



PODSUMOWANIE

Na rynki obligacji powróciła hossa

Gospodarka Światowa gospodarka wciąż rozwija się na przyzwoitym poziomie, jednak tempo wzrostu w poszczególnych regionach jest wyraźnie zróżnicowane. Dynamikę wzrostu w ostatnim kwartale 2013 roku można szacować na 3 proc. r/r. Pierwszy kwartał roku 2014 miał szansę okazać się nawet lepszym, jednak na przeszkodzie stanęło mini-spowolnienie w Stanach Zjednoczonych. Wydaje się jednak, że najgorsze mamy już za sobą i dynamika aktywności gospodarczej znów nabiera rozpędu. Polska gospodarka podąża za scenariuszem sugerowanym przez nas w poprzednich raportach i okazuje się czarnym koniem na tle całego regionu. Ponadto, podtrzymujemy tezę, że wpływ wydarzeń za wschodnią granicą powinien być ograniczony.

Akcje Nad warszawskim rynkiem akcji zbiera się coraz więcej ciemnych chmur. Zagrożenia zdają się wyrastać z trzech podstawowych obszarów. Po pierwsze, pewne ryzyka niesie ze sobą sytuacja gospodarcza. Wprawdzie wzrost PKB jest wciąż jednym z najszybszych w regionie, co powinno przekładać się na poprawę wyników spółek, jednak na optymistycznym obrazie świata pojawiają się pewne rysy. Po drugie, wyceny na GPW powoli zaczynają trącić drożyzną. Wskaźnik ceny do zysku dla WIG przekracza obecnie 18, czyli jest dość wysoko na tle historycznym. Po trzecie wreszcie, narasta zagrożenie związane z perturbacjami wokół zmian w OFE. W kwietniu chęć pozostania w OFE zadeklarowało zaledwie 61 tys. osób spośród ok. 13 mln wszystkich ubezpieczonych. Na pocieszenie, po stronie byków warto zapisać morowe nastroje na warszawskiej giełdzie.

Obligacje Ostatnie tygodnie to wyraźny powrót obligacyjnej hossy na Starym Kontynencie. W przypadku Polski przypadku dokłada się jednak jeszcze jeden czynnik – rekordowo niska inflacja. Nie tylko kształtuje się ona najniższych poziomach w historii, ale dodatkowo ponad 40% wszystkich dóbr w koszyku inflacyjnym dotkniętych jest deflacją. Ponadto, nie można zapominać o rosyjskich ograniczeniach importu, które przyczyniają się do spadku cen warzyw i owoców. W rezultacie, część banków inwestycyjnych zaczęło wręcz snuć scenariusz kolejnych obniżek stóp procentowych przez

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	50 858,58	-1,27	10,37
Polska	WIG30	2 558,34	-0,67	2,61
Polska	WIG50	3 003,33	-4,02	21,37
Polska	WIG250	1 230,98	-4,89	17,33
Polska	NCIndex	340,61	-3,12	11,20
Czechy	PX50	986,46	-1,98	0,37
Węgry	BUX	18 435,22	4,14	-1,83
USA	S&P500	1 877,86	0,70	12,62
UK	FTSE100	6 855,81	3,48	1,97
Francja	CAC40	4 456,28	0,55	11,37
Rosja	RTS	1 262,01	5,15	-10,20
Japonia	Nikkei225	14 065,62	-3,10	-7,08
Chiny	SSE Comp	2 004,41	-4,45	-12,20

WALUTY

Państwo	Indeks	Kurs	5D%	12M%
USA	Dolar	3,06	-0,88	6,30
Strefa euro	Euro	4,19	-0,22	-0,06
UK	Funt bryt.	5,14	-1,05	-3,60
Szwajc.	Frank szw.	3,43	-0,13	-2,00

SUROWCE

Towar	Cena (USD)	5D%	12M%
Ropa brent	110,00	0,43	5,12
Złoto	1 295,50	0,16	-5,07
Miedź	6 922,00	4,44	-4,72

STOPY PROCENTOWE

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)
Polska	WIBOR 1M	2,52
Polska	WIBOR 3M	2,62
Polska	WIBOR 1R	2,70
Polska	Obligacje 2-letnie	2,78
Polska	Obligacje 5-letnie	3,34
Polska	Obligacje 10-letnie	3,77

WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

Państwo	Wskaźnik	Wart. (%)	Data
Polska	GDP	3,3	2014-03-31
Polska	Inflacja	0,3	2014-04-30
Polska	Bezrobocie	13,5	2014-03-31
Strefa euro	GDP	0,9	2014-03-31
Strefa euro	Inflacja	0,7	2014-04-30
Strefa euro	Bezrobocie	11,8	2014-03-31
USA	GDP	2,3	2014-03-31
USA	Inflacja	2,0	2014-04-30
USA	Bezrobocie	6,3	2014-04-30



KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

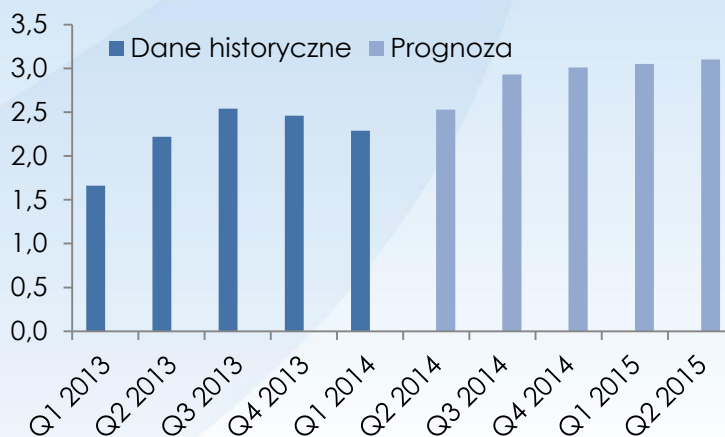
KOMENTARZ

Globalna gospodarka wraca do formy

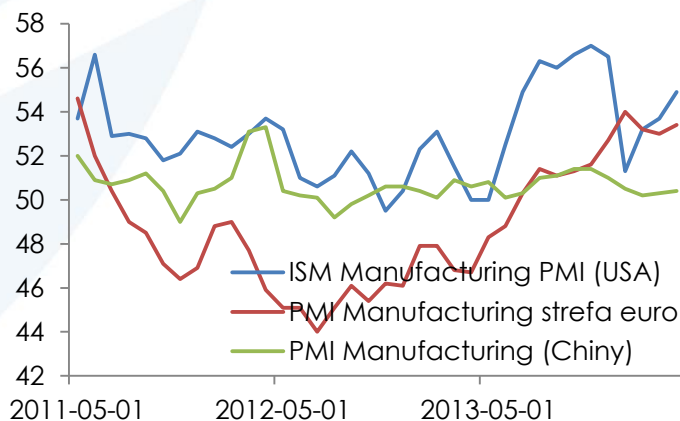
Światowa gospodarka wciąż rozwija się na przyzwoitym poziomie. Dynamikę wzrostu w ostatnim kwartale 2013 roku można szacować na 3 proc. r/r. Pierwszy kwartał roku 2014 miał szansę okazać się nawet lepszym, jednak na przeszkodzie stało mini-spowolnienie w Stanach Zjednoczonych. PKB za oceanem zwiększył się zaledwie o 0,1 proc. (w ujęciu zannualizowanym). Również w strefie euro wzrost nie był porywający i ukształtował się na poziomie 0,2 proc. r/r. Co ciekawe, tym razem kołu zamachowemu europejskiej gospodarki, jakim są Niemcy, nie udało się pociągnąć za sobą reszty kontynentu. Podczas gdy wzrost PKB za Odrą sięgnął 0,8 proc., gospodarki Francji, Włoch czy Holandii wręcz się skurczyły. Wydaje się jednak, że najgorsze mamy już za sobą i dynamika aktywności gospodarczej znów nabiera rozpędu. Większość państw wkroczyło w drugi kwartał z solidnym momentum. ISM Manufacturing - jeden z popularniejszych wskaźników wyprzedzających dla gospodarki USA - zwiększył się w ubiegłym miesiącu do 54,9 pkt. co sugeruje kontynuację ożywienia. Na taki scenariusz wskazują również dane ze strefy euro. Indeks PMI dla regionu wzmacnił się po raz drugi z rzędu i wyniósł 54 punkty. Piętami achillesowymi globalnej gospodarki pozostają wciąż Chiny, ze swoim strukturalnym spowolnieniem, a także Japonia, gdzie wskaźniki aktywności dość wyraźnie ostatnio zanurkowały. Wpływ sytuacji na Ukrainie jest być może co ograniczony.

