencje. Naszym zdaniem, Rada zdecyduje się na dwie kolejne obniżki stóp procentowych: 25 punktów bazowych na najbliższym posiedzeniu oraz o kolejne 25 punktów na początku 2015 roku, po ocenie zmian w sytuacji gospodarczej. Warto zauważyć, że wydaje się, iż rynek obligacji wycenia obecnie cięcia o nawet 75 punktów bazowych. Jednocześnie nie zmieniamy naszego poglądu na krajowe skarbówki i patrzymy na nie z dużą ostrożnością.

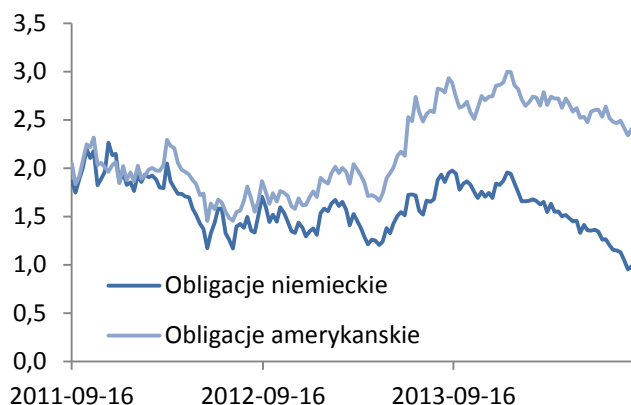
RENTOWNOŚCI OBLIGACJI W POLSCE (%)



INFLACJA W POLSCE (%)



RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 10-LETNICH (%)





WIG30



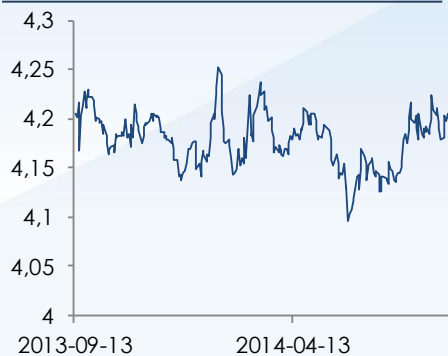
S&P500



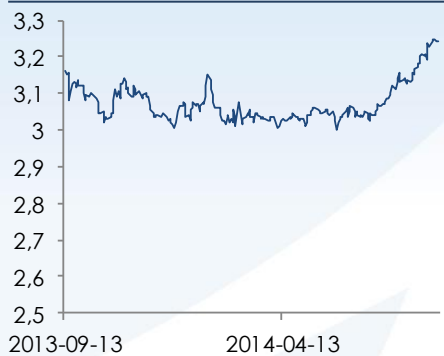
DAX



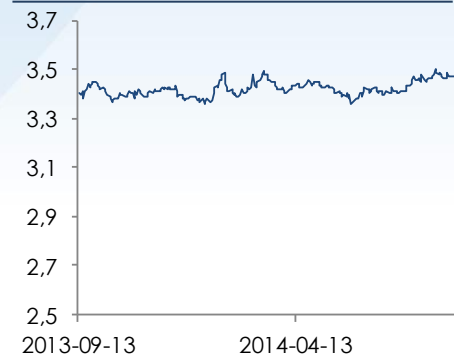
EUR/PLN



USD/PLN



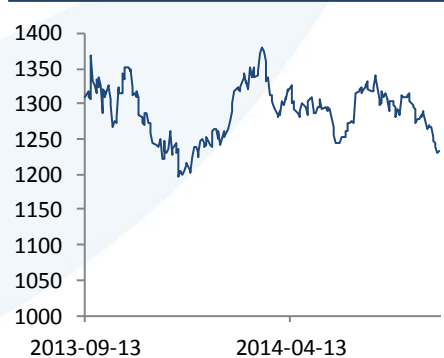
CHF/PLN



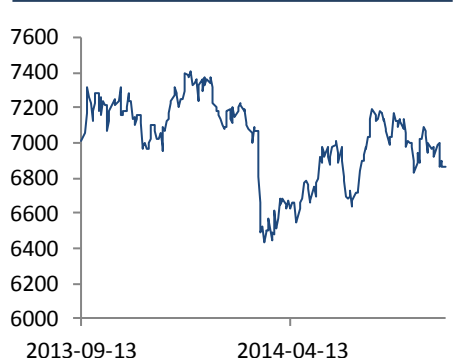
ROPA (USD/BARYŁKA)



