

Analiza i założenia makroekonomiczne – IV kwartał 2016

Departament Zarządzania Aktywami

Agenda

I.	Analiza i założenia makroekonomiczne.	3-90
1.	Gospodarki rozwinięte	3-63
a.	USA	17-40
b.	Strefa euro	41-63
2.	Gospodarki rozwijające się.	64-85
3.	Wskaźniki dla akcji.	86-90

Analiza i założenia makroekonomiczne – IV kwartał 2016

Gospodarki rozwinięte - USA

Departament Zarządzania Aktywami

Prognozy PKB

Kraj	I kwartał 2016	II kwartał 2016	III kwartał 2016	IV kwartał 2016	2016	2017	2018
USA	1.60%	1.20%	1.50%	1.80%	1.50%	2.20%	2.10%
Kanada	2.50%	-1.60%	3.30%	2.00%	1.20%	1.90%	2.00%
Japonia	2.10%	0.70%	0.90%	1.00%	0.60%	0.80%	0.70%
Australia	3.00%	3.30%	2.80%	2.70%	2.90%	2.80%	2.90%
Wielka Brytania	0.40%	0.60%	0.00%	0.00%	1.70%	0.70%	1.50%
Niemcy	1.80%	1.70%	1.80%	1.70%	1.70%	1.30%	1.50%
Francja	0.70%	0.00%	0.30%	0.30%	1.30%	1.20%	1.30%
Włochy	1.00%	0.80%	0.70%	0.70%	0.80%	0.80%	1.00%
Hiszpania	3.40%	3.20%	2.90%	2.70%	2.90%	2.10%	2.10%
EU	1.90%	2.00%	1.80%	1.50%	1.70%	1.40%	1.60%
RPA	-0.10%	0.60%	0.50%	0.50%	0.30%	1.10%	1.80%
Chiny	6.70%	6.70%	6.60%	6.50%	6.50%	6.30%	6.20%
Indie	7.90%	7.10%	7.70%	7.90%	7.20%	7.70%	7.80%
Rosja	-1.20%	-0.60%	-0.50%	0.00%	-0.70%	1.30%	1.50%
Brazylia	-5.40%	-3.80%	-2.60%	-1.30%	-3.30%	1.00%	2.00%
Turcja	4.70%	3.10%	3.00%	3.50%	3.30%	3.00%	3.50%
Polska	3.00%	3.10%	3.60%	3.50%	3.30%	3.30%	3.40%

Źródło: Bloomberg.

Prognozy dynamiki inflacji CPI r/r

Kraj	I kwartał 2016	II kwartał 2016	III kwartał 2016	IV kwartał 2016	2016	2017	2018
USA	1.10%	1.00%	1.20%	1.60%	1.20%	2.20%	2.20%
Kanada	1.60%	1.60%	1.40%	1.90%	1.60%	2.00%	2.00%
Japonia	0.00%	-0.40%	-0.40%	-0.10%	-0.20%	0.60%	1.10%
Australia	1.30%	1.00%	1.20%	1.40%	1.20%	2.00%	2.20%
Wielka Brytania	0.40%	0.40%	0.70%	1.20%	0.70%	2.20%	2.20%
Niemcy	0.10%	0.00%	0.50%	1.00%	0.40%	1.50%	1.80%
Francja	0.00%	0.10%	0.40%	0.90%	0.30%	1.30%	1.50%
Włochy	0.00%	-0.30%	-0.10%	0.20%	0.00%	1.10%	1.30%
Hiszpania	-0.80%	-1.10%	-0.30%	0.30%	-0.40%	1.20%	1.30%
EU	0.10%	0.00%	0.40%	0.90%	0.30%	1.50%	1.70%
RPA	6.50%	6.20%	6.50%	6.80%	6.50%	5.80%	5.60%
Chiny	2.10%	2.10%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%	2.20%
Indie	5.70%	6.20%	5.60%	5.20%	5.90%	5.30%	5.20%
Rosja	8.40%	7.40%	6.80%	6.30%	7.20%	5.50%	5.20%
Brazylia	10.10%	9.10%	8.70%	7.40%	8.60%	5.60%	4.50%
Turcja	8.60%	6.90%	7.70%	8.20%	8.00%	7.80%	7.50%
Polska	-0.90%	-0.90%	-0.80%	0.20%	-0.60%	1.50%	1.80%

Źródło: Bloomberg.

Prognozy dynamiki produkcji przemysłowej r/r

Kraj	I kwartał 2016	II kwartał 2016	III kwartał 2016	IV kwartał 2016	2016	2017	2018
USA	1.10%	1.00%	1.20%	1.60%	1.20%	2.20%	2.20%
Kanada	1.60%	1.60%	1.40%	1.90%	1.60%	2.00%	2.00%
Japonia	0.00%	-0.40%	-0.40%	-0.10%	-0.20%	0.60%	1.10%
Australia	1.30%	1.00%	1.20%	1.40%	1.20%	2.00%	2.20%
Wielka Brytania	0.40%	0.40%	0.70%	1.20%	0.70%	2.20%	2.20%
Niemcy	0.10%	0.00%	0.50%	1.00%	0.40%	1.50%	1.80%
Francja	0.00%	0.10%	0.40%	0.90%	0.30%	1.30%	1.50%
Włochy	0.00%	-0.30%	-0.10%	0.20%	0.00%	1.10%	1.30%
Hiszpania	-0.80%	-1.10%	-0.30%	0.30%	-0.40%	1.20%	1.30%
EU	0.10%	0.00%	0.40%	0.90%	0.30%	1.50%	1.70%
RPA	6.50%	6.20%	6.50%	6.80%	6.50%	5.80%	5.60%
Chiny	2.10%	2.10%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%	2.20%
Indie	5.70%	6.20%	5.60%	5.20%	5.90%	5.30%	5.20%
Rosja	8.40%	7.40%	6.80%	6.30%	7.20%	5.50%	5.20%
Brazylia	10.10%	9.10%	8.70%	7.40%	8.60%	5.60%	4.50%
Turcja	8.60%	6.90%	7.70%	8.20%	8.00%	7.80%	7.50%
Polska	-0.90%	-0.90%	-0.80%	0.20%	-0.60%	1.50%	1.80%

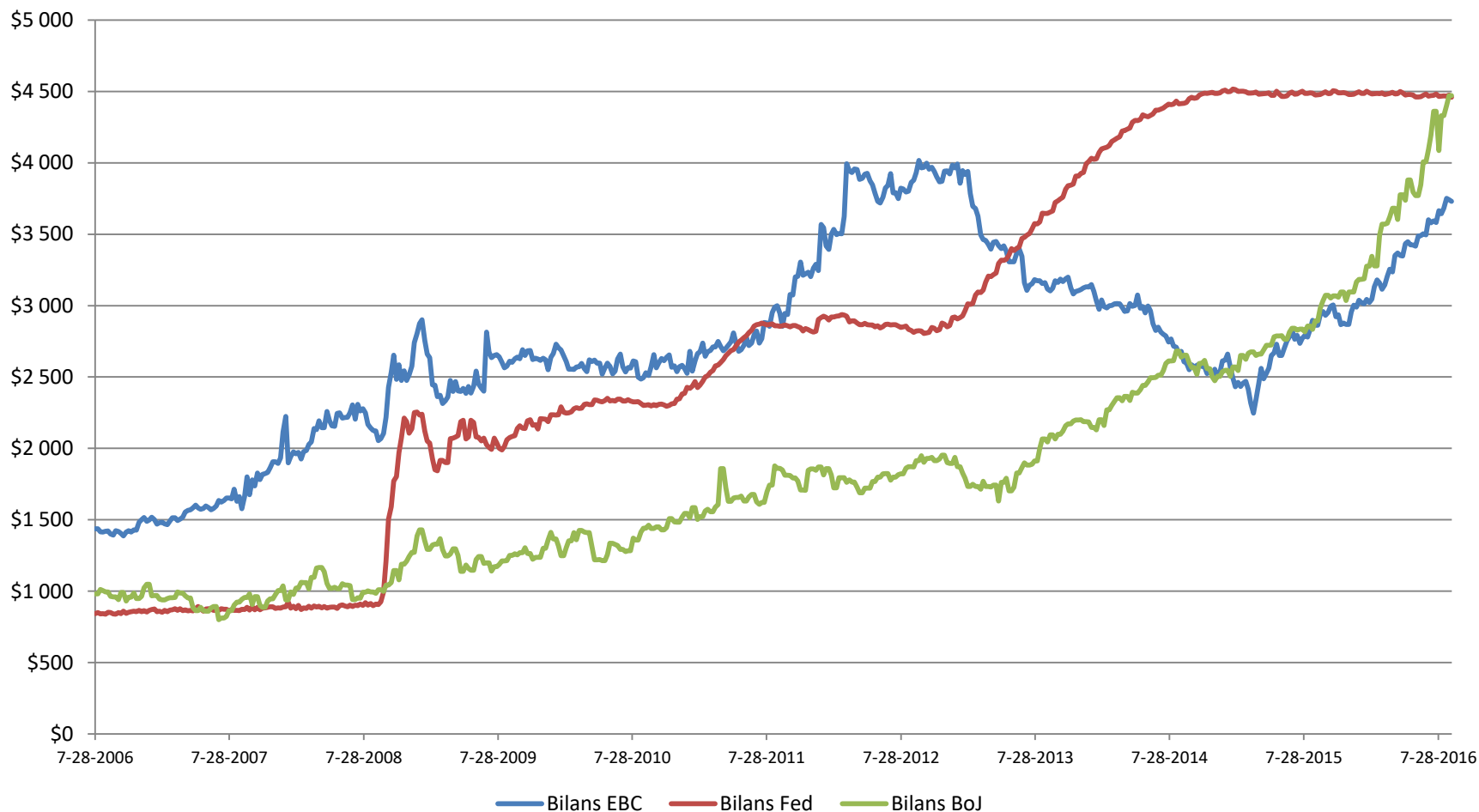
Źródło: Bloomberg.

Mapa indeksów PMI w przemyśle

	sie-15	wrz-15	paź-15	lis-15	gru-15	sty-16	lut-16	mar-16	kwi-16	maj-16	cze-16	lip-16	sie-16	wrz-16
USA	51	50	49.4	48.4	48	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	51.5
Kanada	49.4	48.6	48	48.6	47.5	49.3	49.4	51.5	52.2	52.1	51.8	51.9	51.1	50.3
Japonia	51.6	51.5	55.1	52.4	51.7	53	50.7	51	49.5	50.3	52.2	48.3	53.3	50.4
Australia	51.7	52.1	50.2	52.5	51.9	51.5	53.5	58.1	53.4	51	51.8	56.4	46.9	49.8
Wielka Brytania	51.6	51.5	55.1	52.4	51.7	53	50.7	51	49.5	50.3	52.2	48.3	53.3	55.4
Niemcy	53.3	52.3	52.1	52.9	53.2	52.3	50.5	50.7	51.8	52.1	54.5	53.8	53.6	54.3
Francja	48.3	50.6	50.6	50.6	51.4	50	50.2	49.6	48	48.4	48.3	48.6	48.3	49.5
Włochy	53.8	52.7	54.1	54.9	55.6	53.2	52.2	53.5	53.9	52.4	53.5	51.2	49.8	51
Hiszpania	53.2	51.7	51.3	53.1	53	55.4	54.1	53.4	53.5	51.8	52.2	51	51	52.3
EU	52.3	52	52.3	52.8	53.2	52.3	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52	51.7	52.6
RPA	49.2	49.9	48.1	43.3	45.5	43.5	47.1	50.5	54.9	51.9	53.7	52.5	46.3	49.5
Chiny	47.3	47.2	48.3	48.6	48.2	48.4	48	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	50	50.1
Indie	52.3	51.2	50.7	50.3	49.1	51.1	51.1	52.4	50.5	50.7	51.7	51.8	52.6	52.1
Rosja	47.9	49.1	50.2	50.1	48.7	49.8	49.3	48.3	48	49.6	51.5	49.5	50.8	51.1
Brazylia	45.8	47	44.1	43.8	45.6	47.4	44.5	46	42.6	41.6	43.2	46	45.7	46
Turcja	49.3	48.8	49.5	50.9	52.2	50.9	50.3	49.2	48.9	49.4	47.4	47.6	47	48.3
Polska	51.1	50.9	52.2	52.1	52.1	50.9	52.8	53.8	51	52.1	51.8	50.3	51.5	52.2

Źródło: Bloomberg.

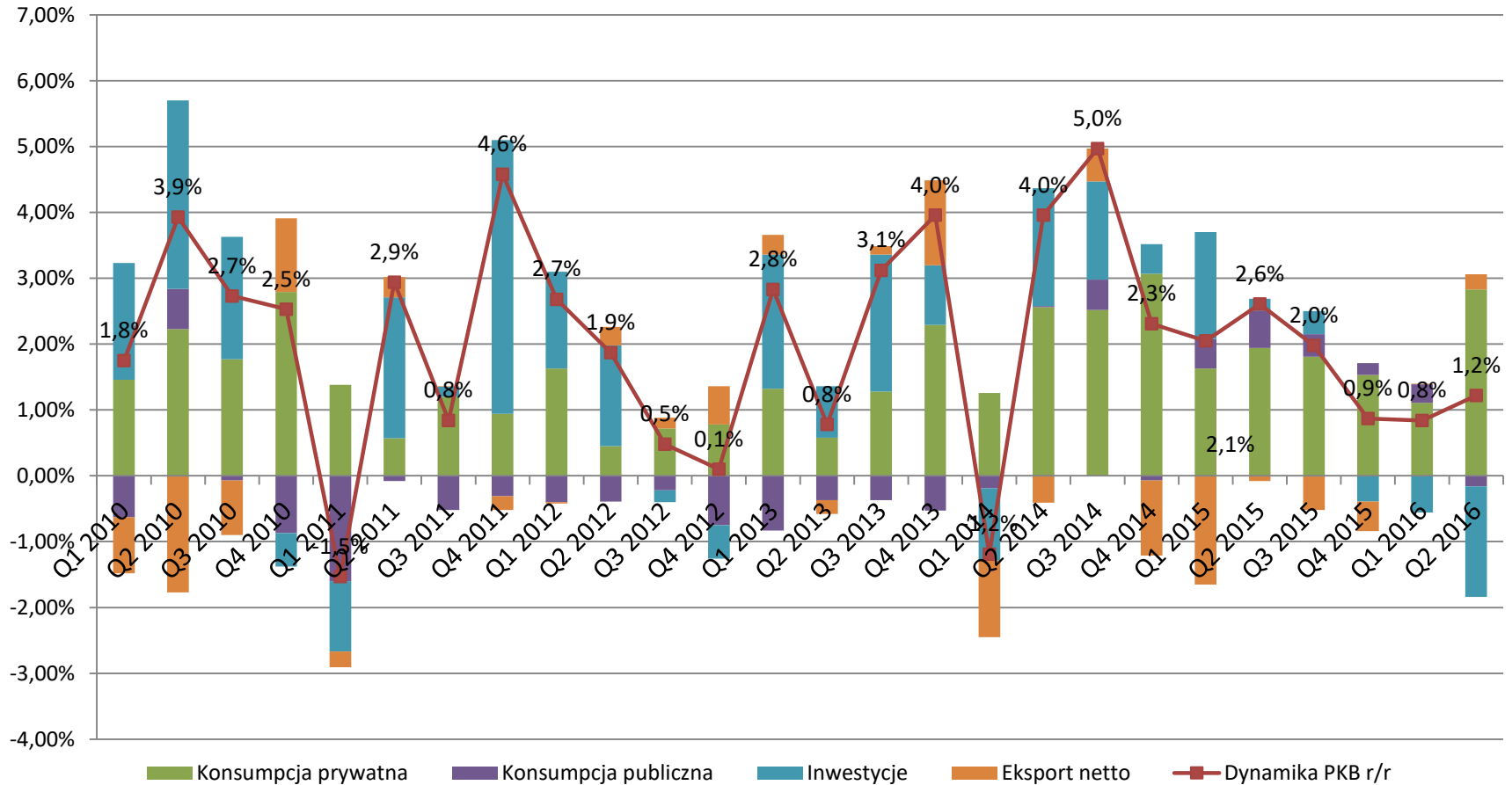
Wartości aktywów banków centralnych (w mld USD)



Gospodarka i rynki amerykańskie – główne założenia

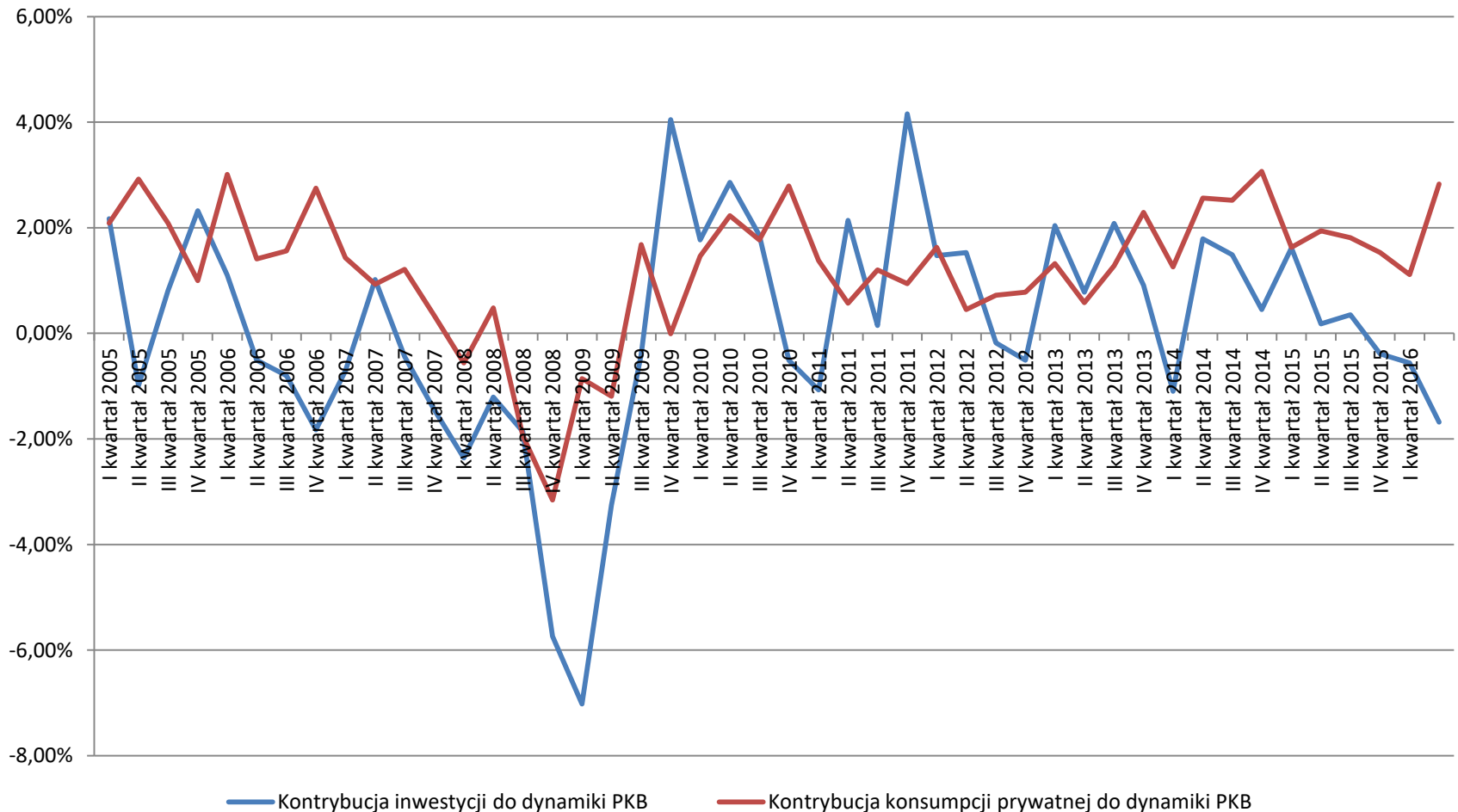
1. Zakładamy nieznaczne zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego w USA w III kw. i IV kw., głównie z uwagi na proces odbudowy zapasów po silnym tąpnięciu w II kw. oraz możliwości ponownego pozytywnego zaskoczenia po stronie konsumpcji prywatnej.
2. W polityce monetarnej podtrzymujemy nasze założenie o 1 podwyżce. Naszym zdaniem nawet nieco gorsze odczyty makro nie powstrzymają FOMC przed podniesieniem stóp w grudniu. W grę wchodzi kwestie wizerunkowe oraz fakt, iż tegoroczna podwyżka została rynkom praktycznie „obiecana”. Brak podwyżki mógłby oznaczać, że członkowie FOMC dostrzegli istotne zagrożenia dla kondycji wzrostu gospodarczego. Z pewnością zostałyby to źle odebrane przez rynki, gdyż w przekroju II kw. obserwowaliśmy pozytywne reakcje na pozytywne odczyty danych makro, co postrzegamy jako przejaw normalizacji sytuacji na rynkach.
3. Jako główne zagrożenie postrzegamy spadek inwestycji w amerykańskiej gospodarce, co szczególnie niepokojąco wygląda w zestawieniu z ostatnimi odczytami indeksu ISM, również częściowymi, które wskazały na silny spadek nowych zamówień i produkcji. Trudno jednak wyciągać twarde wnioski po jednym odczycie, szczególnie z okresu wakacyjnego, który mógł być zaburzony czynnikami sezonowymi. W związku z tym, ze wzmożoną uwagą należy obserwować dane z amerykańskiego przemysłu, jak również reakcje rynków na te odczyty.
4. Nie widzimy z kolei zagrożeń dla amerykańskiego wzrostu gospodarczego z tytułu silniejszego USD. Podtrzymujemy zdanie, że spekulacje o zejściu EUR/USD do parytetu jest raczej medialnym tematem, gdyż podstaw makroekonomicznych do tego nie ma.
5. W przekroju IV kw. trudno kwantyfikowalnym ryzykiem jest wynik wyborów prezydenckich. Zwycięstwo Donalda Trumpa postrzegamy jako *grey swan*, czyli coś co może wygenerować krótkoterminowe turbulencje na rynkach, ale nie spowoduje zmiany trendu. W szerszym kontekście zwycięstwo Trumpa uznajemy za negatywne wydarzenie, gdyż wpisałoby się w rosnącą falę populizmu na świecie (Polska, Wielka Brytania, Filipiny).