Polska gospodarka podąża za scenariuszem sugerowanym przez nas w poprzednich raportach i okazuje się czarnym koniem na tle całego regionu. Dynamika PKB powyżej 3 proc. nie wydaje się trudna do osiągnięcia. Wprowadzenie części danych makro, jak chociażby produkcja przemysłowa czy sprzedaż detaliczna, zaskoczyły w ostatnim czasie negatywnie, jednak trend wzrostowy wydaje się niezagrożony. Ponadto, podtrzymujemy tezę, że wpływ wydarzeń za wschodnią granicą powinien być ograniczony. Ze względu na zdywersyfikowaną strukturę eksportu i stosunkowo niewielkie znaczenie sprzedaży do Rosji i na Ukrainę, powtórzenie czarnego scenariusza kryzysu rosyjskiego z 1998 roku wydaje się praktycznie niemożliwe.

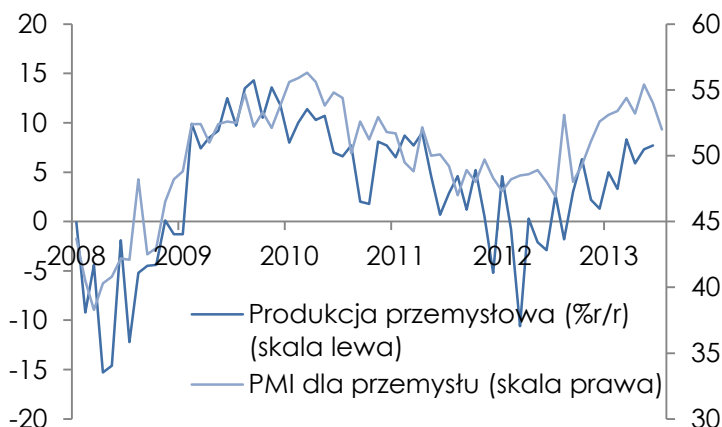
ŚREDNIA PROGNOZ DLA ŚWIATOWEGO PKB



INDEKSY PMI NA ŚWIECIE



PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA W POLSCE





RYNEK AKCJI

KOMENTARZ

Zmiany w OFE głównym czynnikiem ryzyka

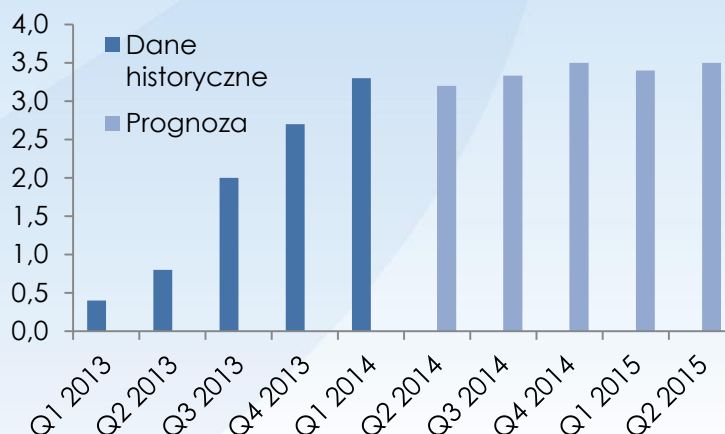
Na warszawskim rynku akcji zbiera się coraz więcej ciemnych chmur. Zagrożenia zdają się wyrastać z trzech podstawowych obszarów.

Po pierwsze, pewne ryzyka niesie ze sobą sytuacja gospodarcza. Wprawdzie wzrost PKB jest wciąż jednym z najszybszych w regionie, co powinno przekładać się na poprawę wyników spółek, jednak na optymistycznym obrazie świata pojawiają się pewne rysy. Z jednej strony, warto pamiętać, że okres najszybszego wzrostu zysków przedsiębiorstw, to zwykle początkowa faza ożywienia gospodarczego. Niestety ten etap mamy już za sobą. Z drugiej strony, część wskaźników wyprzedzających dla wytraca impet. Indeks PMI osunął się ostatnio do 52 pkt., co było jednym z najgwałtowniejszych spadków w poprzednich latach. Na potwierdzenie tych dywagacji warto powiedzieć, że ponad połowa spółek wchodzących w skład WIG30 odnotowała w I kwartale 2014 roku gorsze wyniki niż w analogicznym okresie rok wcześniej.