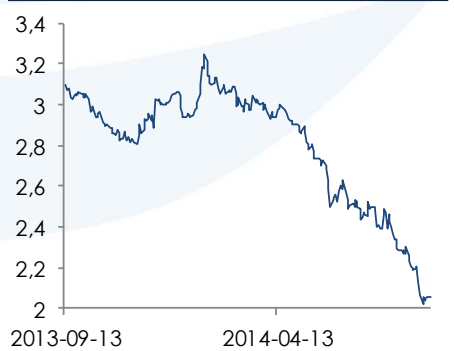
ZŁOTO (USD/UNCJA)



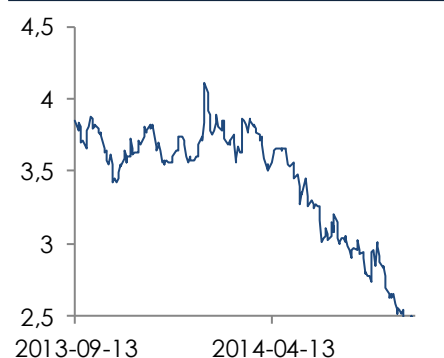
MIEDŹ (USD/TONA)



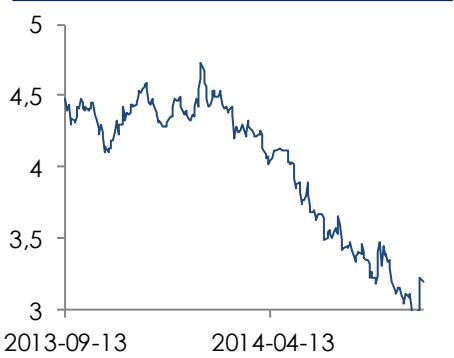
OBLIGACJE 2-LETNIE (%)



OBLIGACJE 5-LETNIE (%)



OBLIGACJE 10-LETNIE (%)





RYNEK AKCJI - POLSKA

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Polska	WIG	54 343,35	5,50	3,00	9,74	10,12	23,26	39,54	51,00
Polska	WIG30	2 668,14	3,35	1,25	7,85	6,12	10,02	16,76	24,84
Polska	WIG50	3 174,77	9,33	0,61	5,36	7,56	-	-	-
Polska	WIG250	1 194,17	6,03	-5,16	-4,90	-2,93	-	-	-
Polska	NCIndex	308,59	-1,43	-5,93	-13,05	-2,78	-11,91	-28,78	-32,07

RYNKI AKCJI – GOSPODARKI ROZWINIĘTE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	S&P500	1 981,45	1,35	2,34	7,62	17,39	35,18	63,88	88,24
USA	Nasdaq Com	4 515,89	1,14	4,76	6,37	21,32	41,83	73,22	114,77
Europa	EuroStoxx50	3 229,15	4,74	-1,05	7,49	13,07	24,51	51,62	14,28
UK	FTSE100	6 804,21	1,72	0,39	4,23	3,35	15,02	27,48	34,95
Francja	CAC40	4 428,63	6,09	-2,52	5,03	7,63	23,65	45,41	18,03
Niemcy	DAX	9 659,63	6,24	-2,55	6,66	13,52	30,32	75,37	71,61
Szwajcaria	SMI Index	8 796,41	5,14	1,65	8,41	9,43	34,11	61,89	41,58
Japonia	Nikkei225	15 948,29	4,11	5,63	11,31	10,72	74,12	83,97	56,09
Australia	AS30	5 475,36	-1,52	1,57	2,40	4,46	24,15	29,44	17,68

RYNKI AKCJI – GOSPODARKI WSCHODZĄCE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Czechy	PX50	990,80	0,70	-4,06	4,28	2,36	1,32	2,41	-12,59
Węgry	BUX	18 675,80	6,68	-0,64	15,59	1,37	-2,28	11,18	-4,21
Turcja	ISE100	77 918,10	1,60	-1,38	23,13	8,77	14,28	36,42	69,71
Rosja	RTS	1 194,73	-3,05	-13,11	12,45	-14,45	-24,83	-25,49	-2,42
Chiny	SSE Comp.	2 339,14	5,05	12,14	16,70	4,83	10,14	-5,77	-22,02
Hong Kong	Hang Seng	24 356,99	-2,40	4,53	13,08	4,75	18,07	25,19	13,80
Indie	Sensex	26 816,56	2,73	6,30	22,96	35,90	45,23	58,90	62,97
Brazylia	BOVESPA	57 455,84	0,86	4,83	27,78	6,80	-7,49	1,91	-3,05
Meksyk	IPC	45 955,22	2,97	8,17	21,09	11,75	12,93	30,62	55,12