Dynamika i kontrybucje do amerykańskiego PKB



Źródło: Bloomberg.

Kontrybucja konsumpcji prywatnej oraz inwestycji do dynamiki amerykańskiego PKB



Dynamika PKB w USA - komentarz

Odczyt dynamiki PKB w USA za II kwartał 2016 r. zaskoczył na dwóch obszarach:

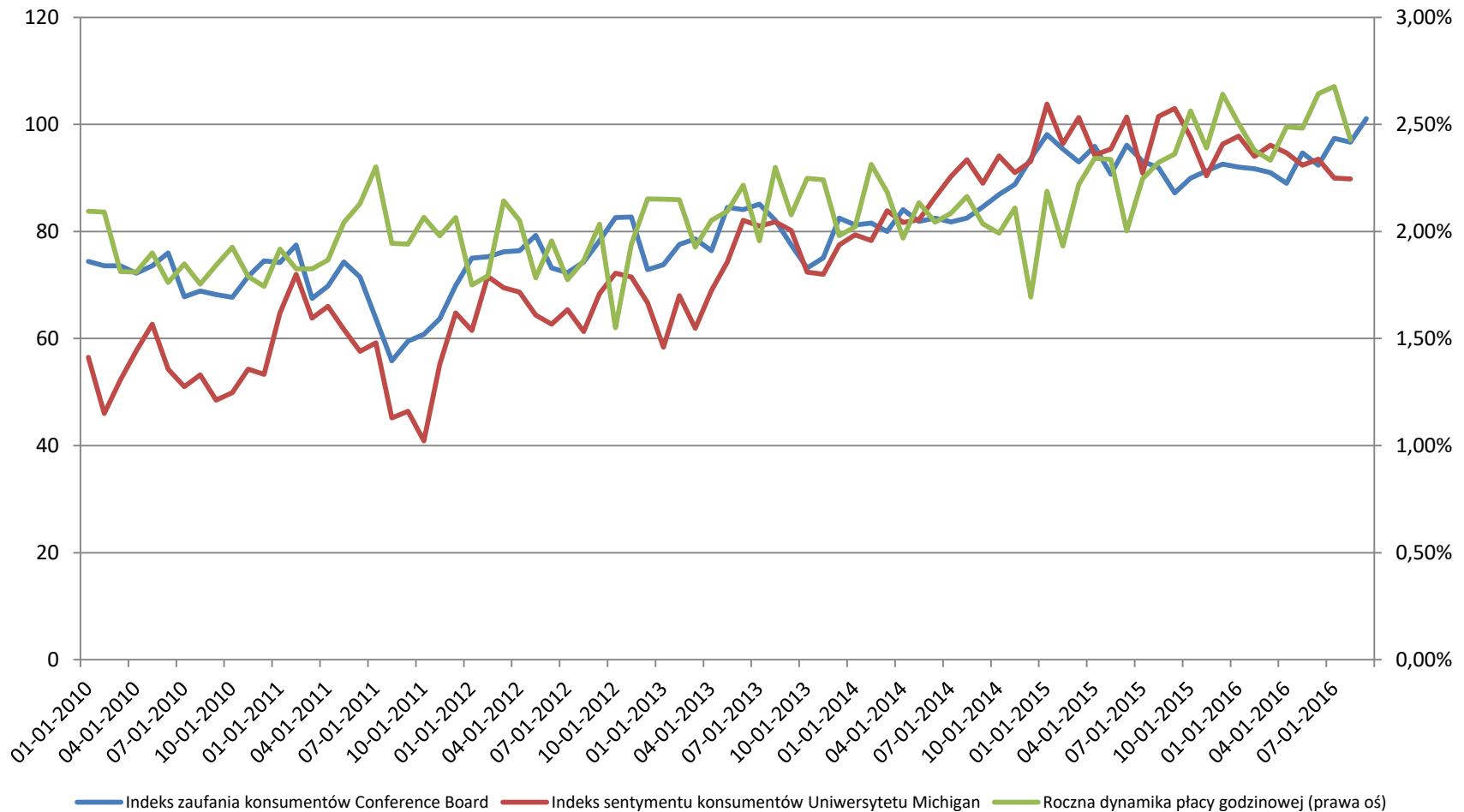
1. Znaczny wzrost konsumpcji prywatnej.
2. Istotny spadek inwestycji sektora prywatnego.

W sektorze konsumpcji pozytywnie zaskoczyła przede wszystkim kontrybucja *„nondurable goods”* tj. artykułów spożywczych, odzieży itp. Jednakże, wzrost zanotowano także we wszystkich segmentach dóbr trwałego użytku, z sektorem motoryzacyjnym na czele.

Po danych za jeden kwartał trudno wyrokować czy w końcu mamy do czynienia z przebudzeniem amerykańskiego konsumenta, lecz można założyć tezę, iż wysokie wskaźniki nastrojów konsumenckich, niskie ceny paliw oraz oddalenie perspektyw podwyżek stóp procentowych w USA mogły spowodować poluzowanie dyscypliny wydatkowej przeciętnego Amerykanina. Nie bez znaczenia jest również bardzo stabilna sytuacja na rynku pracy, co w ankiecie Conference Board za sierpień było mocno podkreślane przez ankietowanych konsumentów.

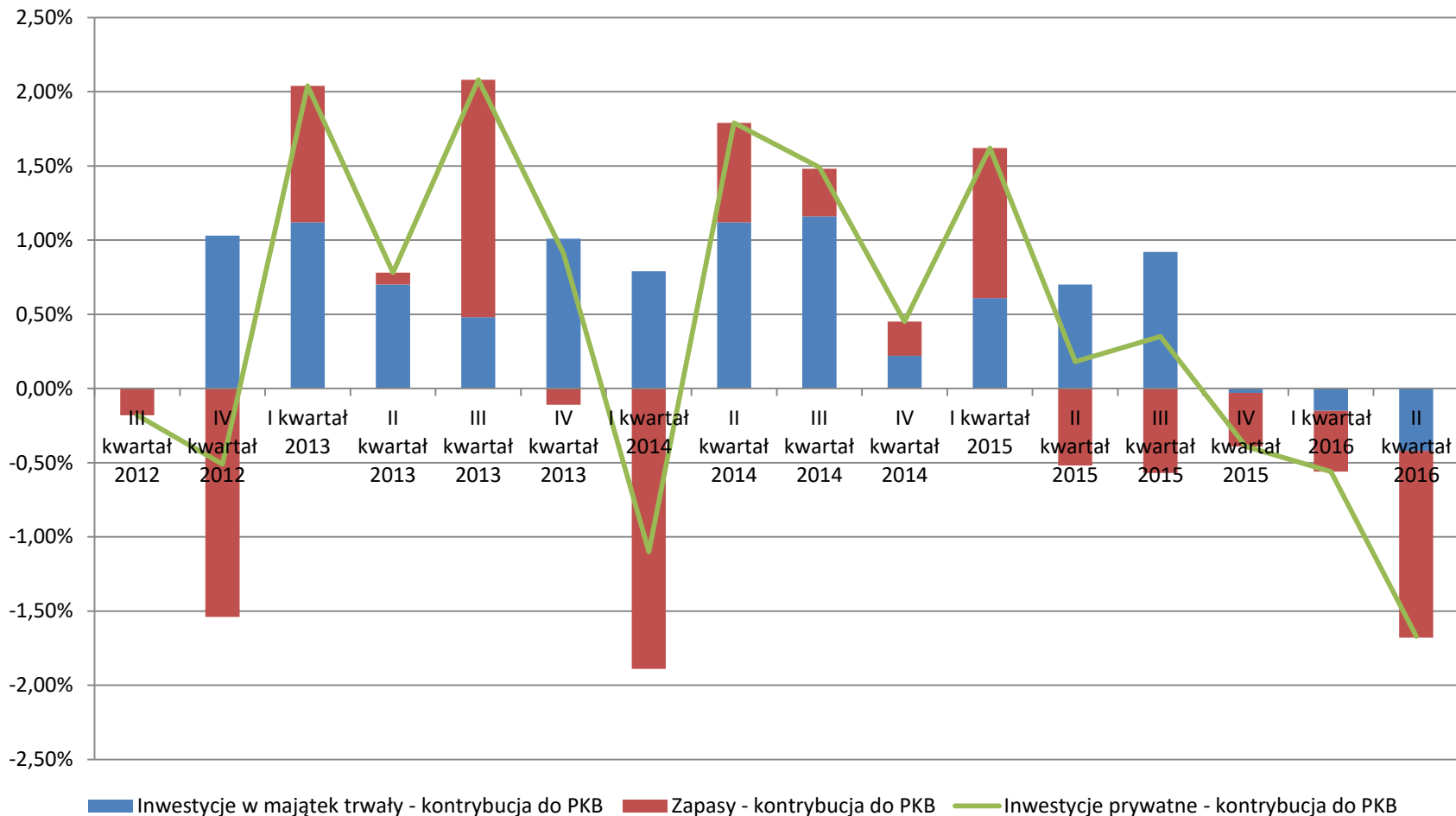
Źródło: Bloomberg.

Indeksy zaufania konsumentów vs dynamika płac



Źródło: Bloomberg.

Inwestycje prywatne w USA – kontrybucje do dynamiki PKB



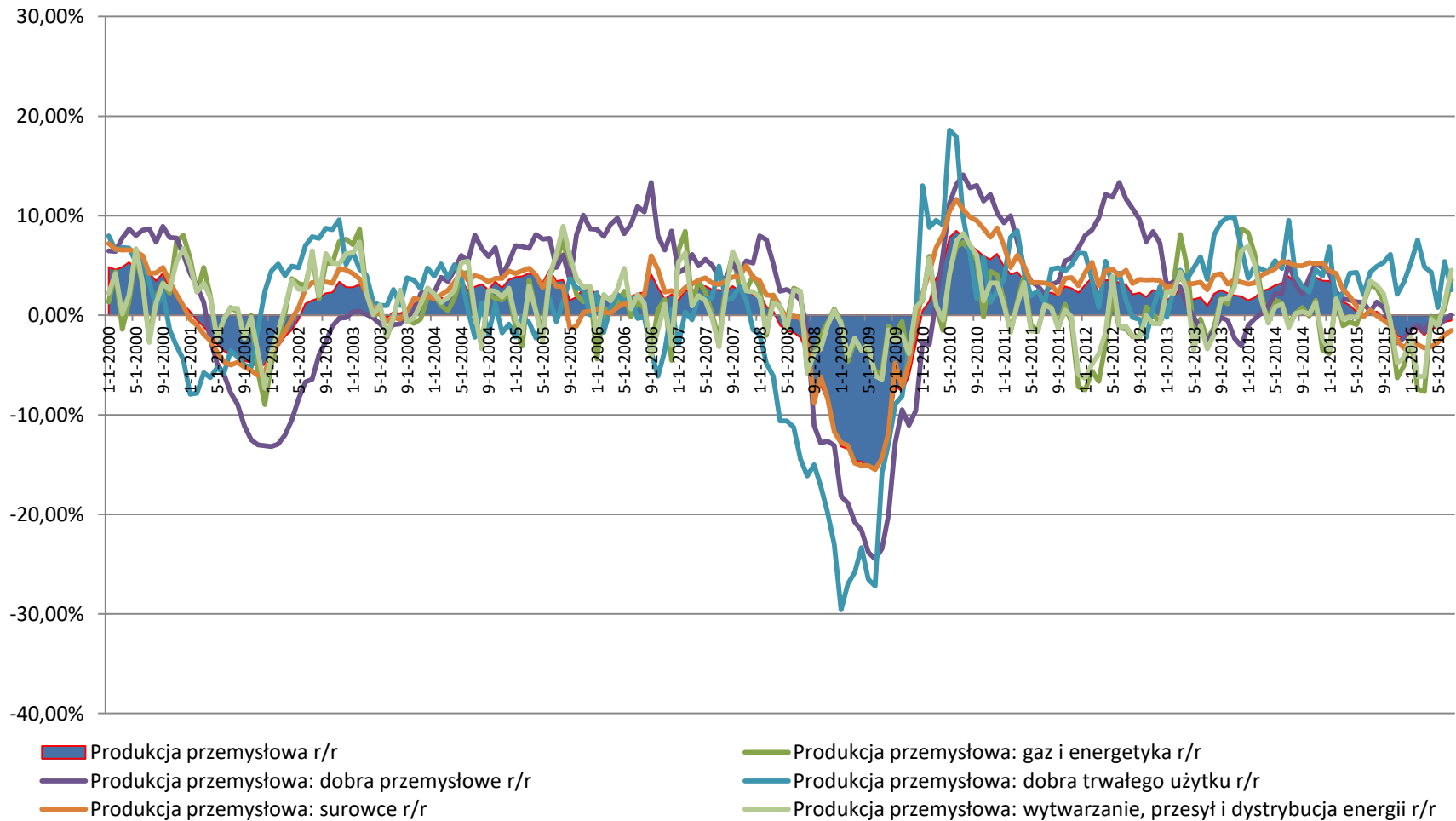
Inwestycje prywatne w USA – komentarz

Ujemna kontrybucja inwestycji nas nie zaskoczyła, gdyż od dłuższego czasu akcentujemy płaskie perspektywy makroekonomiczne i brak bodźców do zwiększania wydatków inwestycyjnych przez spółki w USA.

Jednakże, zaskoczyła skala spadku i, jak zwykle, diabeł tkwi w szczegółach. Mocno in minus zaskoczyła dynamika zapasów, która odjęła 1.26 pp z dynamiki wzrostu i jest prawdopodobnie efektem kilku kwartałów przeciętnej dynamiki konsumpcji prywatnej i, co za tym idzie, agresywniejszej likwidacji zapasów przez spółki. Uważamy, że jest to raczej jednorazowy odczyt, gdyż wzrost konsumpcji powinien być widoczny na poziomie badania popytu przez spółki i spowodować odbudowę zapasów w kolejnych kwartałach.

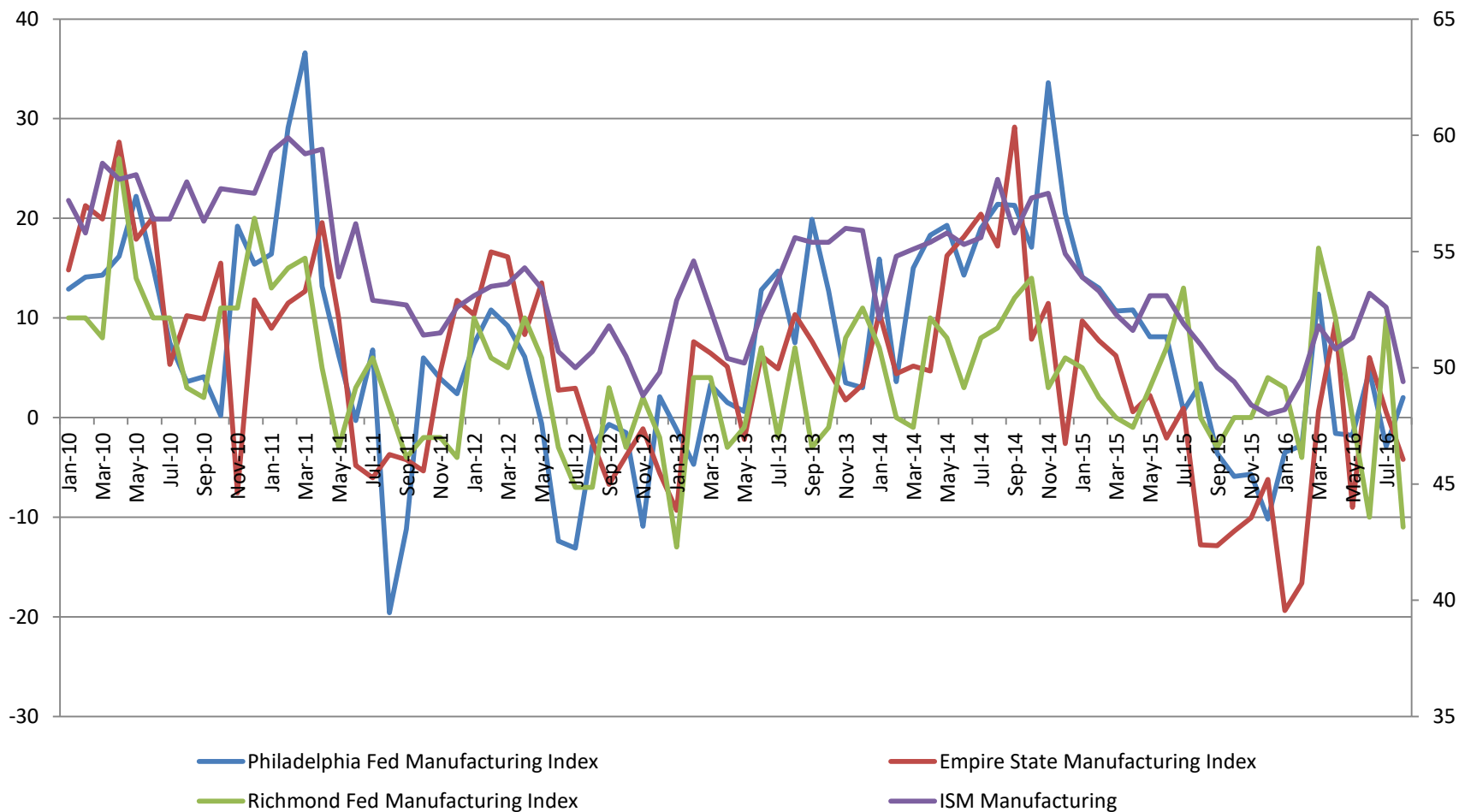
Z drugiej strony, bardzo niepokojący jest 3 kwartał z rzędu przyspieszającej ujemnej kontrybucji inwestycji w majątek trwały. Nasze wnioski o braku silnych bodźców do inwestycji przez spółki są tym samym wciąż aktualne. Z drugiej strony, taka struktura PKB powinna nieco osłabiać zapędy do podwyżek stóp procentowych w ramach FOMC.

Produkcja przemysłowa oraz wybrane subindeksy sektorowe



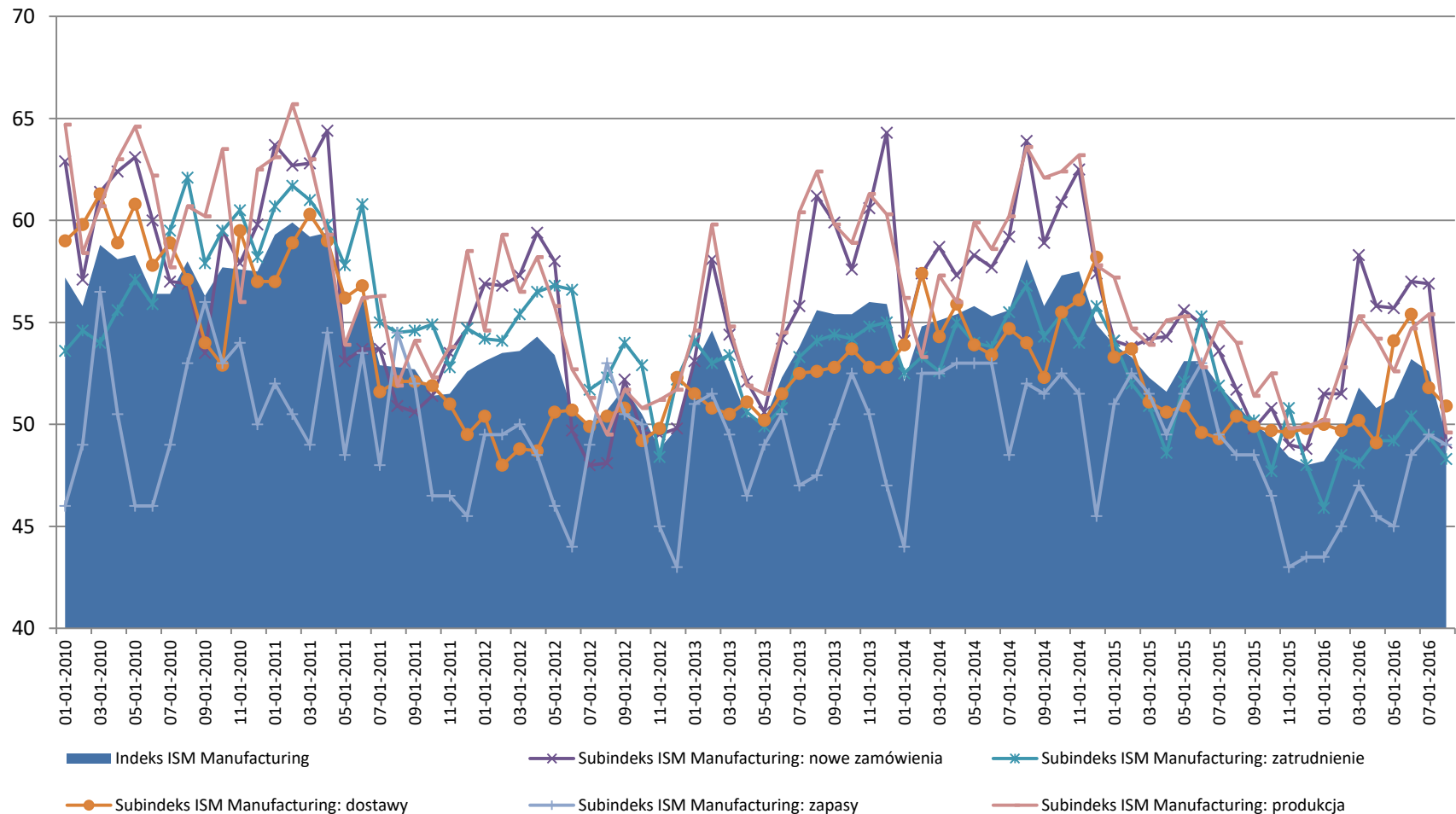
Źródło: Bloomberg.