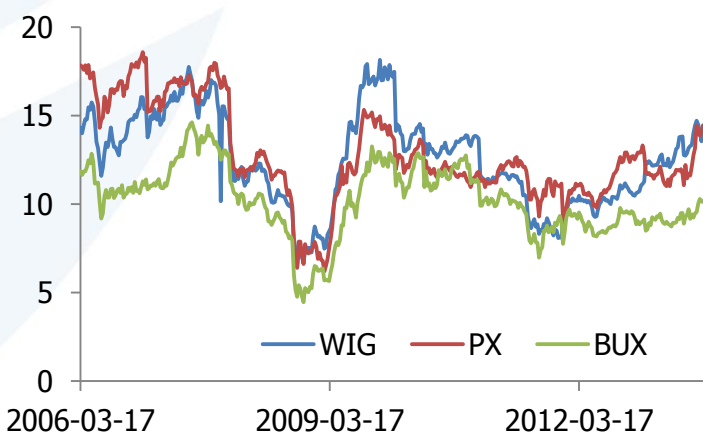
Po drugie, wyceny na GPW powoli zaczynają trącić drożyzną. Wskaźnik ceny do zysku dla WIG przekracza obecnie 18, czyli jest dość wysoko na tle historycznym. Również stosunek ceny do prognozowanego zysku na najbliższe 4 kwartały – ponad 14 – plasuje się powyżej średnich historycznych. Co więcej, także na tle państw regionu warszawski parkiet nie oferuje obecnie żadnego dyskonta.

Po trzecie wreszcie, narasta zagrożenie związane z perturbacjami wokół zmian w OFE. Od 1 kwietnia ubezpieczeni deklarują, czy pragną pozostać w OFE, czy też oddać zgromadzone tam środki dla ZUSu. W kwietniu chęć pozostania w OFE zadeklarowało zaledwie 61 tys. osób spośród ok. 13 mln wszystkich ubezpieczonych. Wprawdzie zapewne wiele gospodarstw domowych odkłada takie decyzje na ostatnią chwilę, jednak już teraz można pokusić się o prognozy, że w OFE pozostanie zapewne maksymalnie 5-10% uczestników, a nie jak wcześniej przypuszczano 15-30%. Taki scenariusz, w połączeniu z faktem, że OFE mają obecnie rekordowo duże zaangażowanie na rynku akcji, może odbić się poważną czkawką dla rynku akcji.

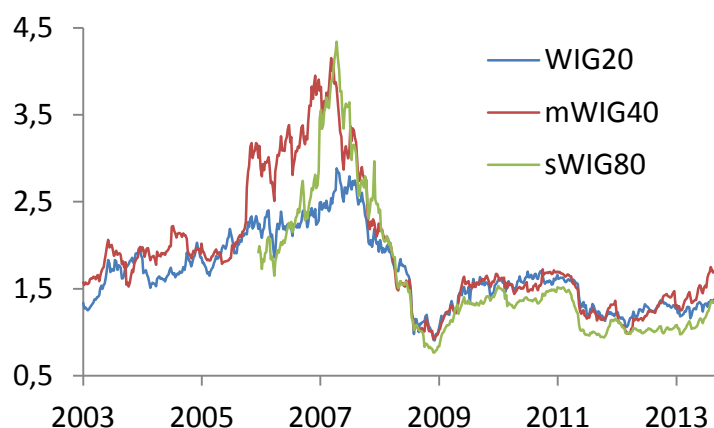
DYNAMIKA PKB W POLSCE



CENA DO PROGNOZOWANEGO ZYSKU



CENA DO WARTOŚCI KSIĘGOWEJ





OBLIGACJE I RYNEK PIENIĘŻNY

KOMENTARZ

Ukraina pomaga krajowy obligacjom

Ostatnie tygodnie to wyraźny powrót obligacyjnej hossy na Starym Kontynencie. Bez wątplenia pośród beneficjentów znalazły się również i krajowe skarbowki.

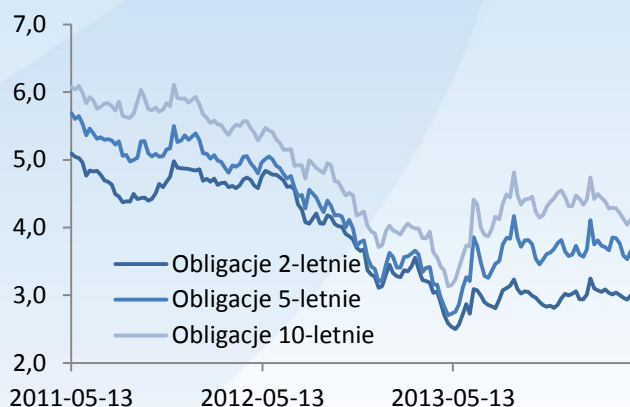
W USA inwestorzy zanotowali dość kosztowny falstart przedwcześnie zakładając wzrosty stóp procentowych. Można odnieść wrażenie, że część instytucji nie w pełni doceniła fakt, że coraz mniejszy dodruk pieniądza za oceanem, to wciąż jednak dodruk, który winduje ceny obligacji. W rezultacie, rentowności 10-latek ponownie spadły poniżej 2,6%.