WALUTY

Państwo	Waluta	Kurs	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	Dolar	3,24	-3,26	-5,98	-6,38	-2,87	-4,67	-4,04	-12,71
Europa	Euro	4,20	0,17	-1,38	0,71	0,08	-3,25	2,90	-1,13
UK	Funt bryt.	5,27	-0,54	-1,65	-4,07	-4,90	-4,78	-6,61	-11,35
Szwajcaria	Frank szw.	3,47	0,24	-1,97	0,27	-2,03	-3,79	3,24	-21,10
Czechy	Korona czeska	0,15	-1,05	-0,98	1,31	7,09	9,38	15,68	7,22
Węgry	Forint (100)	1,34	0,21	0,84	1,56	5,20	8,09	13,43	14,83
Norwegia	Korona norw.	0,51	0,83	0,37	0,59	5,05	7,23	10,23	-5,16
Szwecja	Korona szw.	0,46	0,72	0,99	4,92	6,14	3,56	3,84	-10,60
Kanada	Dolar kanad.	2,94	-1,98	-4,25	-6,48	3,89	8,34	7,75	-10,12



SYTUACJA NA RYNKACH

15 września 2014 roku

INDEKSY RYNKU SUROWCÓW

Indeks	Sektor	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
SP-GSCI TR	Indeks globaln	4 557,72	-3,62	-10,98	-7,64	-8,48	-13,53	-8,78	8,99
SP-GSCI TR	Rolny	519,40	-7,92	-18,79	-24,55	-20,43	-39,40	-34,52	-6,01
SP-GSCI TR	Energia	1 049,51	-4,98	-12,02	-5,92	-9,45	-7,13	0,37	13,15
SP-GSCI TR	Metale przem.	1 389,02	-2,13	5,36	9,00	3,55	-12,20	-23,39	-3,81
SP-GSCI TR	Metale szlach.	1 544,13	-5,63	-3,73	-11,17	-7,30	-33,52	-35,60	16,76

SUROWCE

Rynek	Cena (USD)	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
ICE	Ropa brent	96,63	-6,66	-14,80	-11,00	-14,32	-17,17	-16,22	43,47
CMX	Olej opałowy	273,84	-3,85	-8,34	-6,96	-12,05	-15,47	-9,46	53,83
LME	Miedź	6 864,50	-1,59	3,47	5,16	-2,35	-15,06	-21,42	10,09
LME	Aluminium	1 992,50	-2,10	10,40	15,96	12,75	-4,40	-14,87	9,89
CMX	Złoto	1 233,50	-5,44	-3,16	-10,55	-5,72	-30,31	-30,67	22,70
CMX	Srebro	18,57	-4,92	-5,55	-13,18	-14,33	-46,35	-52,94	9,35
CBOT	Kukurydza	343,00	-6,22	-23,27	-27,37	-23,78	-55,88	-51,07	-1,01
CBOT	Soja	989,50	-10,25	-30,60	-28,09	-33,53	-43,02	-27,18	3,07
LIFFE	Cukier	402,60	-6,57	-13,46	-11,92	-18,44	-30,16	-46,08	-26,37
LIFFE	Kawa	1 955,00	0,21	-1,41	-12,76	13,86	-5,10	-2,83	31,38
LIFFE	Kakao	2 038,00	-1,78	3,29	7,94	19,95	20,45	14,37	4,62
NYB-ICE	Bawełna	68,18	7,20	-21,61	-26,04	-19,99	-9,56	-38,37	11,01
CME	Żywiec	156,40	3,85	5,96	7,68	24,87	23,10	31,54	79,31

OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – POLSKA

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Polska	WIBOR 1M	2,43	2,50	2,51
Polska	WIBOR 3M	2,37	2,56	2,60
Polska	WIBOR 1R	2,35	2,61	2,67
Polska	Obligacje 2-letnie	2,06	2,29	3,10
Polska	Obligacje 5-letnie	2,46	2,69	3,90
Polska	Obligacje 10-letnie	3,19	3,19	4,54

OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – ZAGRANICA

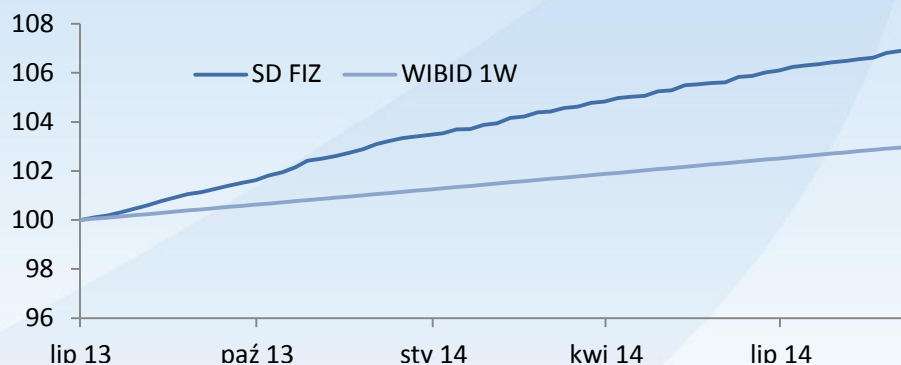
Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Europa	EURIBOR3M	0,08	0,20	0,22
Niemcy	Obligacje 2-letnie	-0,07	0,00	0,23
Niemcy	Obligacje 5-letnie	0,22	0,22	1,01
Niemcy	Obligacje 10-letnie	1,07	1,02	2,00
USA	LIBOR3M	0,23	0,23	0,25
USA	Obligacje 2-letnie	0,54	0,42	0,44
USA	Obligacje 5-letnie	1,79	1,57	1,71
USA	Obligacje 10-letnie	2,59	2,40	2,91



WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

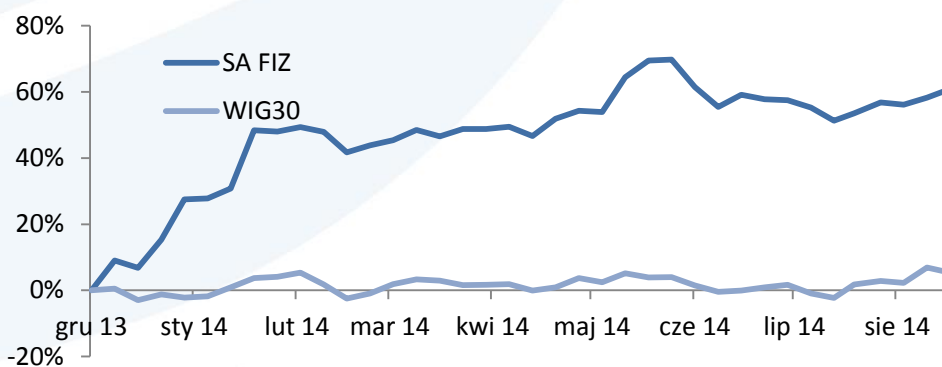
15 września 2014 roku

SATURN DEPOZYTOWY FIZ



	Aktualna wycena*	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	3 miesiące zmiana %	6 miesięcy zmiana%	12 miesięcy zmiana%	Odch. stand. w skali roku
SATURN Depozytowy FIZ	106,95	0,06%	0,44%	1,27%	2,41%	5,74%	0,41%

SATURN AGRESYWNY FIZ



	Aktualna wycena	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	3 miesiące zmiana %	6 miesięcy zmiana%	Od uruchomienia %	Odch. stand. w skali roku
SATURN Agresywny FIZ	158,34	1,64%	6,30%	-2,18%	8,71%	60,85%	15,22%
WIG30	-	-1,45%	7,87%	0,16%	3,54%	5,37%	28,18%

*Wyceny na dzień 12/09/2014.



SATURN TFI S.A.

Adam Zaremba
Główny Ekonomista

tel. +48 533 923 223
e-mail: adam.zaremba@saturntfi.pl
internet: www.saturntfi.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 SA 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 SA od czasu do czasu może być zaangażowany w lub zajmować pozycje długie lub krótkie na instrumentach opisanych w niniejszym opracowaniu.