ISM Manufacturing i indeksy regionalne



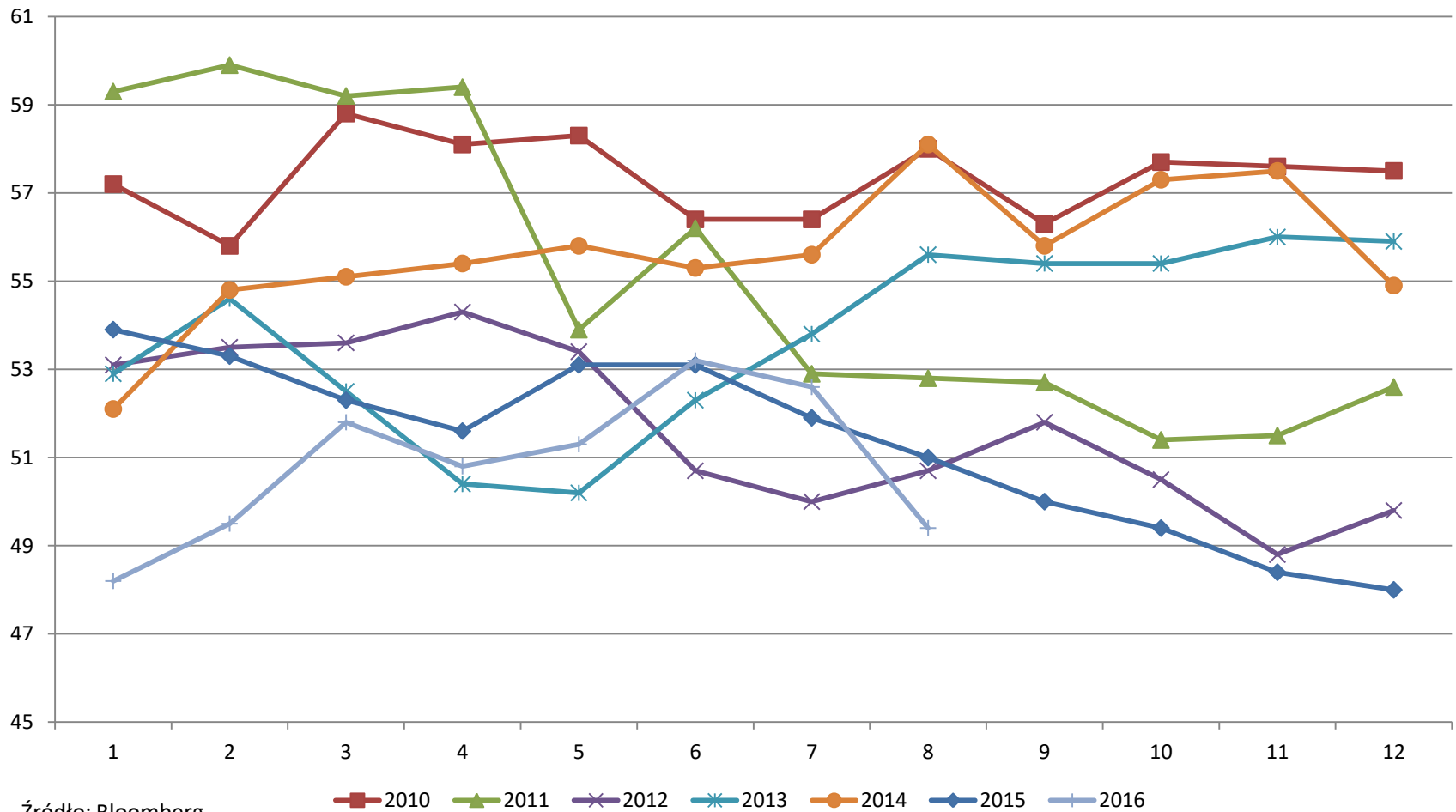
Źródło: Bloomberg.

Indeks ISM Manufacturing i jego dekompozycja

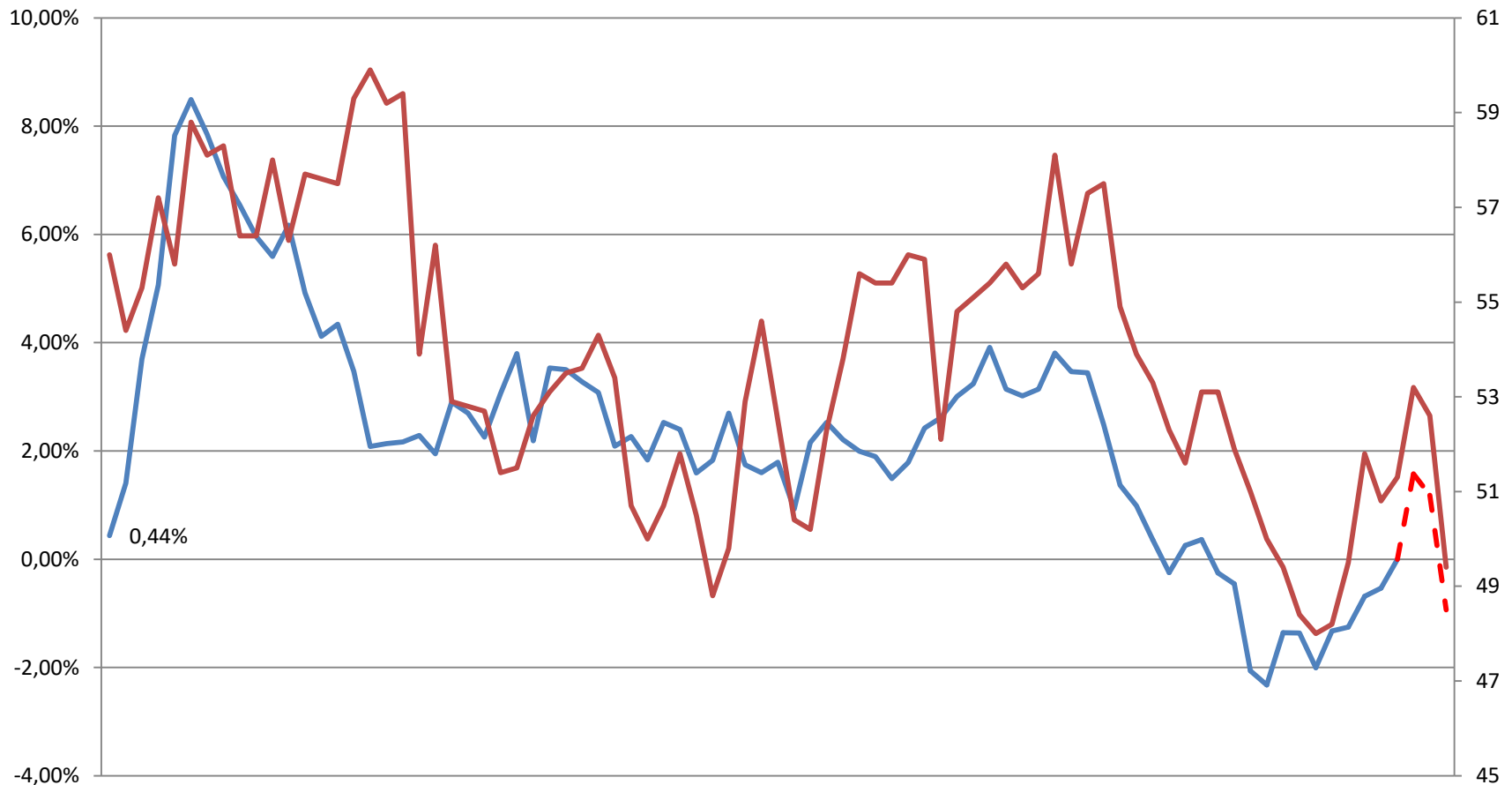


Źródło: Bloomberg.

Indeks ISM Manufacturing w latach 2010-2016



Produkcja przemysłowa vs ISM Manufacturing

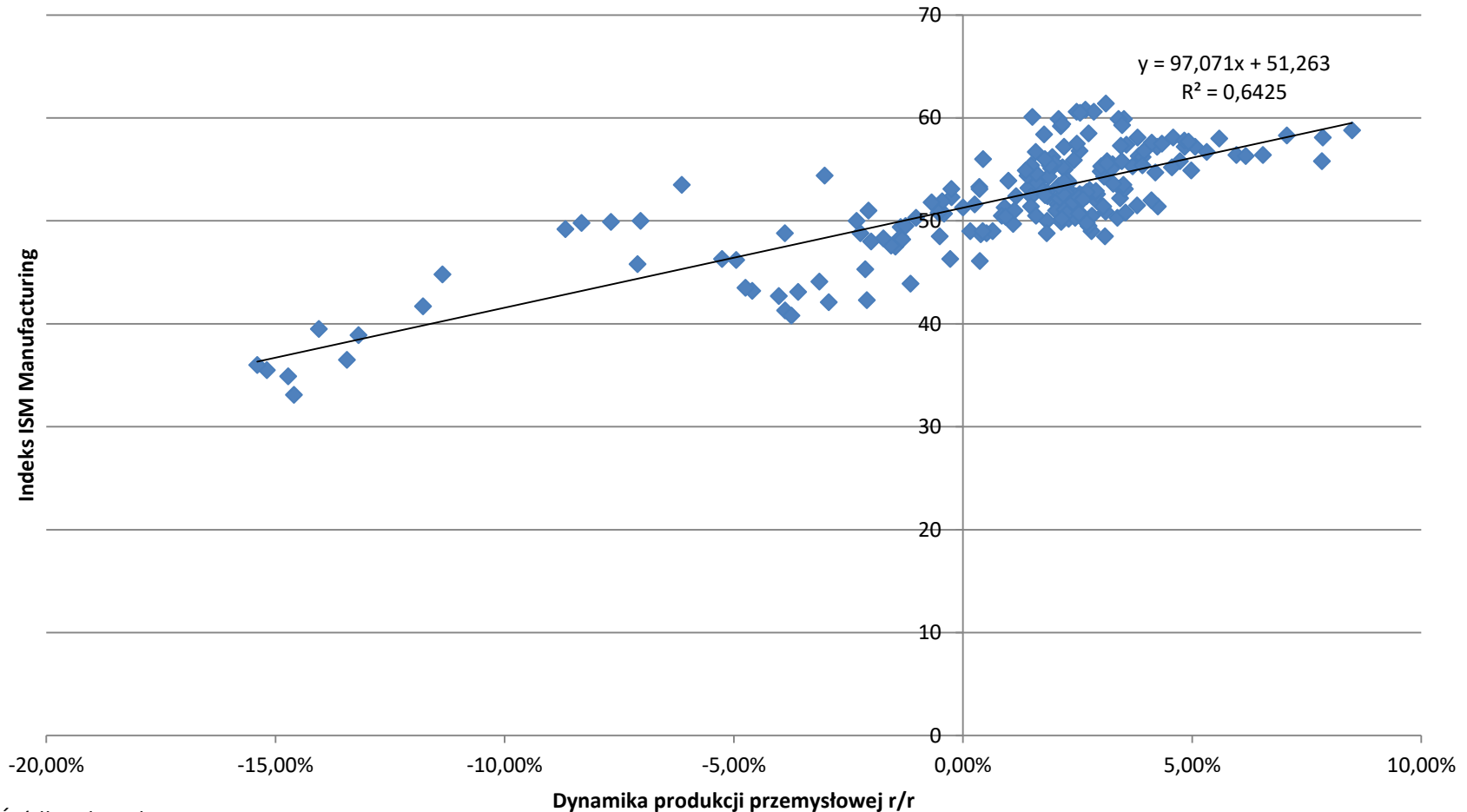


Źródło: Bloomberg.

— Dynamika produkcji przemysłowej r/r

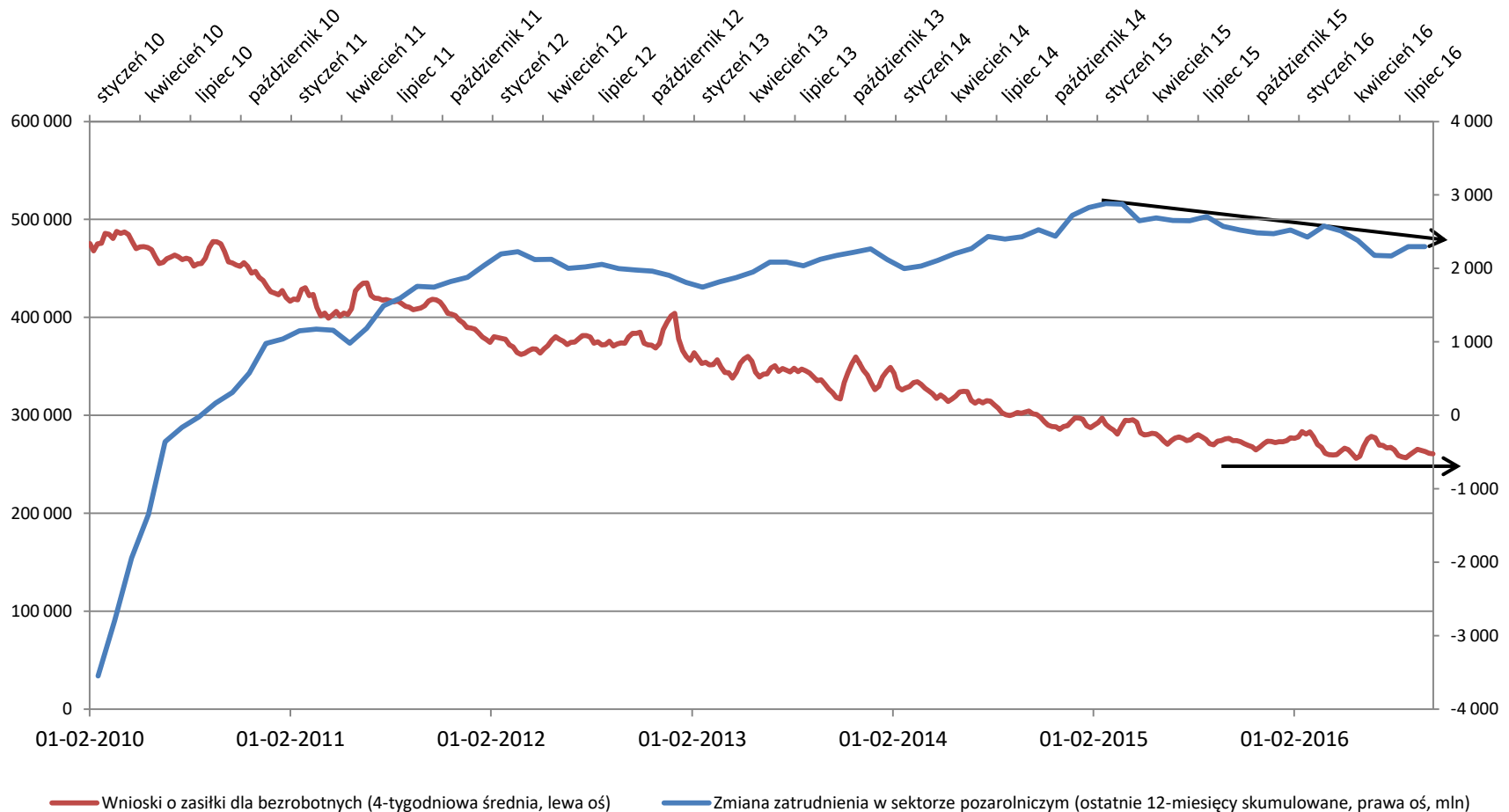
— ISM Manufacturing (T-3)

Regresja dynamiki produkcji przemysłowej względem indeksu ISM Manufacturing (T-3)



Źródło: Bloomberg.

Rynek pracy w USA



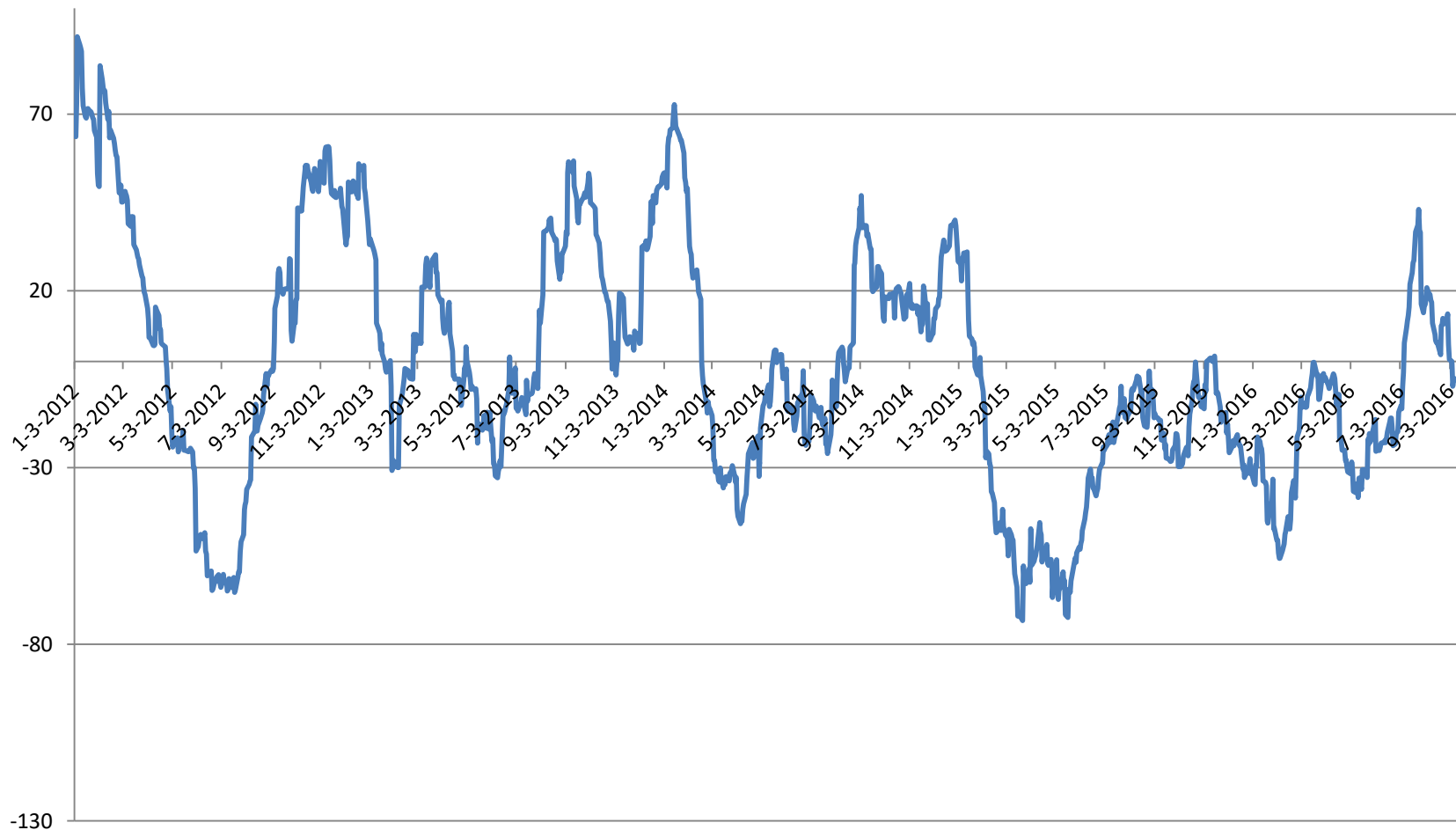
Źródło: Bloomberg.

Wskaźniki inflacji vs oczekiwania inflacyjne w USA



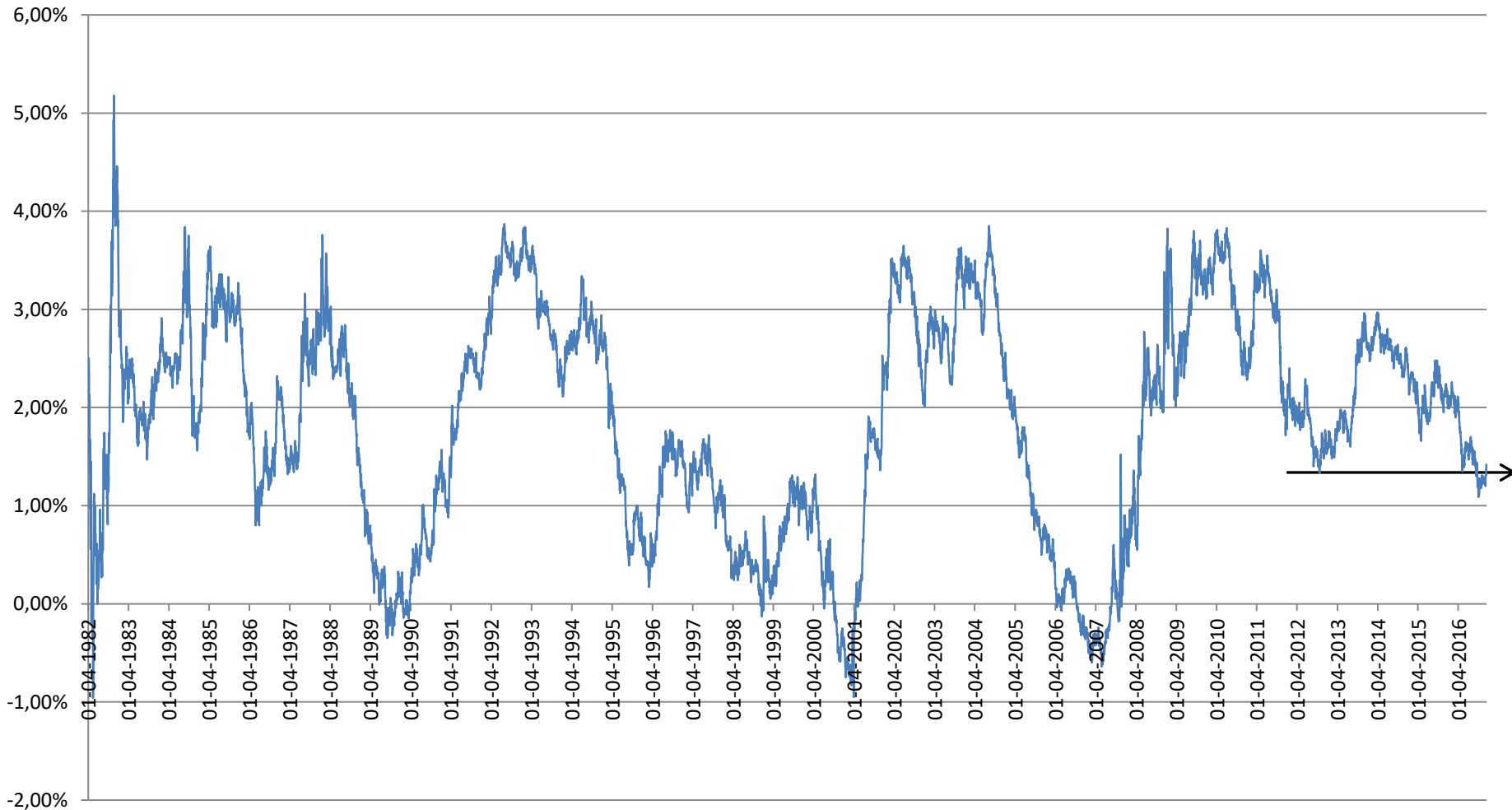
Źródło: Bloomberg.