Prawdziwym bohaterem minionych tygodni okazał się jednak Mario Draghi, który zapowiedział działania mające na celu pobudzenie europejskiej gospodarki, jednak nie wskazał, co dokładnie miał na myśli. W grę wchodziłyby na przykład obniżka stopy bazowej, obniżka stopy depozytowej do poziomu ujemnego, wspieranie akcji kredytowej małych i średnich przedsiębiorstw, czy wreszcie prawdziwy europejski dodruk pieniądza, w stylu amerykańskiego QE. Rozbudzeni domysłami inwestorzy ruszyli do zakupów, a rentowności niemieckich 10-latek spadły do 1,3%, czyli poziomów nieobserwowanych od połowy 2013 roku.

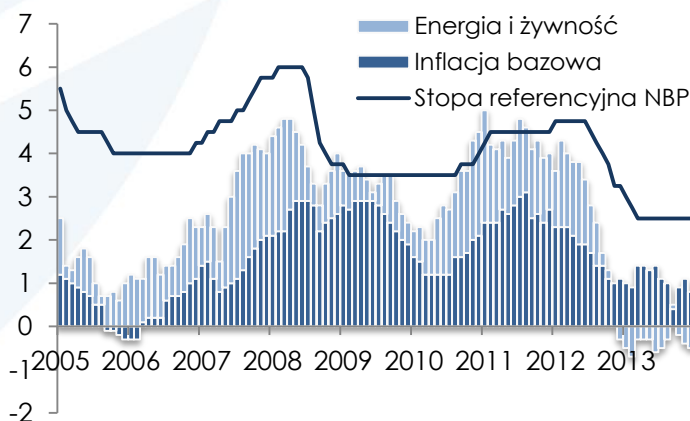
Dobra koniunktura na rynkach bazowych sprzyja także polskim papierom dłużnym. W tym przypadku dokłada się jednak jeszcze jeden czynnik – rekordowo niska inflacja. Nie tylko kształtuje się ona na najniższych poziomach w historii, ale dodatkowo ponad 40% wszystkich dóbr w koszyku inflacyjnym dotkniętych jest deflacją. Ponadto, nie można zapominać o rosyjskich ograniczeniach importu, które przyczyniają się do spadku cen warzyw i owoców, a także o stabilnym kursie złotego. W rezultacie, część banków inwestycyjnych zaczęło wręcz snuć scenariusz kolejnych obniżek stóp procentowych przez NBP.

Niemniej jednak, jesteśmy zdania, że pozytywne informacje zostały już wycenione przez rynek i nie spodziewamy się dalszego szybkiego spadku rentowności obligacji.

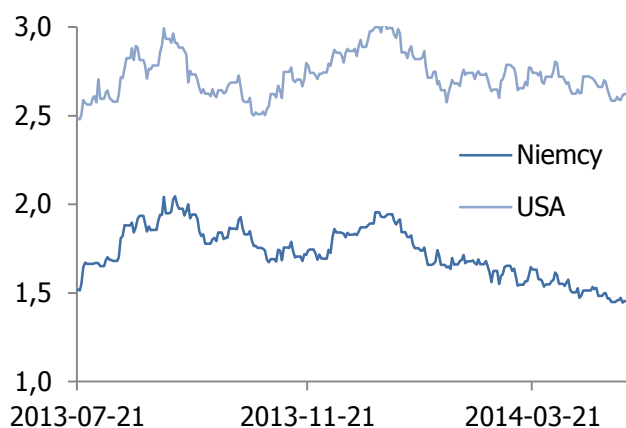
RENTOWNOŚCI OBLIGACJI W POLSCE (%)



INFLACJA W POLSCE (%)



RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 10-LETNICH (%)