Indeks Citi Economic Surprise dla USA



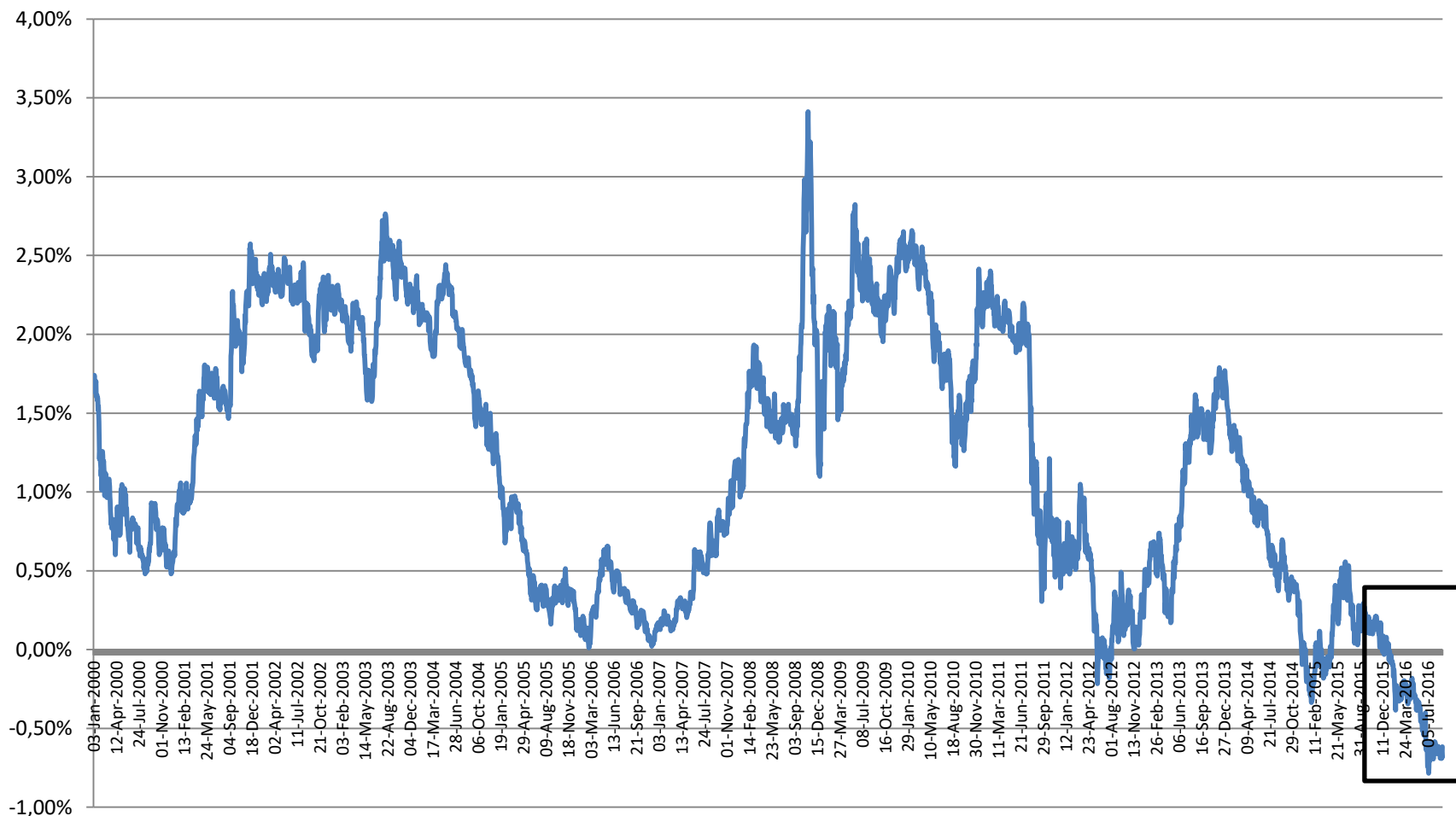
Źródło: Bloomberg

Spread rentowności 10-latek do bonów 3-miesięcznych



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Premia terminowa dla amerykańskich 10-latek (model ACM*)



Źródło: Federal Reserve Bank of New York, dane na 30/06/2016.

*Model Adriana, Crumpa i Moencha.

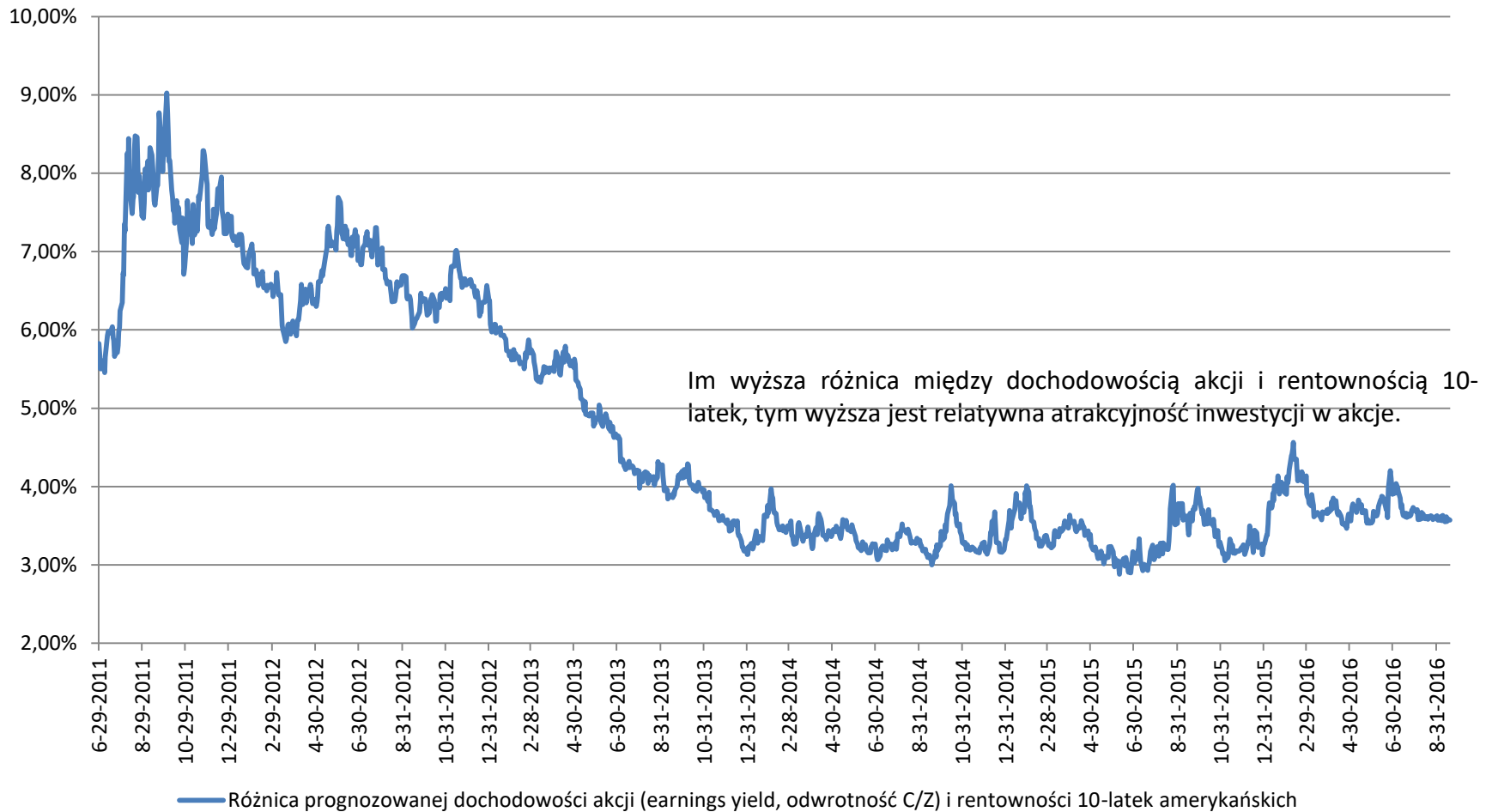
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

Premia terminowa dla amerykańskich 10-latek (model ACM)

Model ACM estymuje premię terminową dla amerykańskich rządowych 10-latek. Premia terminowa jest dla inwestorów rekompensatą za ponoszone ryzyko innego kształtowania się przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych, aniżeli wynika to z obecnych stóp długoterminowych. Ujemna wartość oznacza, że inwestorzy „płacą” za ponoszone ryzyko zamiast być kompensowanym. Historycznie jest to anomalia, która w ostatnich miesiącach może być spowodowana kilkoma czynnikami:

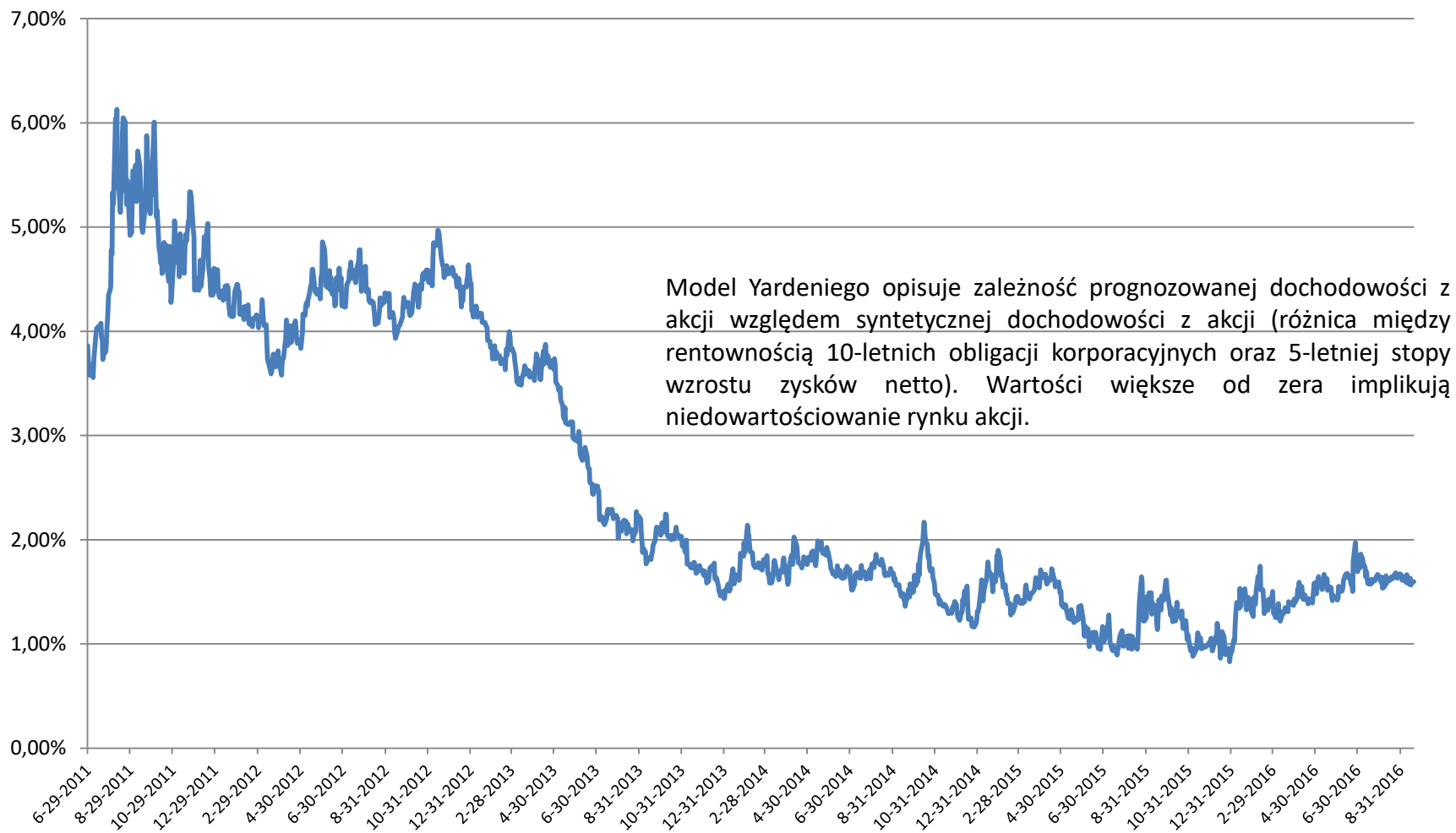
1. Reinwestowanie przez Fed kuponów od utrzymywanych obligacji.
2. Perspektywa wzrostu rentowności w USA i dywergencja polityk monetarnych z ECB i BoJ zwiększa napływy z zagranicy na rynek obligacji.
3. Częste w ostatnich kwartałach szoki na rynku akcji systematycznie „wypychają” część inwestorów na rynek amerykańskiego długu rządowego.
4. Powyższe napływy wcale nie muszą być historycznie wysokie, gdyż ponad 60% podaży obligacji powyżej 10 lat do zapadalności jest „na bilansie” Fed.

Fed Model



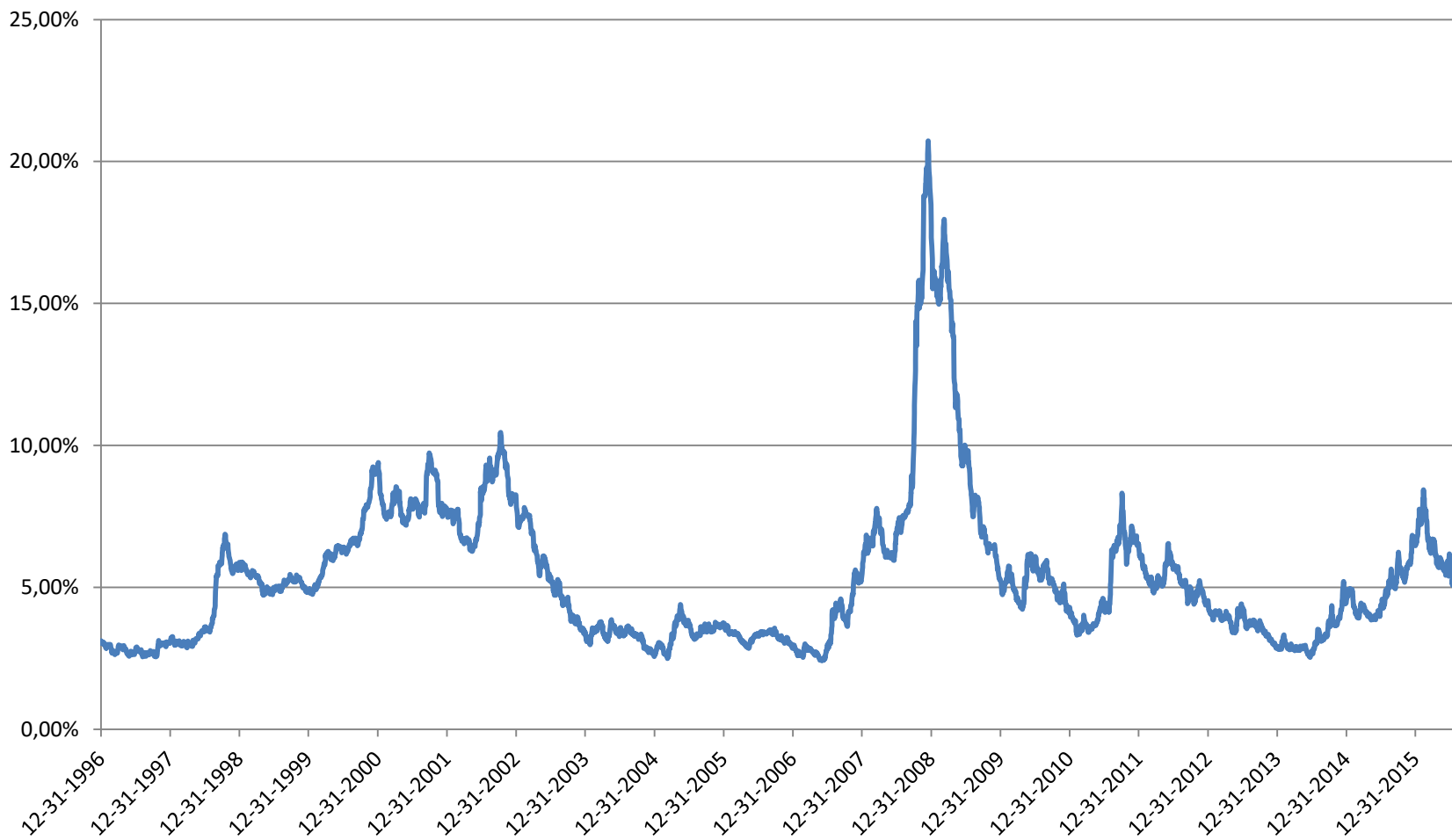
Źródło: Bloomberg, dane dla S&P 500, obliczenia własne.

Model Yardeniego



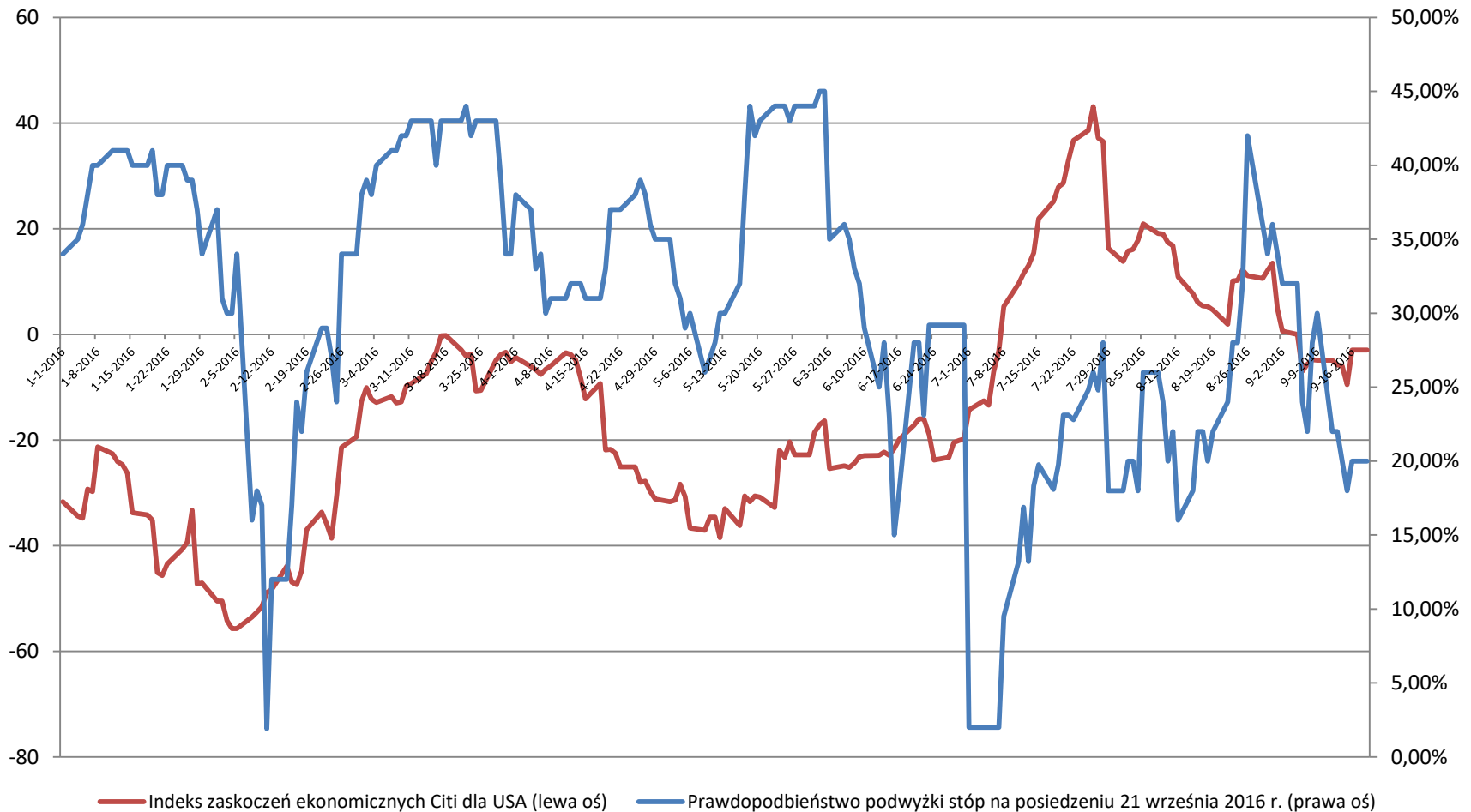
Źródło: Bloomberg, dane dla S&P 500 oraz BofA Merrill Lynch US Corporate 7-10 Year Effective Yield, obliczenia własne.