WIG30



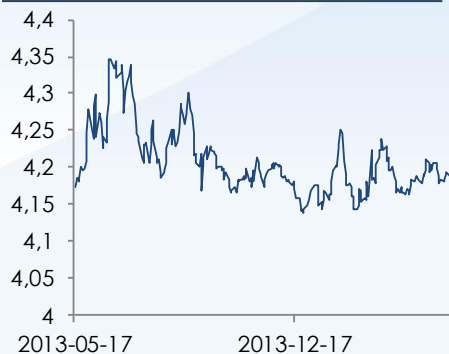
S&P500



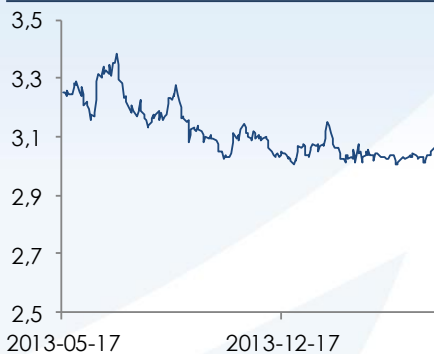
DAX



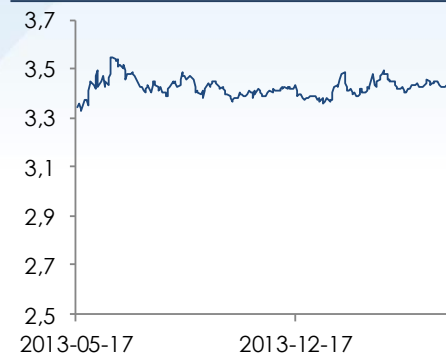
EUR/PLN



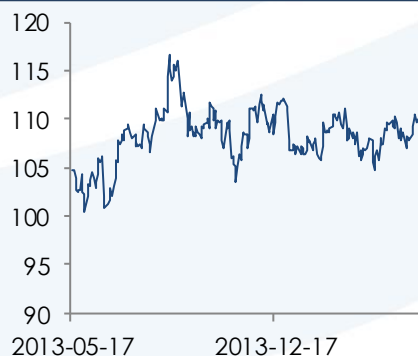
USD/PLN



CHF/PLN



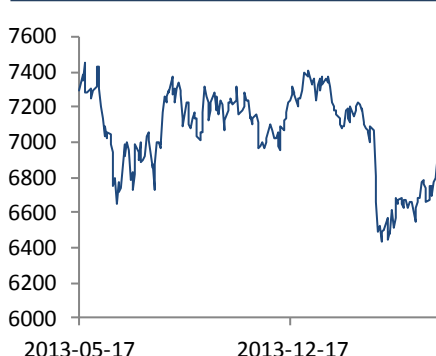
ROPA (USD/BARYŁKA)



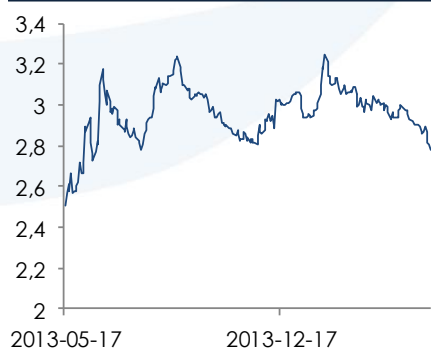
ZŁOTO (USD/UNCJA)



MIEDŹ (USD/TONA)



OBLIGACJE 2-LETNIE (%)



OBLIGACJE 5-LETNIE (%)



OBLIGACJE 10-LETNIE (%)





SYTUACJA NA RYNKACH

19 maja 2014 roku

RYNEK AKCJI - POLSKA

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Polska	WIG	50 858,58	-1,27	-4,89	-7,16	10,37	36,51	4,33	67,78
Polska	WIG30	2 558,34	-0,67	-2,96	-6,59	2,61	22,09	-10,32	39,57
Polska	WIG50	3 003,33	-4,02	-11,92	-10,32	21,37	-	-	-
Polska	WIG250	1 230,98	-4,89	-13,92	-13,66	17,33	-	-	-
Polska	NCIndex	340,61	-3,12	-7,53	-0,87	11,20	-12,08	-39,81	-10,93

RYNKI AKCJI – GOSPODARKI ROZWINIĘTE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	S&P500	1 877,86	0,70	2,69	5,03	12,62	44,98	39,76	106,78
USA	Nasdaq Com	4 090,59	-0,12	-3,48	4,05	16,91	47,21	44,89	135,83
Europa	EuroStoxx50	3 159,74	1,05	1,75	3,39	12,14	47,00	9,03	28,39
UK	FTSE100	6 855,81	3,48	0,87	2,36	1,97	30,15	15,11	52,95
Francja	CAC40	4 456,28	0,55	2,65	4,31	11,37	48,15	10,64	36,07
Niemcy	DAX	9 629,10	2,33	-0,32	4,74	14,66	53,54	30,86	94,15
Szwajcaria	SMI Index	8 683,62	3,68	3,25	4,62	4,87	49,78	32,41	57,92
Japonia	Nikkei225	14 065,62	-3,10	-4,75	-7,01	-7,08	63,34	46,20	51,40
Australia	AS30	5 397,90	-0,86	-0,33	0,94	4,62	31,69	11,80	42,03