Spread indeksu BofA Merrill Lynch US High Yield Effective Yield do rentowności amerykańskich 10-latek



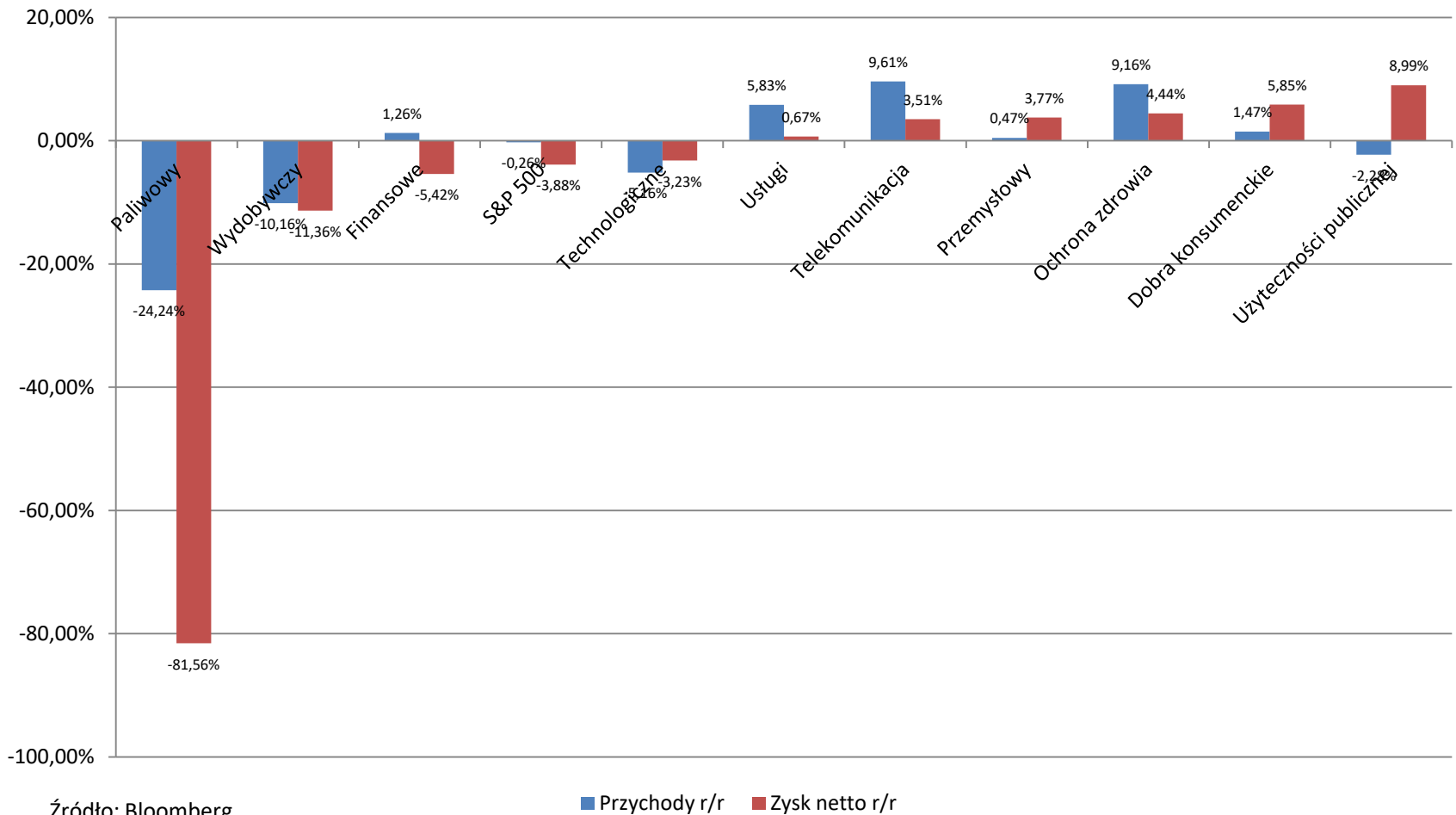
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Prawdopodobieństwa podwyżek stóp w USA

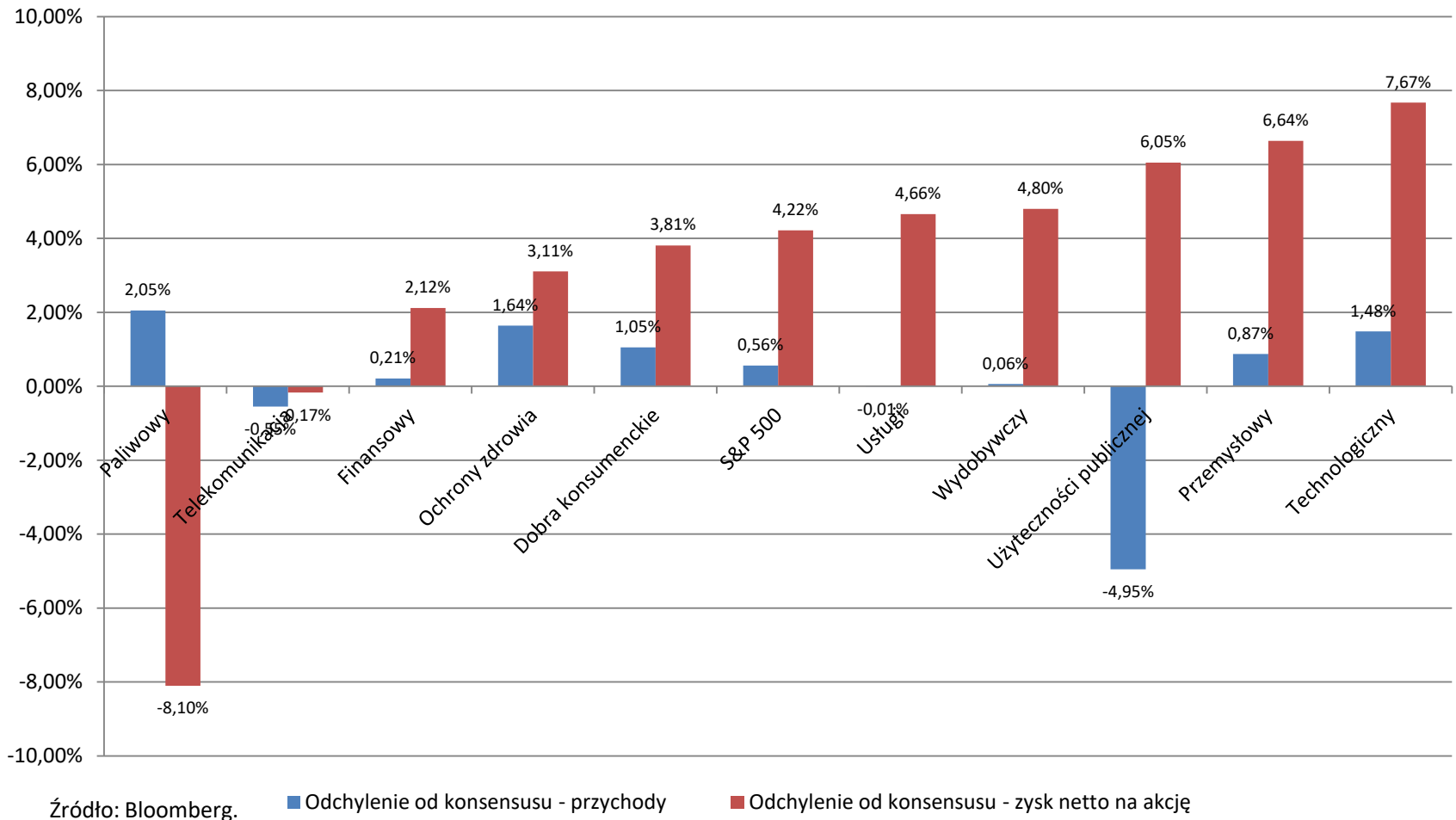


Źródło: Bloomberg, dane na 21/06/2016 na podstawie notowań futuresów na stopę funduszy federalnych.

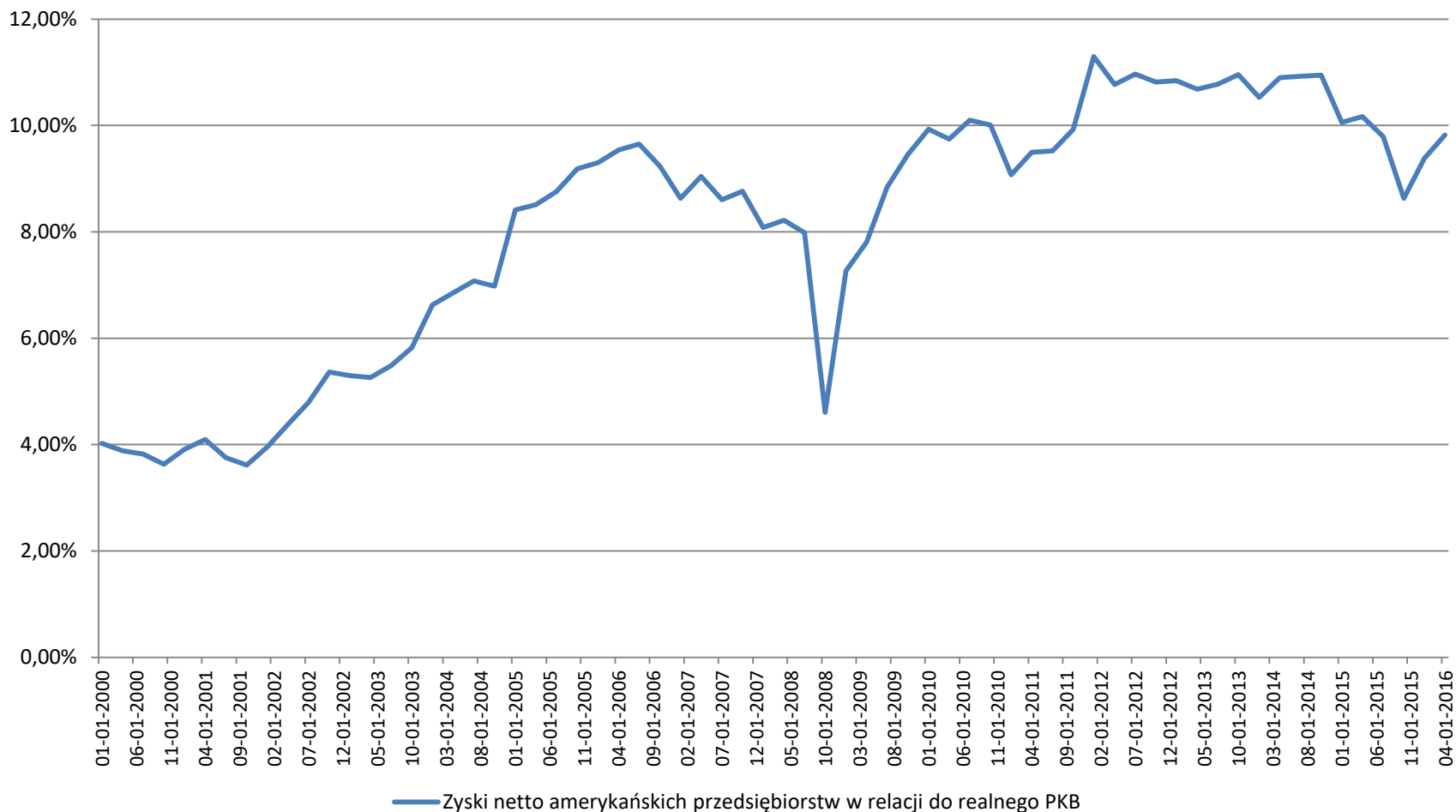
Dynamiki roczne przychodów i zysku netto wg. sektorów w indeksie S&P 500



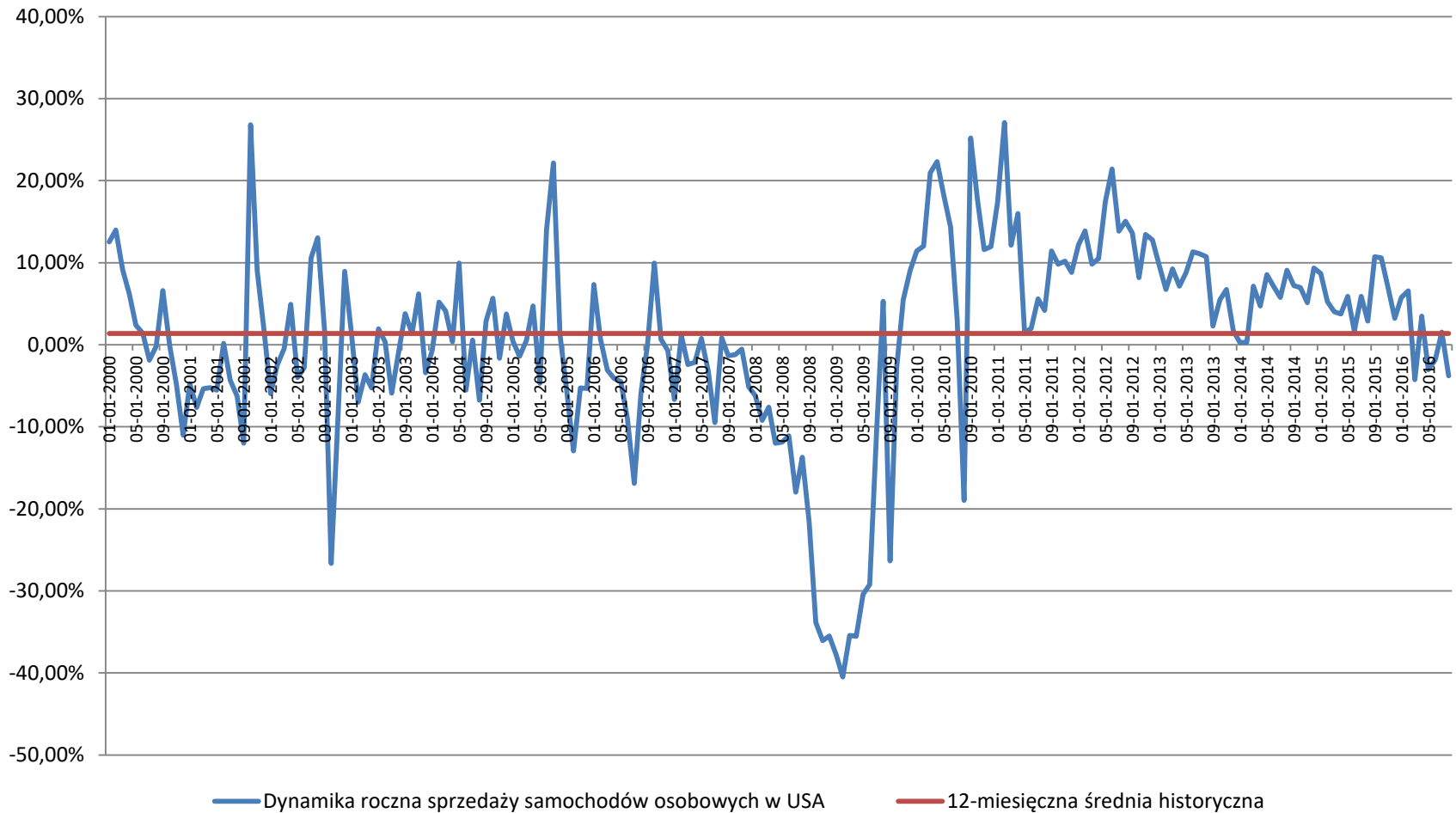
Zaskoczenia wynikowe za II kw. wg. sektorów w indeksie S&P 500



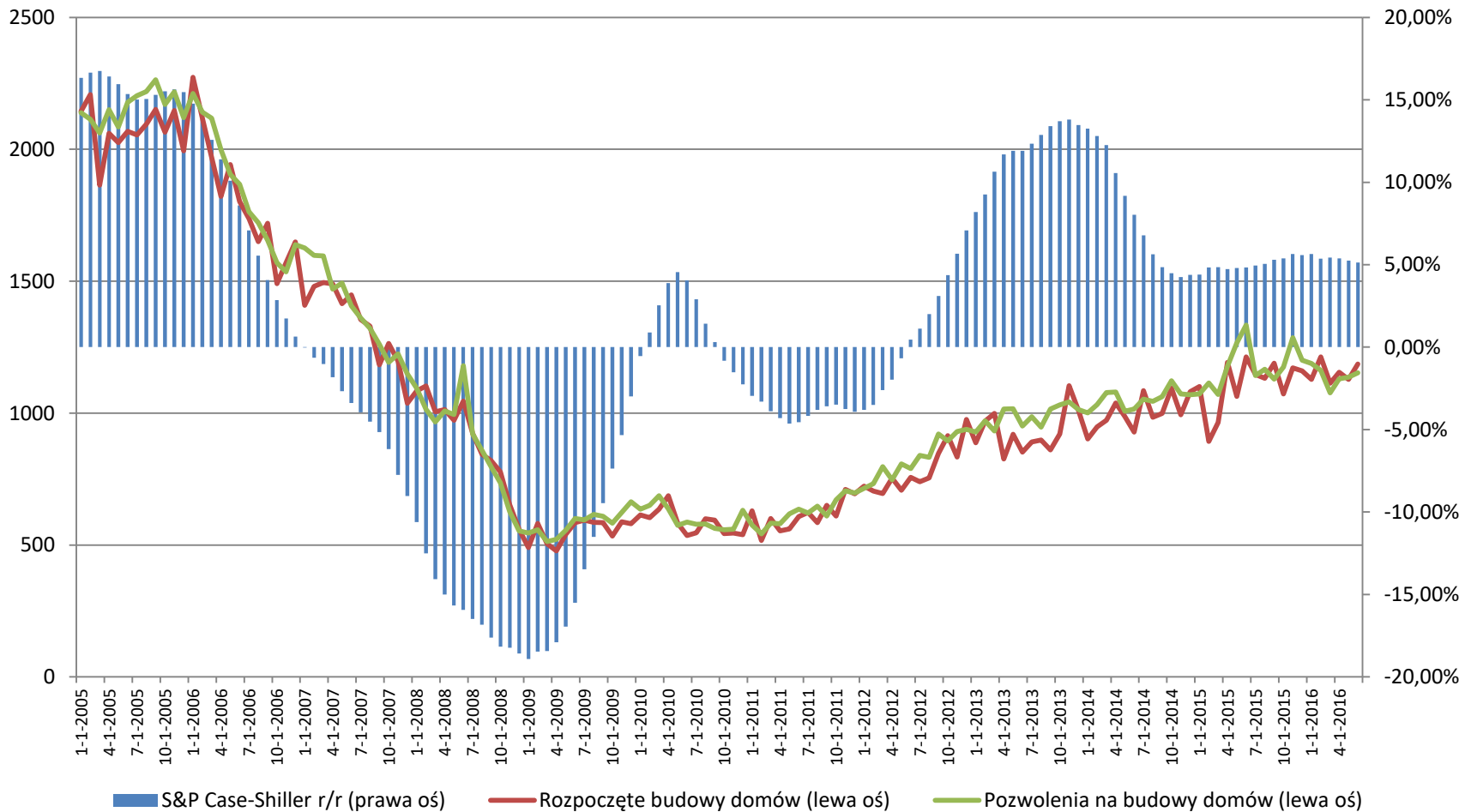
Zyski netto amerykańskich przedsiębiorstw vs PKB