RYNKI AKCJI – GOSPODARKI WSCHODZĄCE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Czechy	PX50	986,46	-1,98	-5,00	-3,04	0,37	13,54	-21,34	7,81
Węgry	BUX	18 435,22	4,14	0,89	-1,31	-1,83	11,87	-19,27	23,04
Turcja	ISE100	75 009,31	2,09	18,34	0,52	-18,40	31,74	17,69	122,80
Rosja	RTS	1 262,01	5,15	-3,37	-13,27	-10,20	-2,13	-32,12	30,25
Chiny	SSE Comp.	2 004,41	-4,45	-6,45	-8,61	-12,20	-14,51	-29,91	-25,12
Hong Kong	Hang Seng	22 627,27	-0,58	-0,16	-4,36	-1,97	19,39	-2,31	28,97
Indie	Sensex	24 224,00	7,05	16,89	15,96	19,41	49,97	33,53	69,37
Brazylia	BOVESPA	53 975,76	3,58	14,47	1,78	-2,15	-0,99	-13,46	5,12
Meksyk	IPC	41 898,84	2,47	4,73	3,09	0,22	13,62	18,77	72,11

WALUTY

Państwo	Waluta	Kurs	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	Dolar	3,06	-0,88	-0,65	1,06	6,30	11,30	-10,38	4,76
Europa	Euro	4,19	-0,22	-0,45	-0,15	-0,06	3,80	-6,41	4,20
UK	Funt bryt.	5,14	-1,05	-1,50	-3,16	-3,60	4,67	-13,51	-3,63
Szwajcaria	Frank szw.	3,43	-0,13	-0,31	-1,06	-2,00	5,60	-9,28	-15,80
Czechy	Korona czeska	0,15	-0,26	-0,20	0,13	4,85	12,78	5,18	7,21
Węgry	Forint (100)	1,37	-0,96	-3,05	2,58	4,88	6,19	6,88	14,80
Norwegia	Korona norw.	0,51	-1,90	-2,91	-1,52	8,20	10,74	-3,36	-3,19
Szwecja	Korona szw.	0,47	-1,74	0,13	0,30	4,85	2,25	-5,99	-10,35
Kanada	Dolar kanad.	2,81	-2,21	-2,59	4,85	12,72	18,27	0,59	-1,28



SYTUACJA NA RYNKACH

19 maja 2014 roku

INDEKSY RYNKU SUROWCÓW

Indeks	Sektor	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
SP-GSCI TR	Indeks globaln	5 024,37	-1,01	0,63	7,51	6,05	6,26	-3,00	27,28
SP-GSCI TR	Rolny	684,98	-2,68	6,29	10,28	-2,21	-0,95	-18,47	10,94
SP-GSCI TR	Energia	1 152,14	-0,61	1,51	6,31	9,02	8,85	3,99	37,72
SP-GSCI TR	Metale przem.	1 336,15	0,35	0,42	1,02	-4,01	-12,77	-29,23	20,96
SP-GSCI TR	Metale szlach.	1 622,27	-0,22	-3,32	0,57	-6,72	-21,67	-20,09	34,12

SUROWCE

Rynek	Cena (USD)	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
ICE	Ropa brent	110,00	0,43	-0,43	2,88	5,12	2,67	-1,27	86,69
CMX	Olej opałowy	296,10	-1,57	-5,90	1,90	0,82	4,63	2,29	99,18
LME	Miedź	6 922,00	4,44	-3,61	-1,09	-4,72	-9,99	-21,48	55,66
LME	Aluminium	1 728,75	-6,68	1,51	-0,97	-6,07	-13,99	-32,49	16,24
CMX	Złoto	1 295,50	0,16	-1,90	1,73	-5,07	-18,62	-13,19	39,80
CMX	Srebro	19,31	-1,46	-11,62	-5,04	-13,56	-32,70	-44,71	36,85
CBOT	Kukurydza	479,25	-3,13	5,62	14,72	-26,58	-24,59	-35,95	12,57
CBOT	Soja	1 467,50	-3,07	8,36	14,99	1,31	4,45	6,38	26,29
LIFFE	Cukier	488,50	3,85	10,65	7,88	2,58	-15,29	-19,52	13,87
LIFFE	Kawa	2 051,00	-0,63	13,31	36,19	1,74	-4,69	-16,73	37,93
LIFFE	Kakao	1 825,00	-1,30	-1,88	4,95	19,36	17,74	-2,35	13,50
NYB-ICE	Bawełna	89,75	-0,47	3,20	18,28	3,87	15,08	-42,34	59,64
CME	Żywiec	137,90	-5,39	-3,30	3,37	15,01	17,99	27,30	67,41

OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – POLSKA

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Polska	WIBOR 1M	2,52	2,52	2,95
Polska	WIBOR 3M	2,62	2,62	2,71
Polska	WIBOR 1R	2,70	2,69	2,62
Polska	Obligacje 2-letnie	2,78	3,00	2,57
Polska	Obligacje 5-letnie	3,34	3,65	2,86
Polska	Obligacje 10-letnie	3,77	4,12	3,31

OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – ZAGRANICA

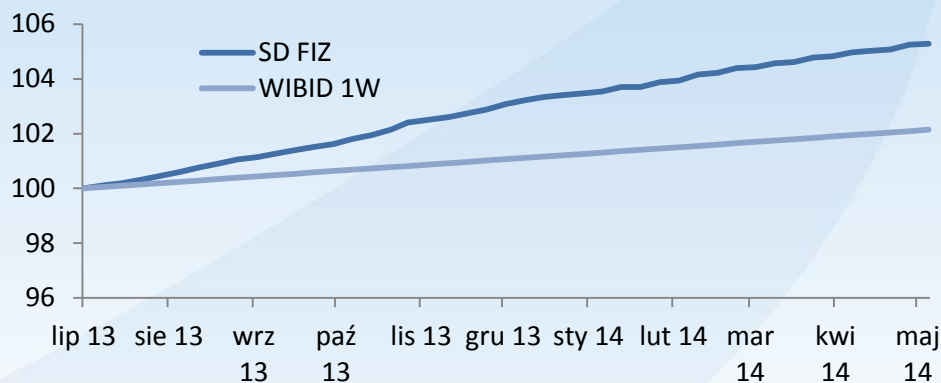
Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Europa	EURIBOR3M	0,32	0,33	0,20
Niemcy	Obligacje 2-letnie	0,09	0,17	-0,01
Niemcy	Obligacje 5-letnie	0,45	0,59	0,40
Niemcy	Obligacje 10-letnie	1,33	1,52	1,38
USA	LIBOR3M	0,23	0,23	0,27
USA	Obligacje 2-letnie	0,36	0,40	0,24
USA	Obligacje 5-letnie	1,55	1,73	0,84
USA	Obligacje 10-letnie	2,52	2,72	1,96



WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

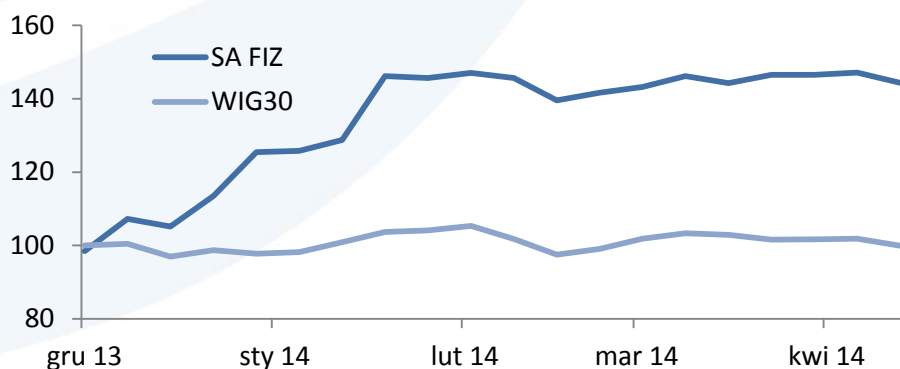
19 maja 2014 roku

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	105,29	0,04%	0,44%	1,30%	2,71%	6,30%	0,39%
Lokata tygodniowa (WIBID 1W)	-	0,05%	0,24%	0,63%	1,26%	2,54%	-

SATURN AGRESYWNY FIZ



	Aktualna wycena	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	3 miesiące zmiana %	6 miesięcy zmiana %	Od uruchomienia %	Odch. stand.
SATURN Agresywny FIZ	144,34	-1,88%	-1,26%	12,11%	-	46,63%	15,24%
WIG30	-	-1,89%	-3,33%	-0,98%	-	-0,08%	33,84%

*Wyceny na dzień 09/05/2014.



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.