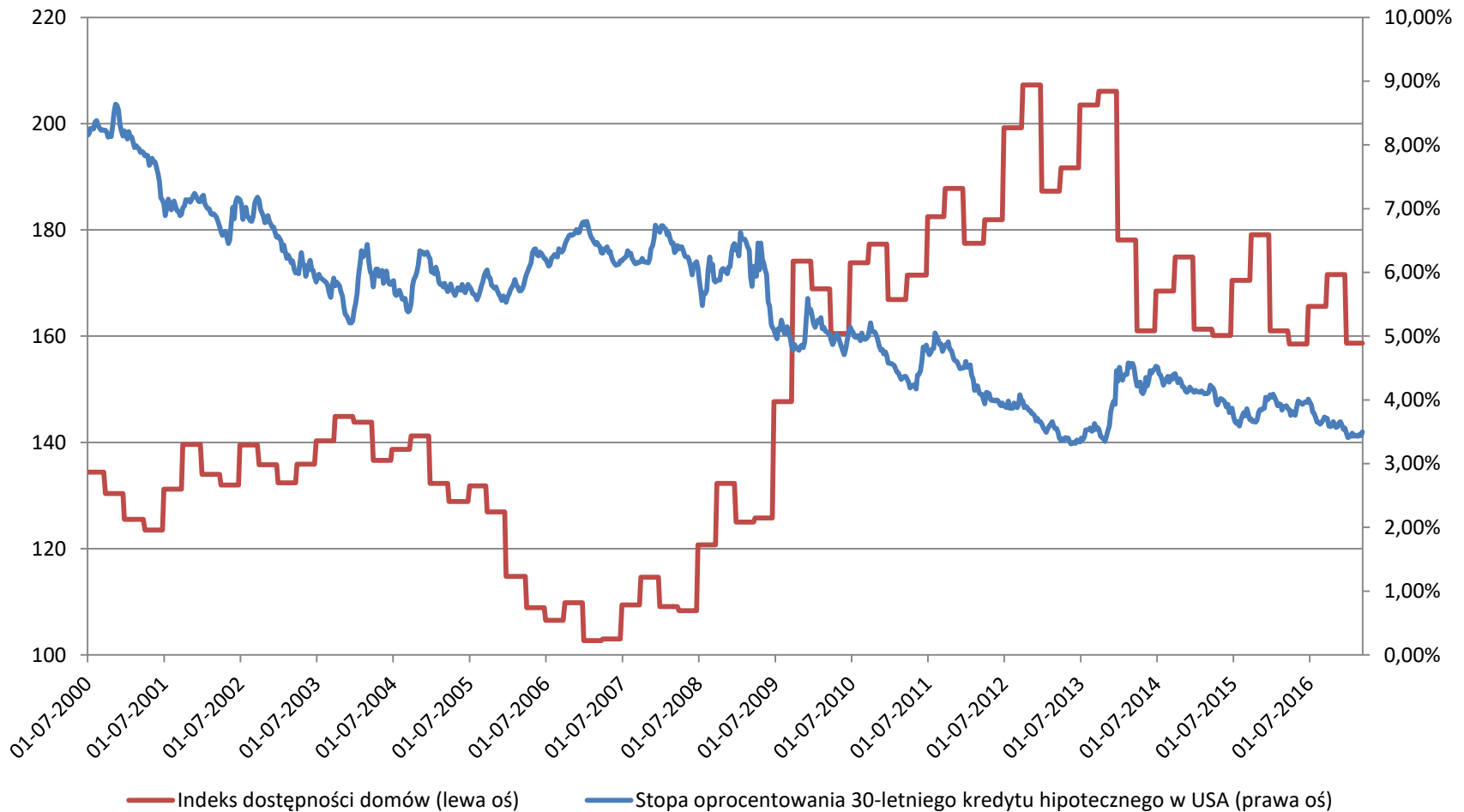
Sprzedaż samochodów osobowych w USA



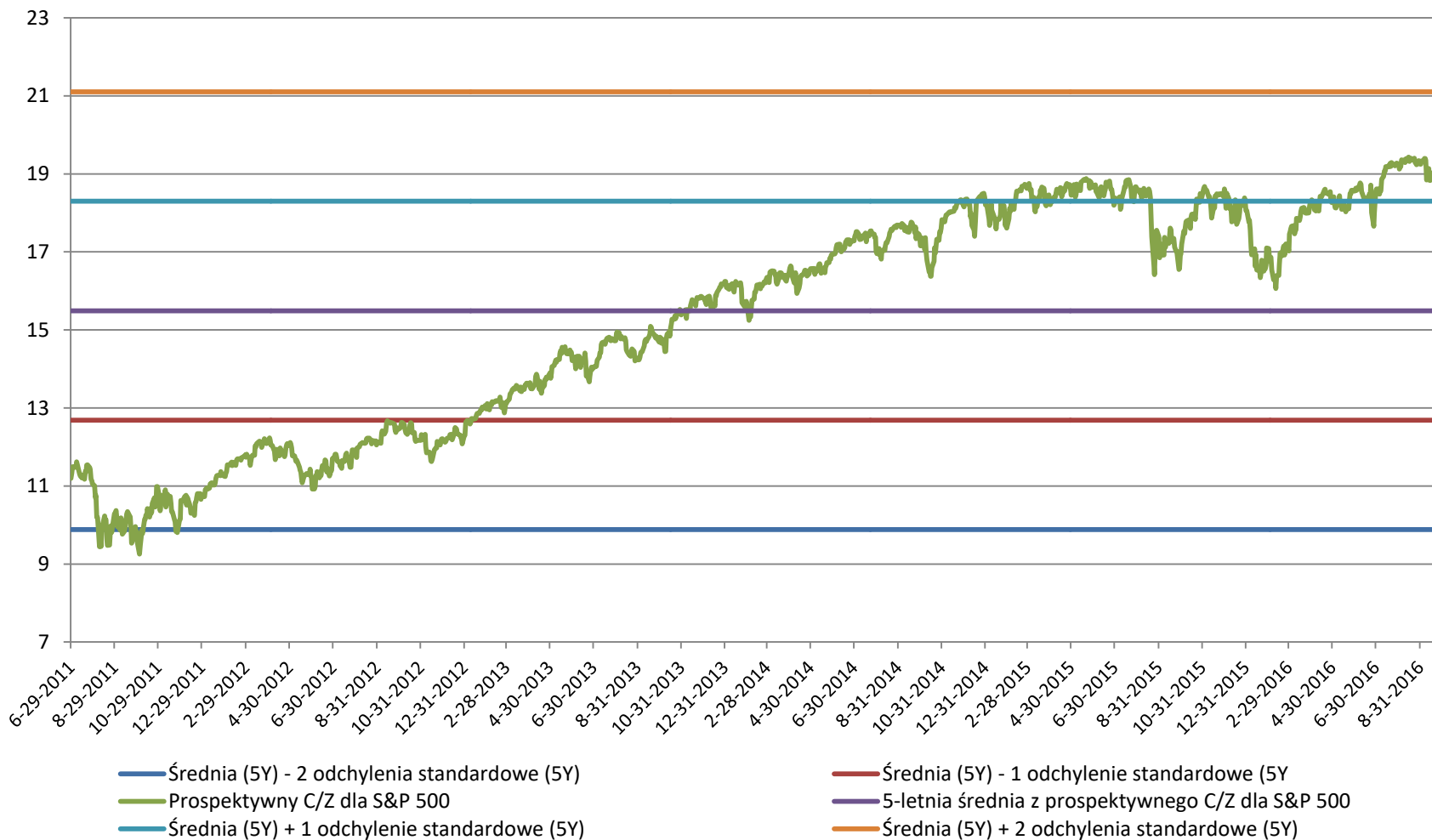
Rynek nieruchomości w USA



Rynek nieruchomości w USA

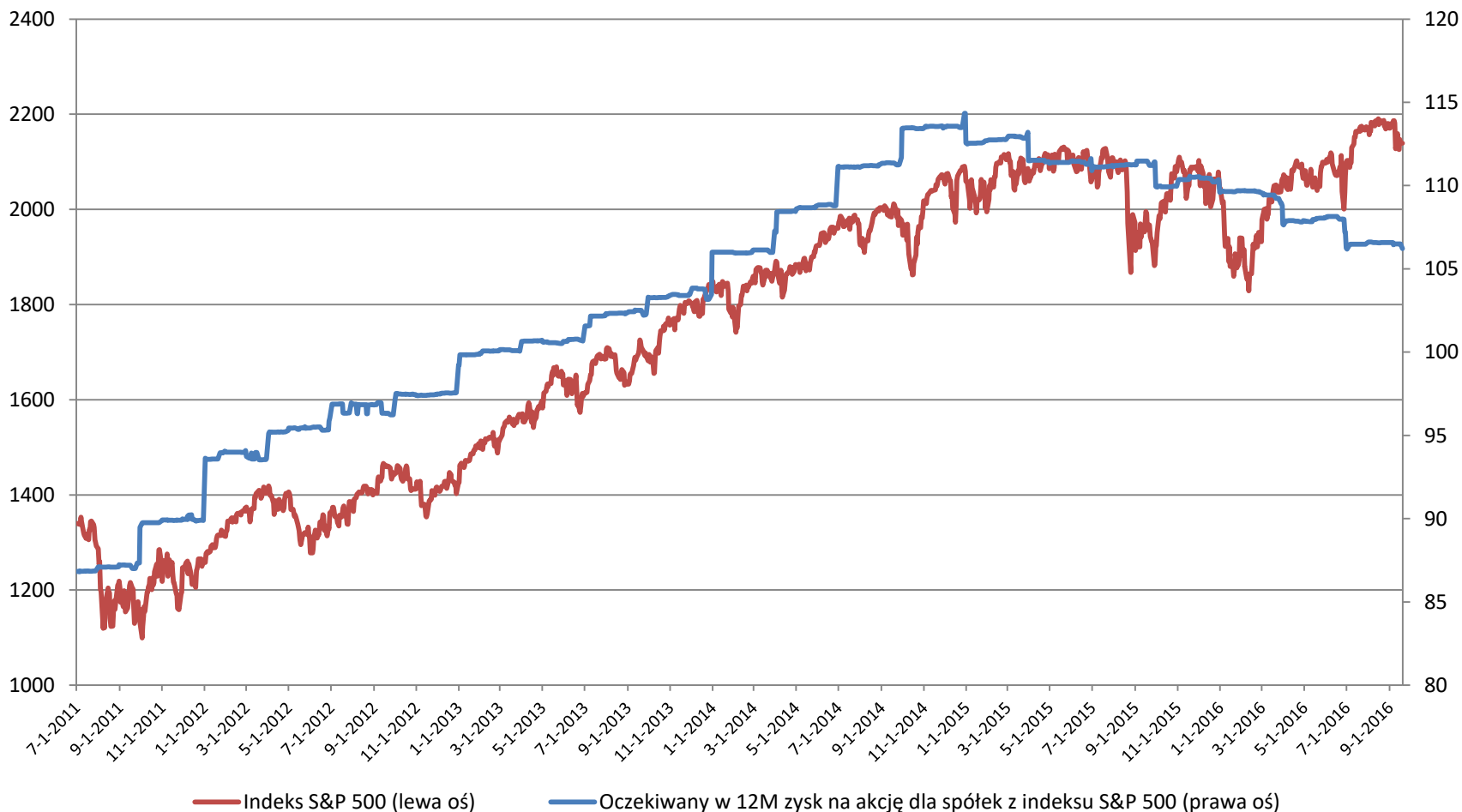


S&P 500 vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



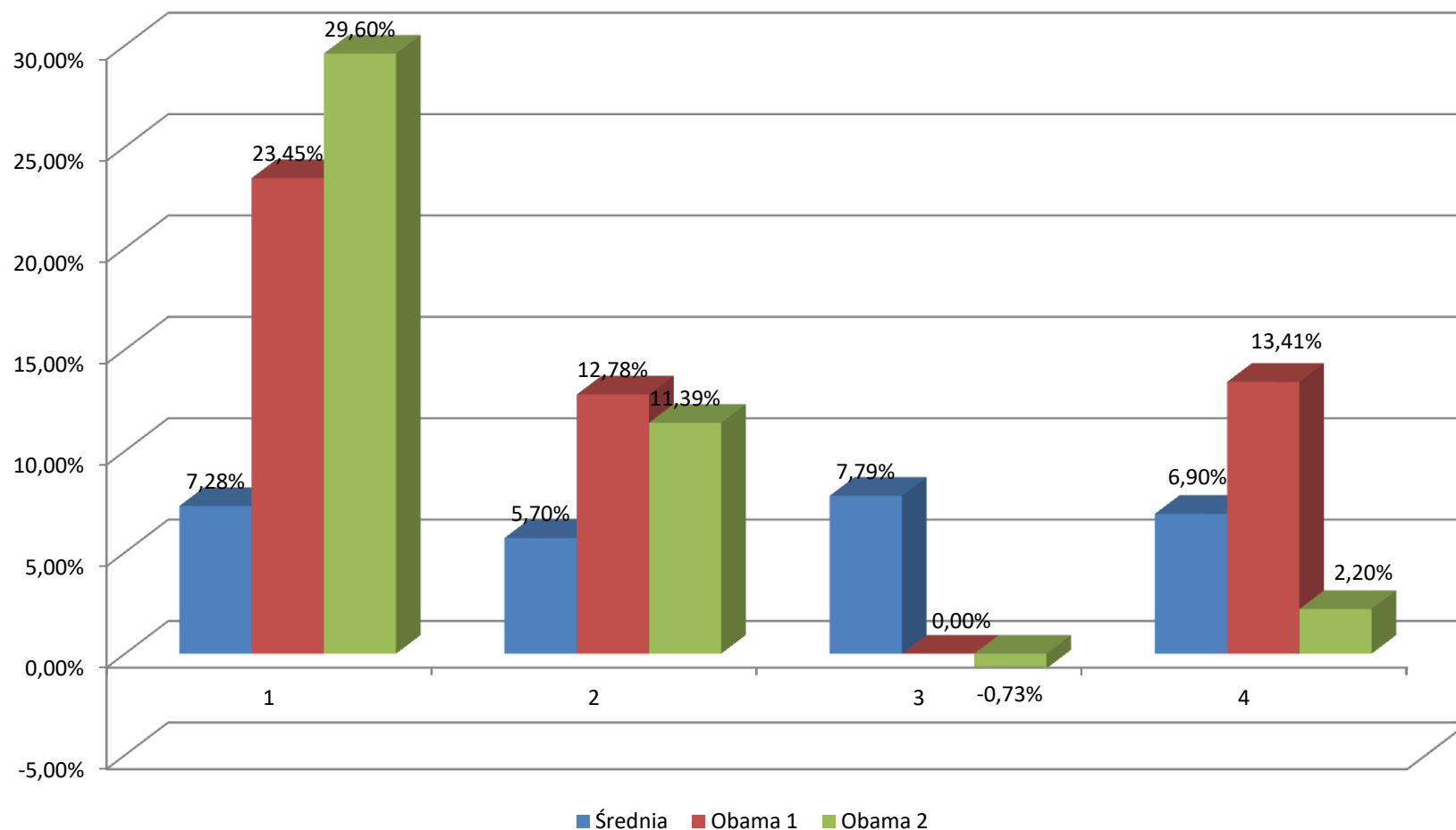
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

S&P 500 vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

S&P 500 Cykl prezydencki



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Analiza i założenia makroekonomiczne – IV kwartał 2016

Gospodarki rozwinięte – strefa euro

Departament Zarządzania Aktywami

QE w Europie – czy to działa?

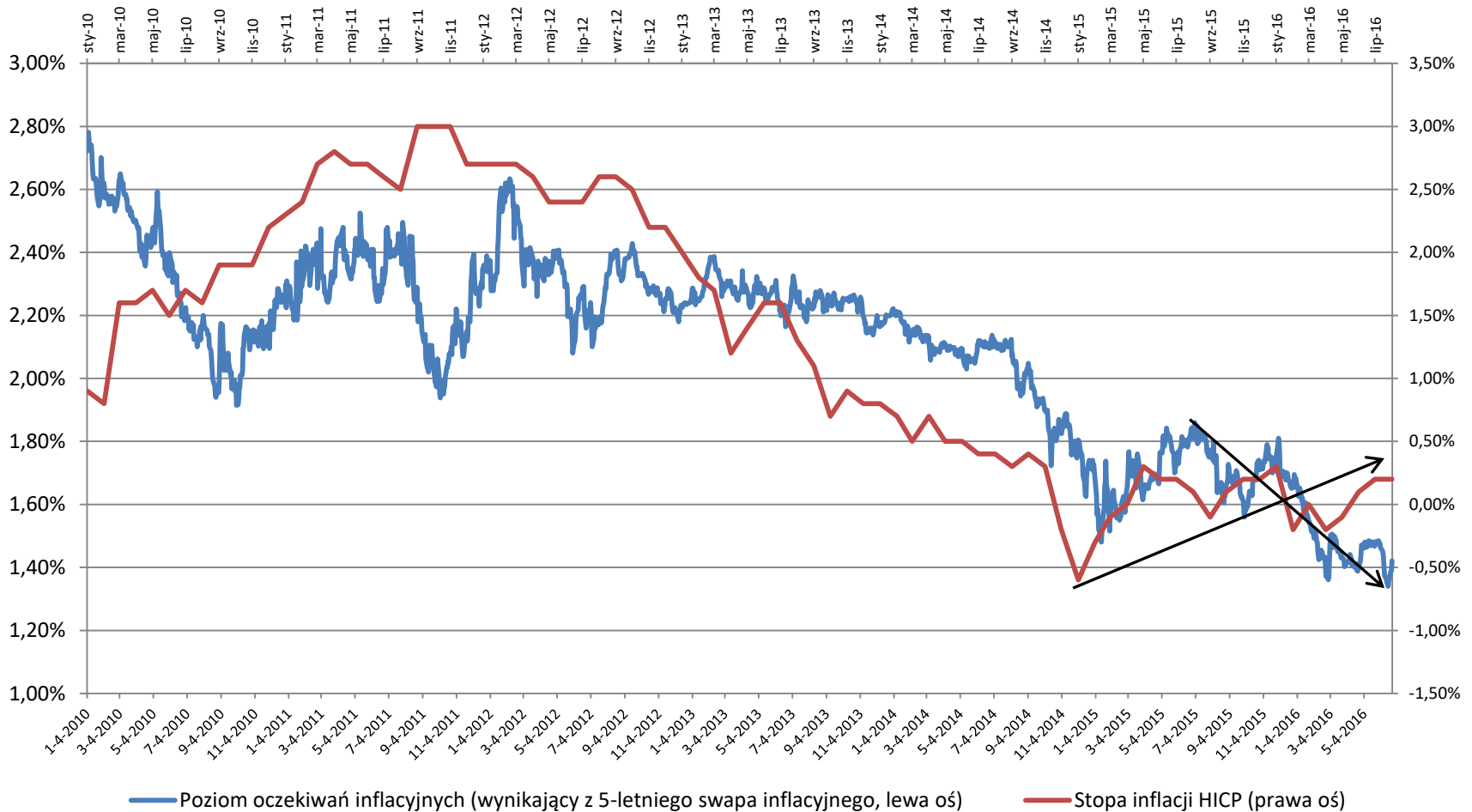
22 stycznia 2015 r. Mario Draghi ogłosił przełomową decyzję o rozpoczęciu luzowania ilościowego w strefie euro. Od tamtego momentu minęło 20 miesięcy, więc można się pokusić o ocenę makroekonomicznych skutków tej decyzji.

Głównym celem programu jest pobudzenie inflacji w strefie euro poprzez stymulację inwestycji i konsumpcji za pomocą rozkręcenia akcji kredytowej w strefie euro, która to od wielu miesięcy notowała ujemne dynamiki wzrostu. Tym samym, program QE należy oceniać przez pryzmat:

1. Wskaźników inflacji.
2. Wskaźników sytuacji na rynku kredytowy.
3. Dynamiki i struktury wzrostu gospodarczego.
4. Potencjalnych efektów drugiej rundy.

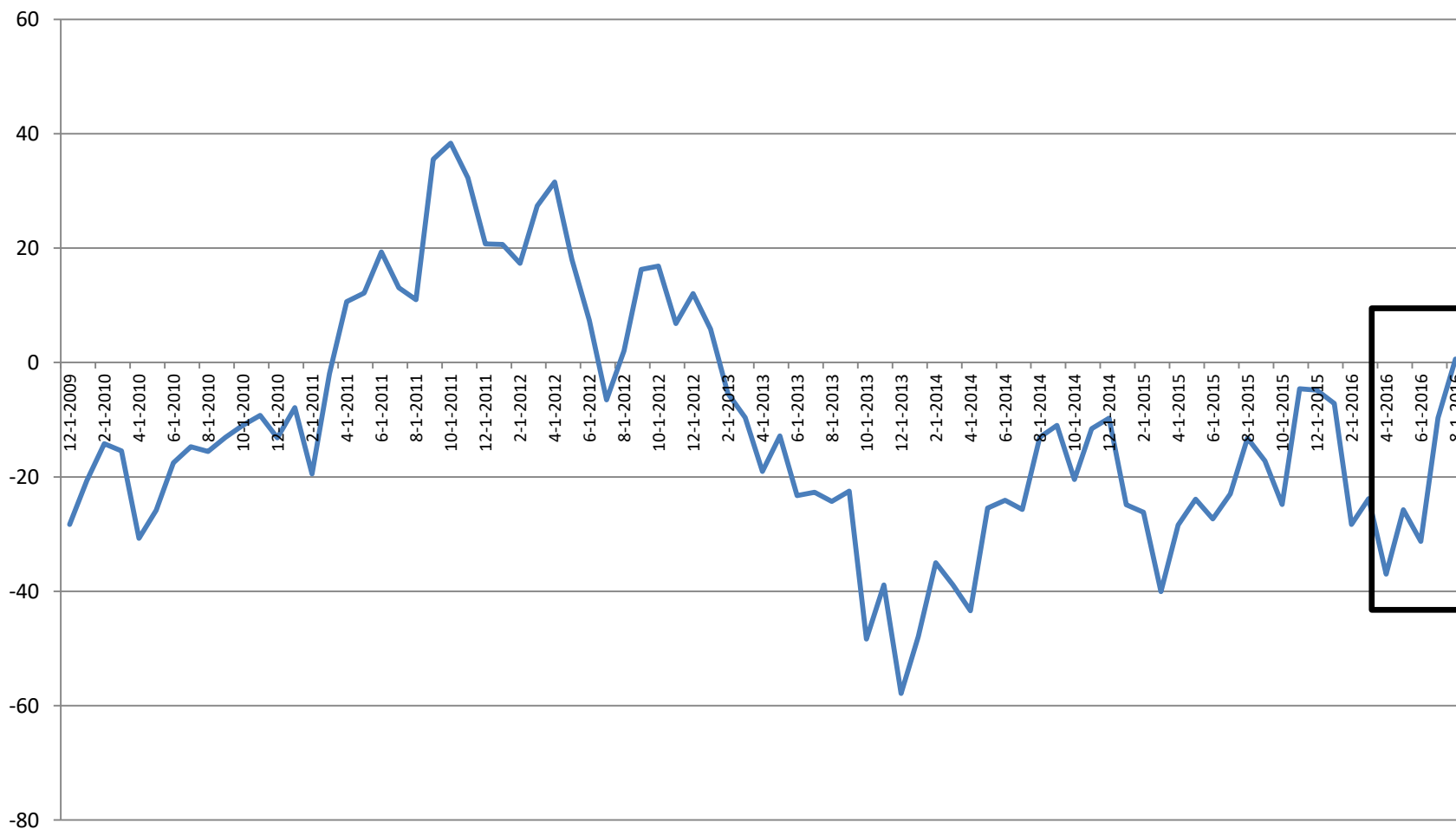
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Inflacja HICP vs oczekiwania inflacyjne w strefie euro

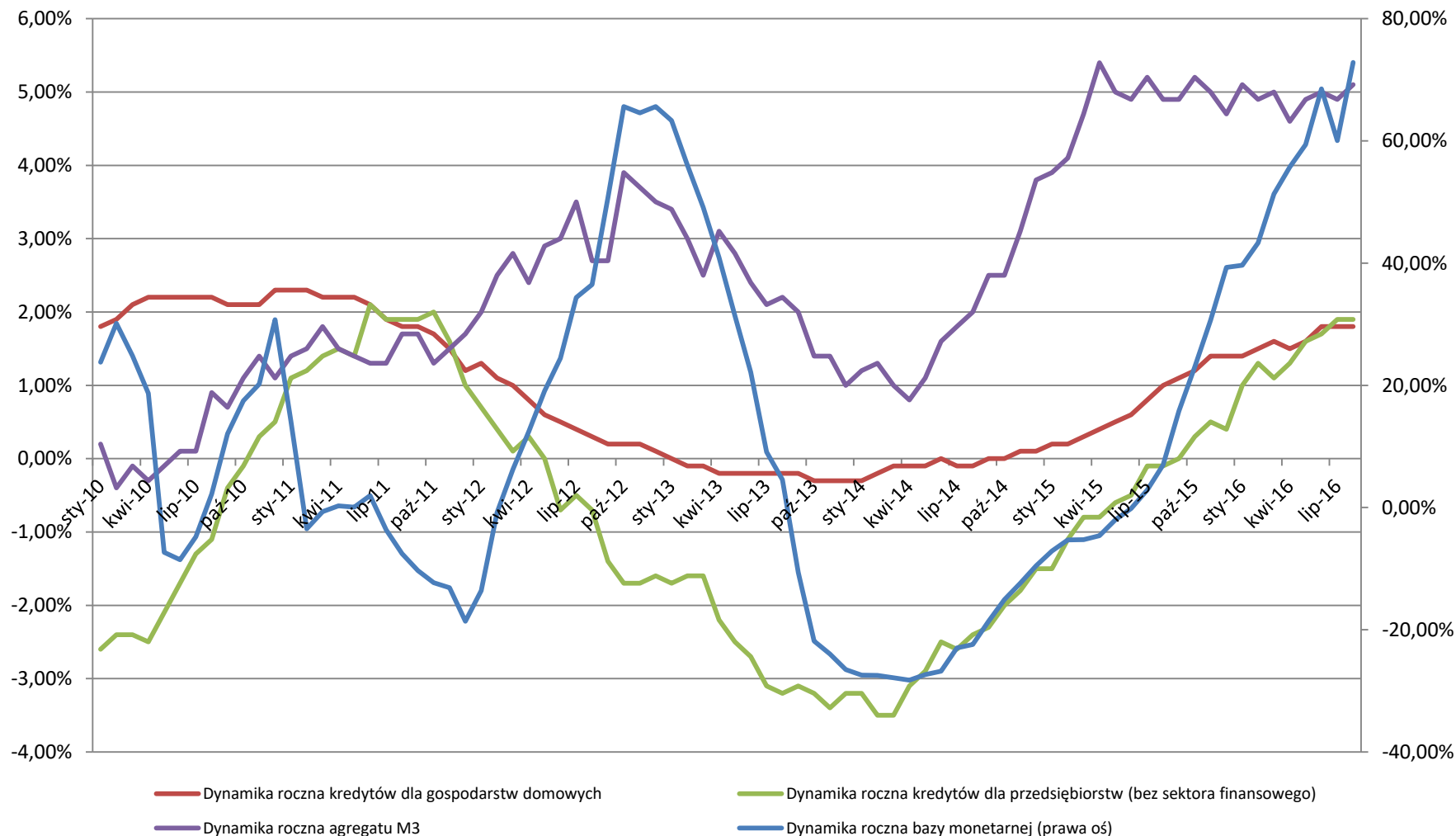


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Citi Inflation Surprise Index – strefa euro

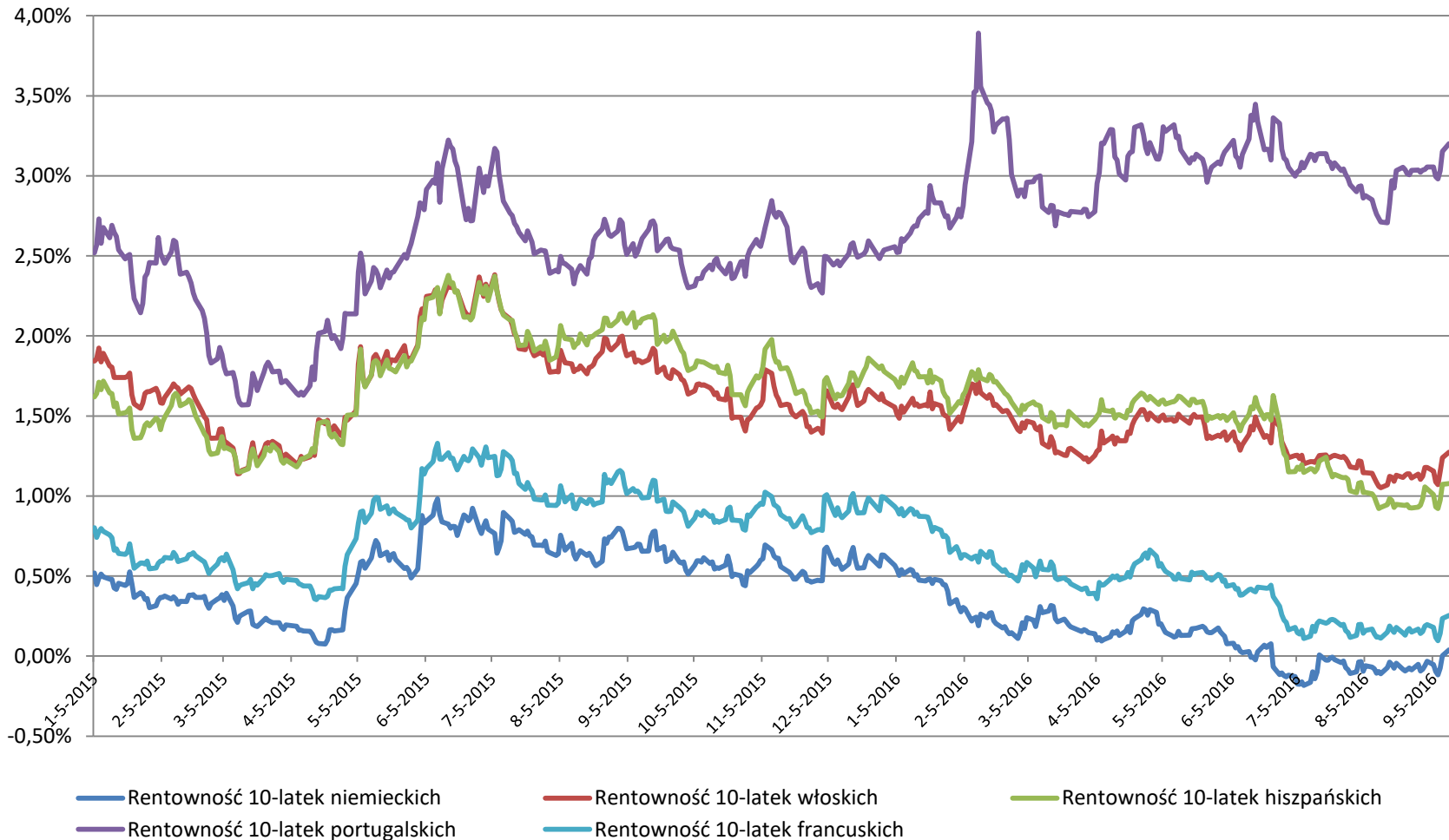


Rynek kredytów w strefie euro



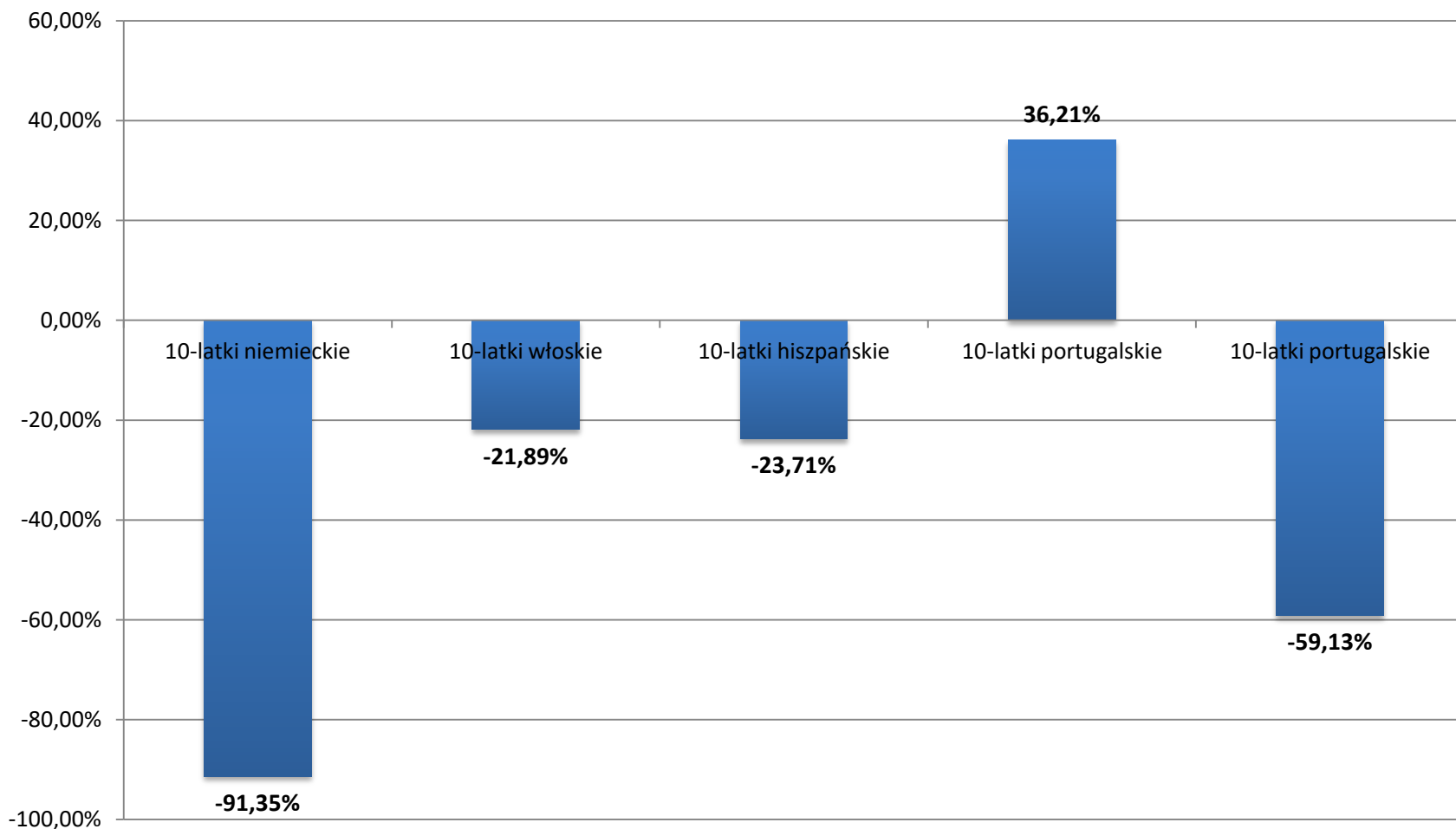
Źródło: EBC, obliczenia własne.

Rentowności 10-latek rządowych w strefie euro



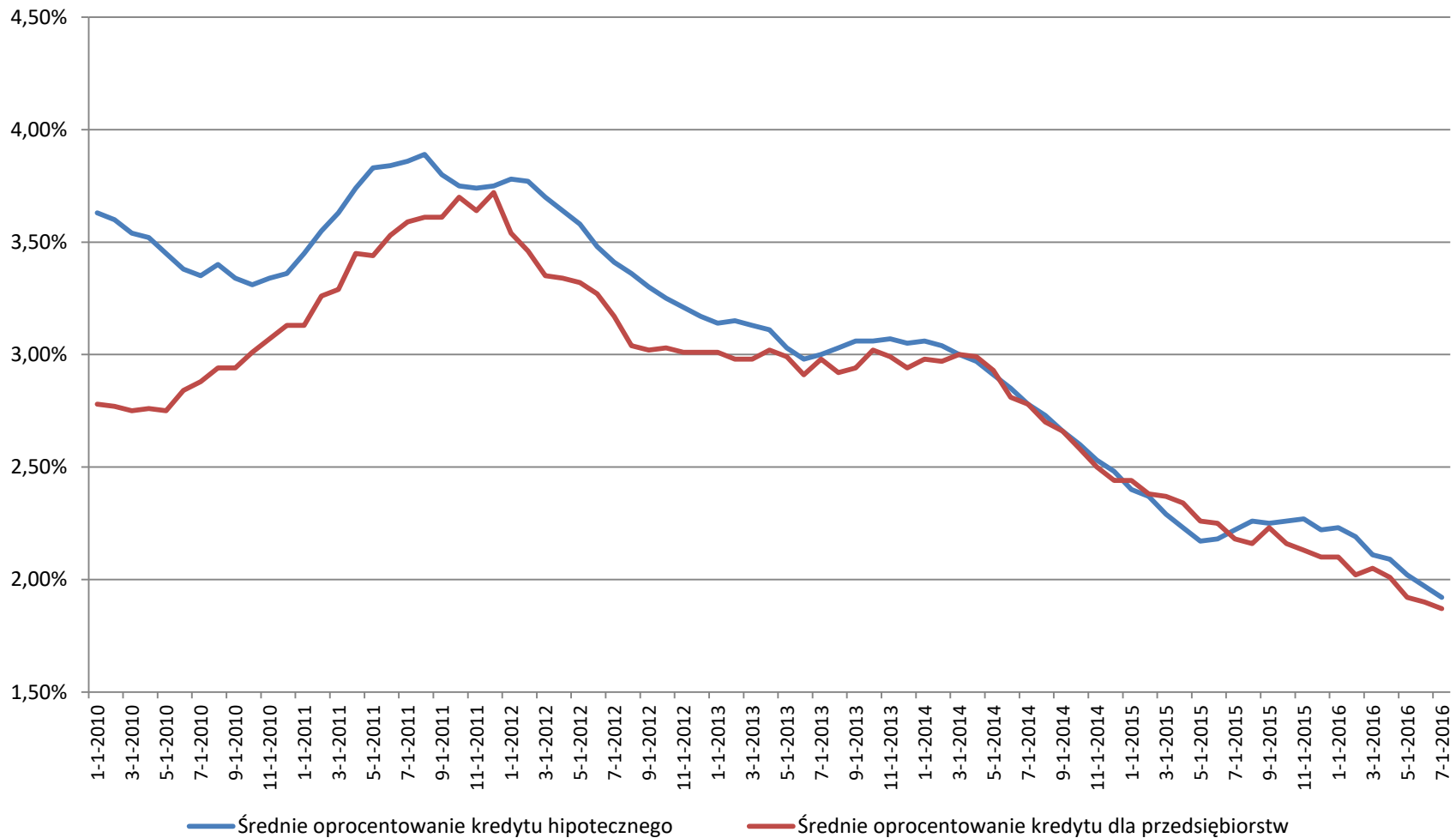
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Spadek rentowności 10-latek rządowych od ogłoszenia QE (22.01.2015)



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Koszty kredytów w strefie euro

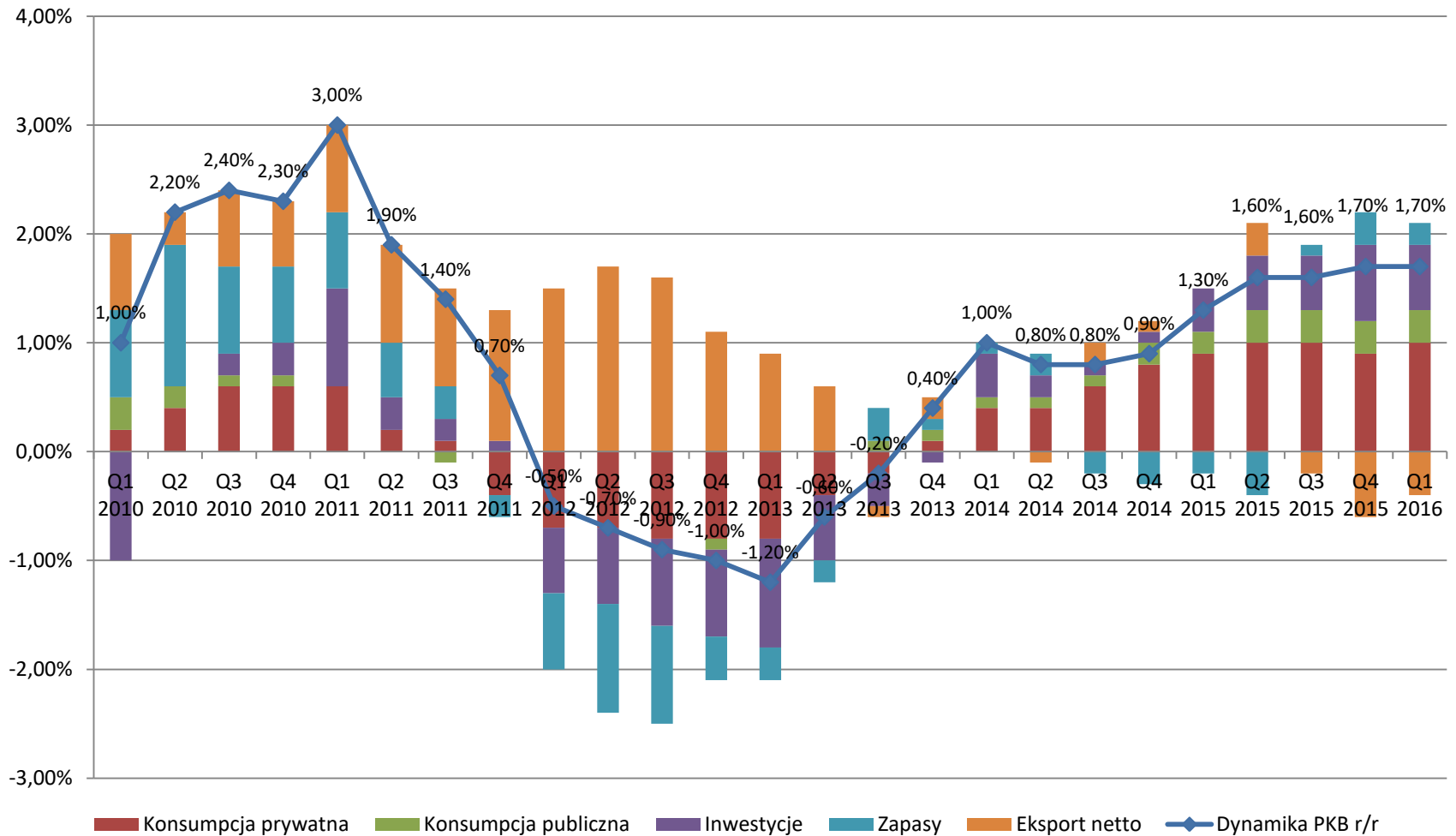


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

QE w Europie - wnioski

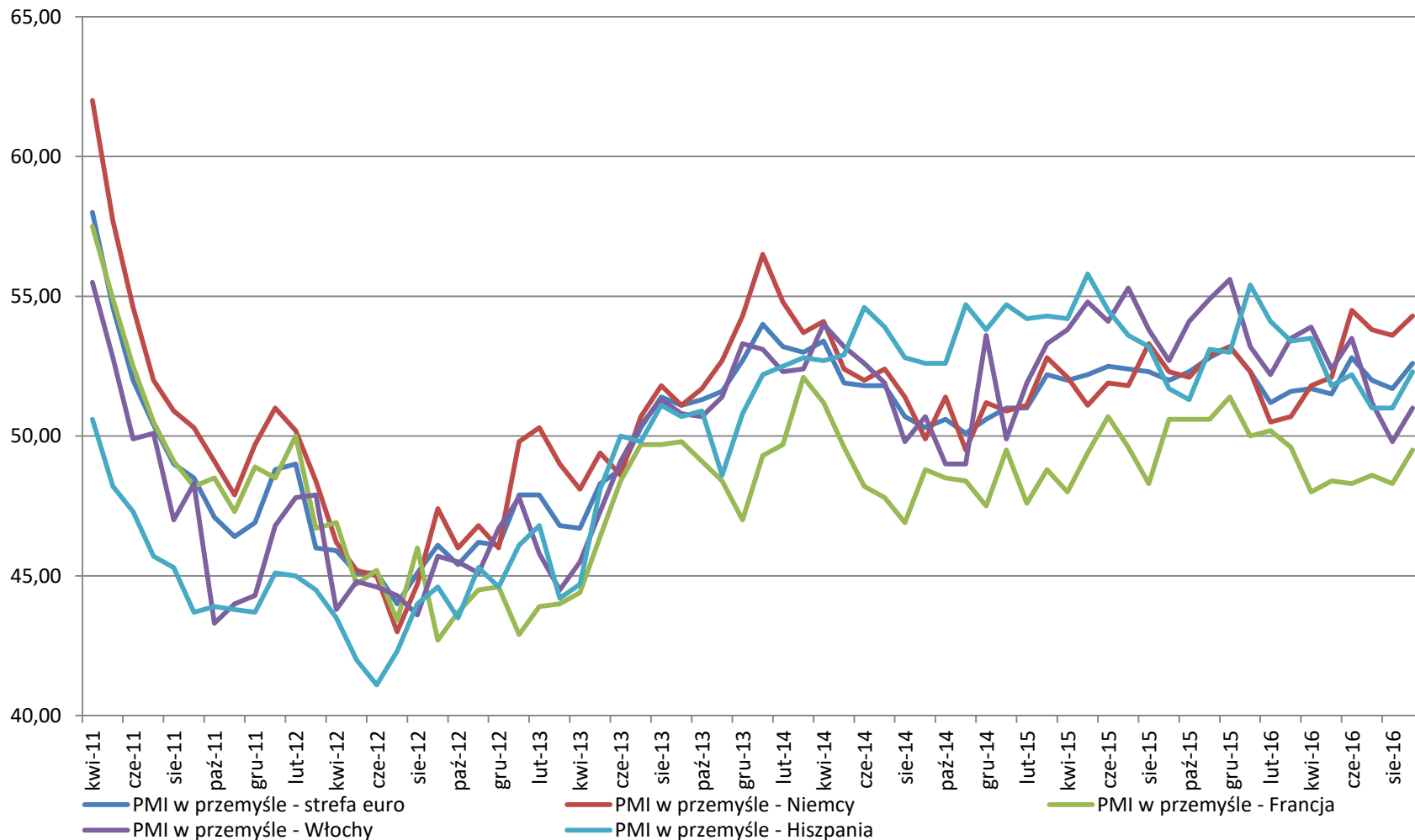
1. Niezaprzeczalnym osiągnięciem jest sprowadzenie rentowności obligacji rządowych do historycznie niskich poziomów.
2. Z drugiej strony, znaczny wzrost bazy monetarnej w strefie euro nie pociągnął za sobą istotnego wzrostu akcji kredytowej. Oczywiście, dynamiki w całej strefie są dodatnie zarówno dla gospodarstw domowych jak i korporacji, lecz są to niskie jednocyfrowe wartości, a w tle dodatkowo jest też niska baza, co bieżące odczyty czyni jeszcze mniej imponującymi. Ponadto, rozłożenie jest nierównomierne, gdyż np. w Hiszpanii dla gospodarstw domowych dynamika akcji kredytowej jest ujemna.
3. Głównym celem QE jest rozruszanie inflacji, obecnie można mówić o pewnej stabilizacji dynamiki inflacji, lecz problemem pozostają niskie oczekiwania inflacyjne. Tym samym, trudno oczekiwać istotnego wzrostu dynamiki inflacji w sytuacji, gdy oczekiwania inflacyjne są silnie zakotwiczone na niskich poziomach.
4. Sukcesem QE jest też z pewnością znaczne obniżenie kosztów kredytowania. Niestety, jak zostało wspomniane wyżej, nie przekłada się to istotny wzrost popytu na kredyt. Wydaje się, że konsumenci w strefie euro wciąż są w końcowej fazie cyklu delewarowania. Z drugiej strony, nie pomagają czynniki lokalne takie jak wysokie bezrobocie wśród młodych na południu Europy oraz niewydolność włoskiego systemu bankowego.
5. Podsumowując, naszym zdaniem po 1,5 roku od uruchomienia QE główne cele programu nie zostały osiągnięte. Dynamika inflacji pozostaje anemiczna, podobnie jak akcja kredytowa. Bez impulsu fiskalnego („zły bank” we Włoszech, reformy rynku pracy itp.) cele monetarne mogą być trudne do osiągnięcia i Europie grozi syndrom japoński tj. znaczne rozděcie bilansu banku centralnego, które znajduje niewielkie przełożenie na realną gospodarkę.

Dynamika i kontrybucje do PKB strefy euro



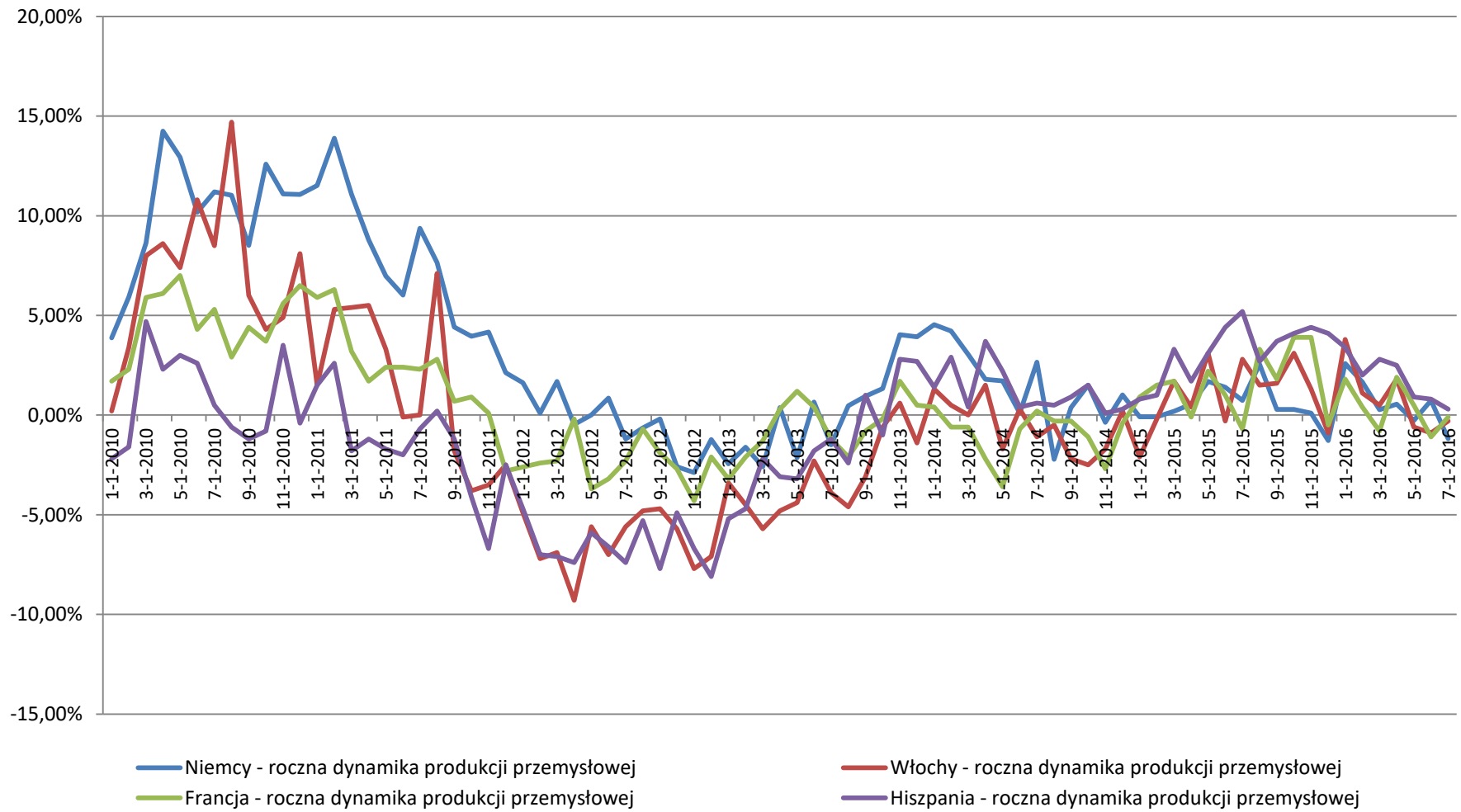
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

PMI w przemyśle w krajach strefy euro



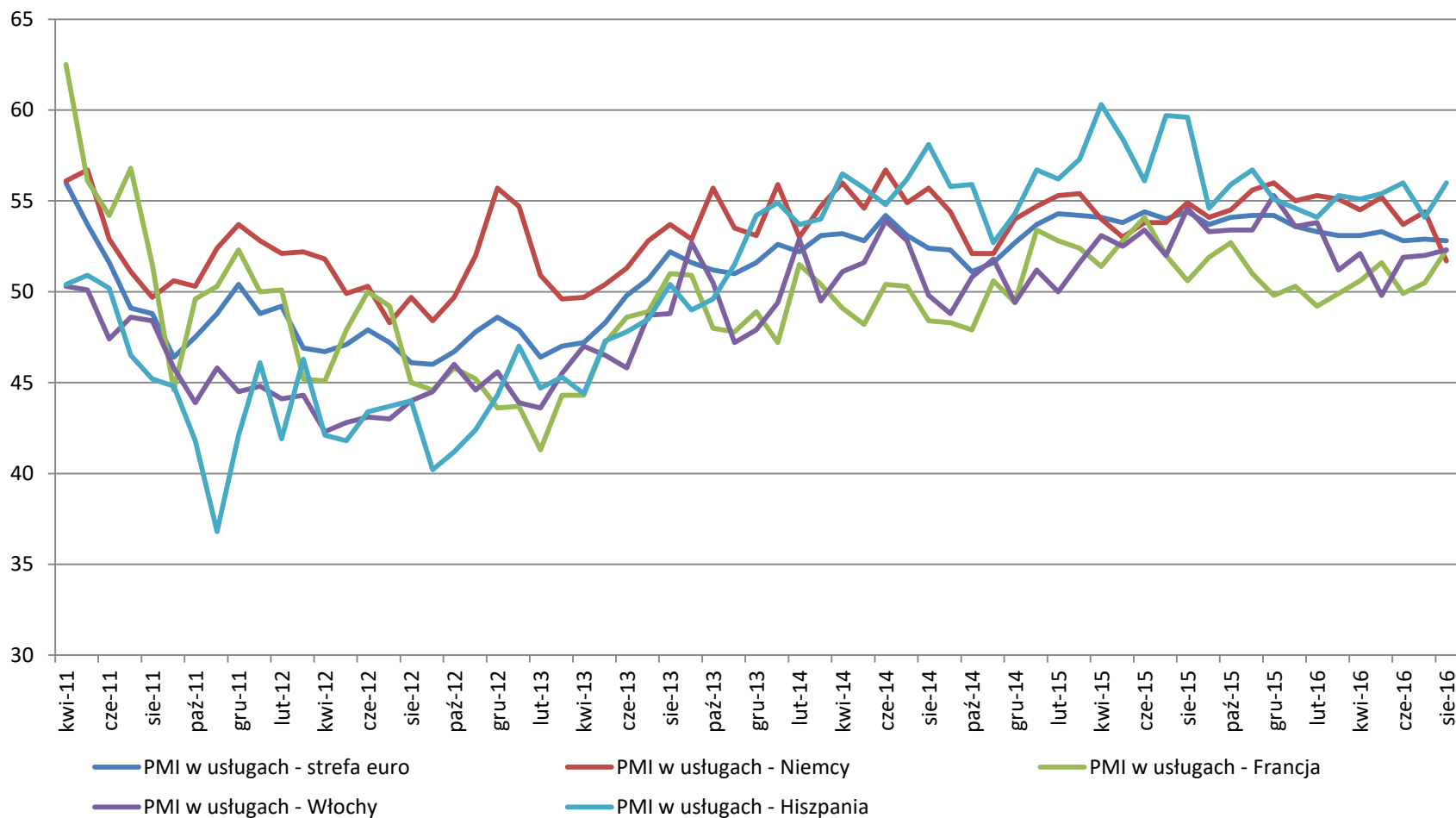
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika produkcji przemysłowej



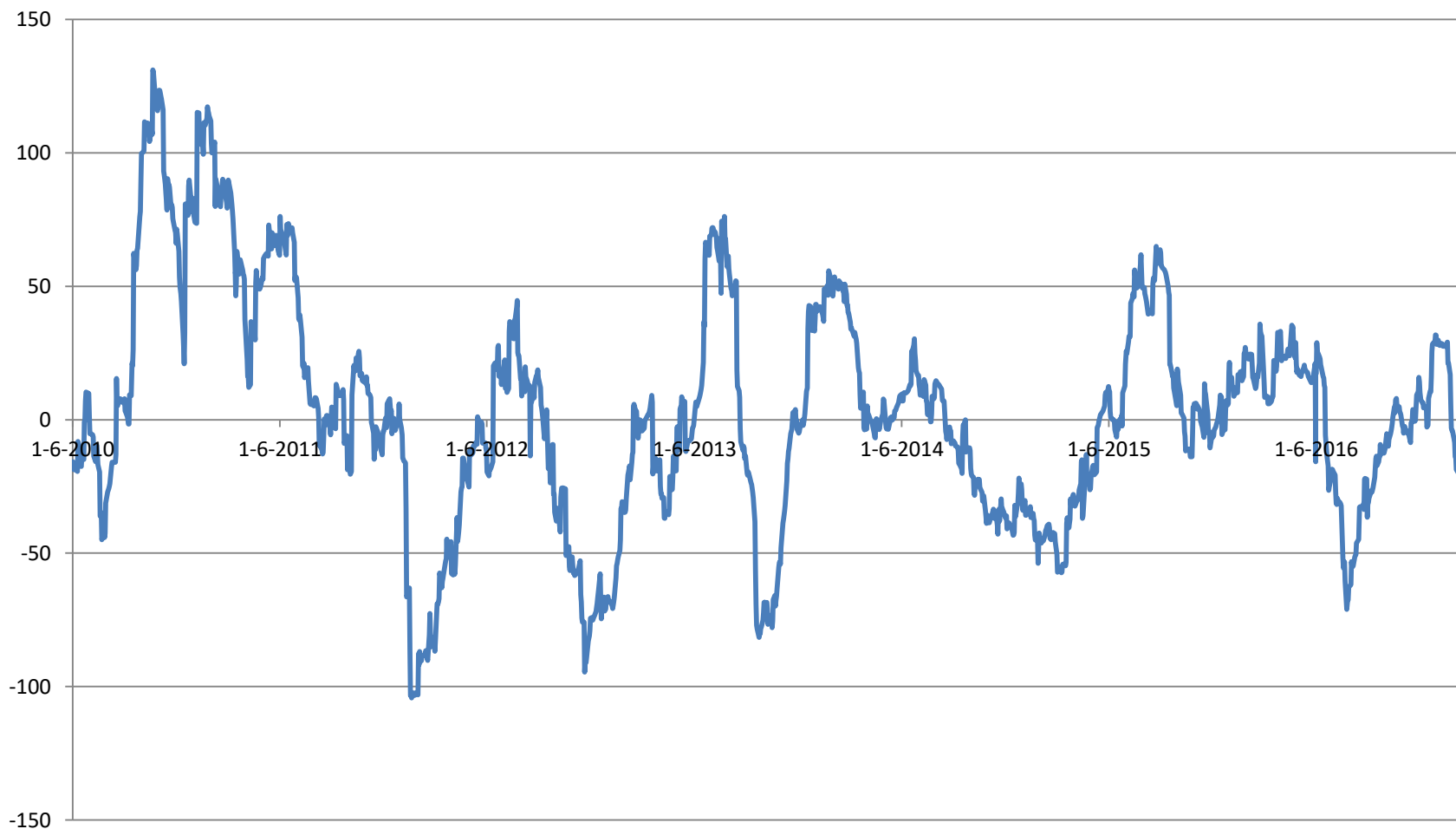
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

PMI w usługach – strefa euro



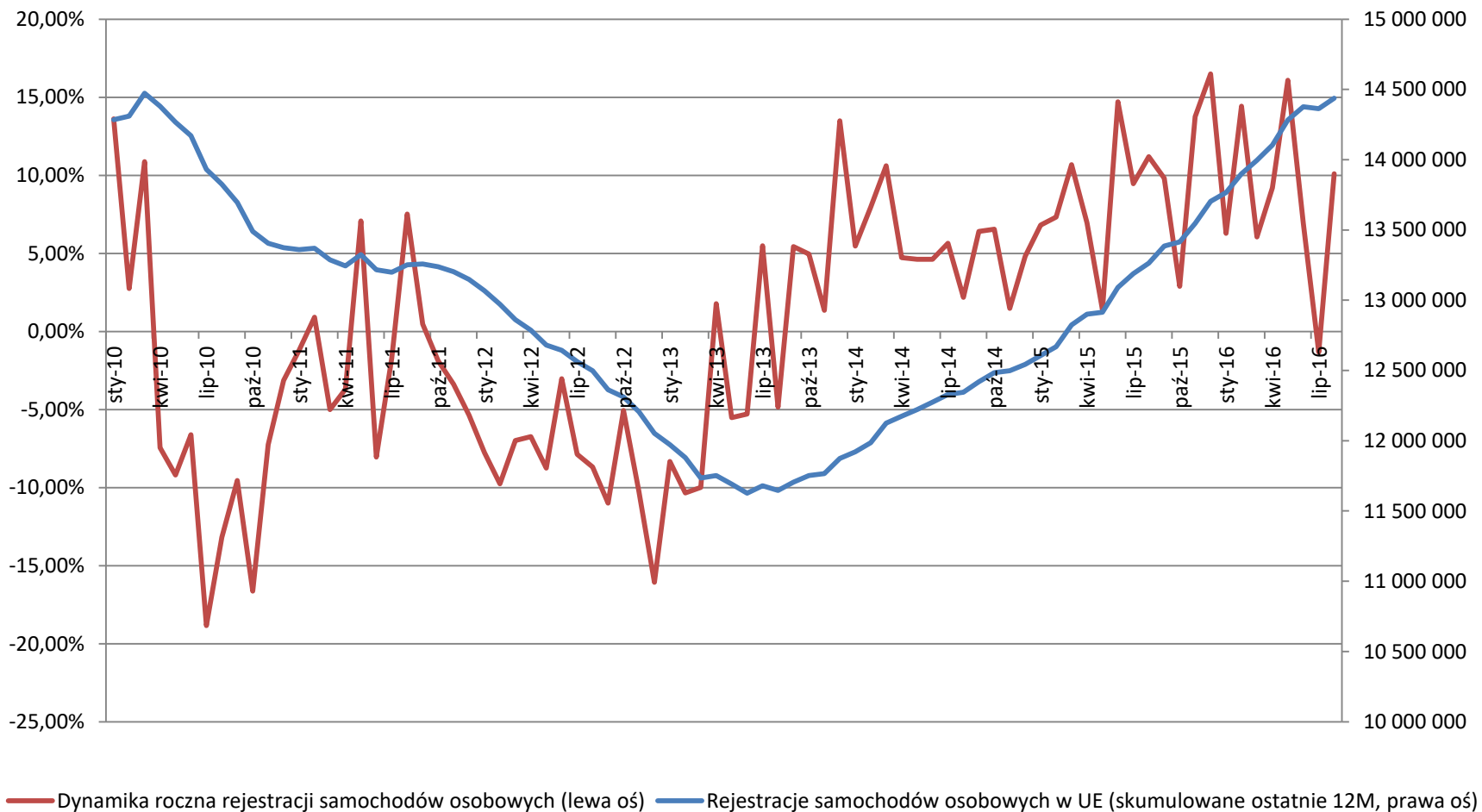
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla strefy euro



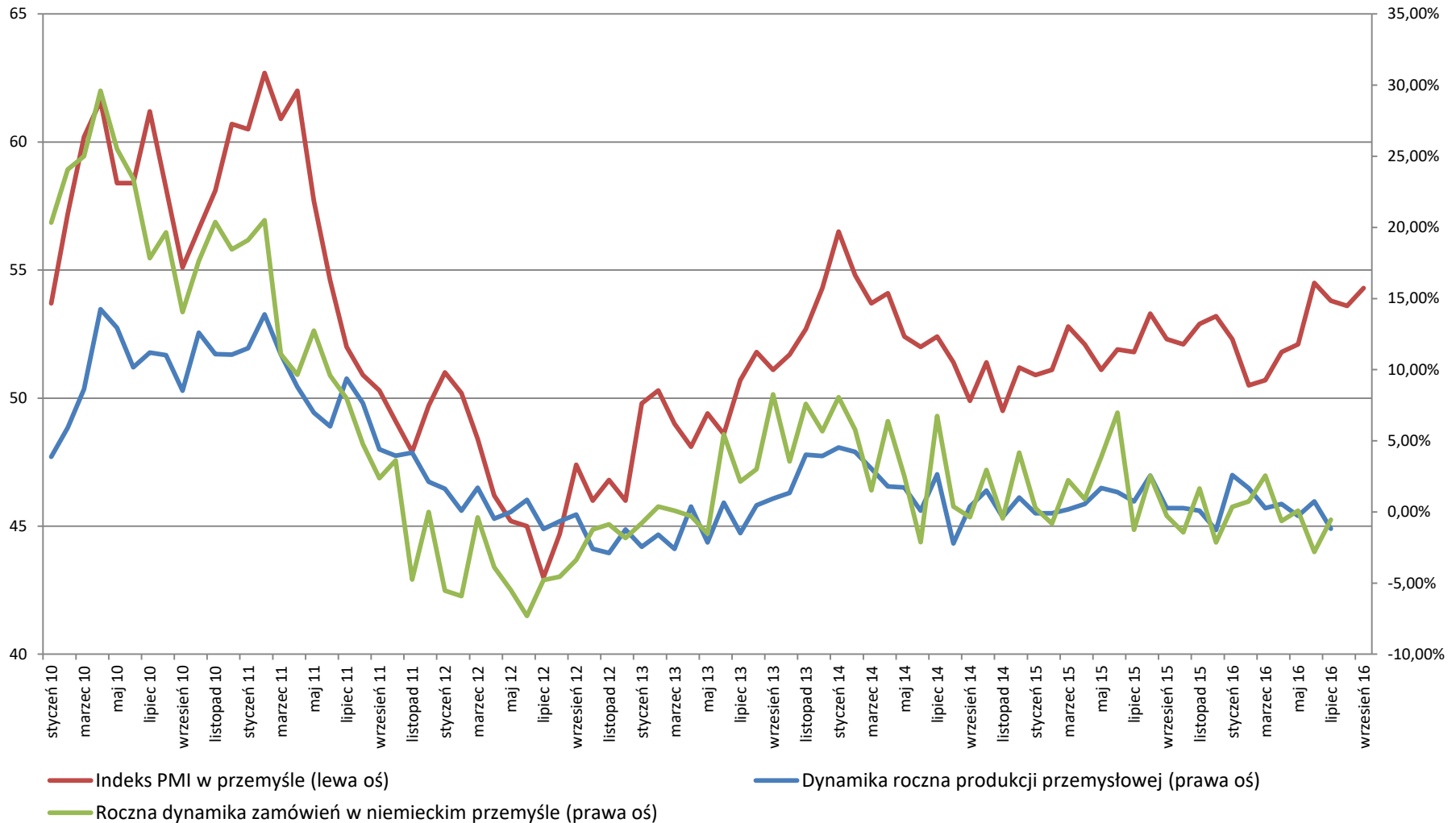
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek aut osobowych w UE



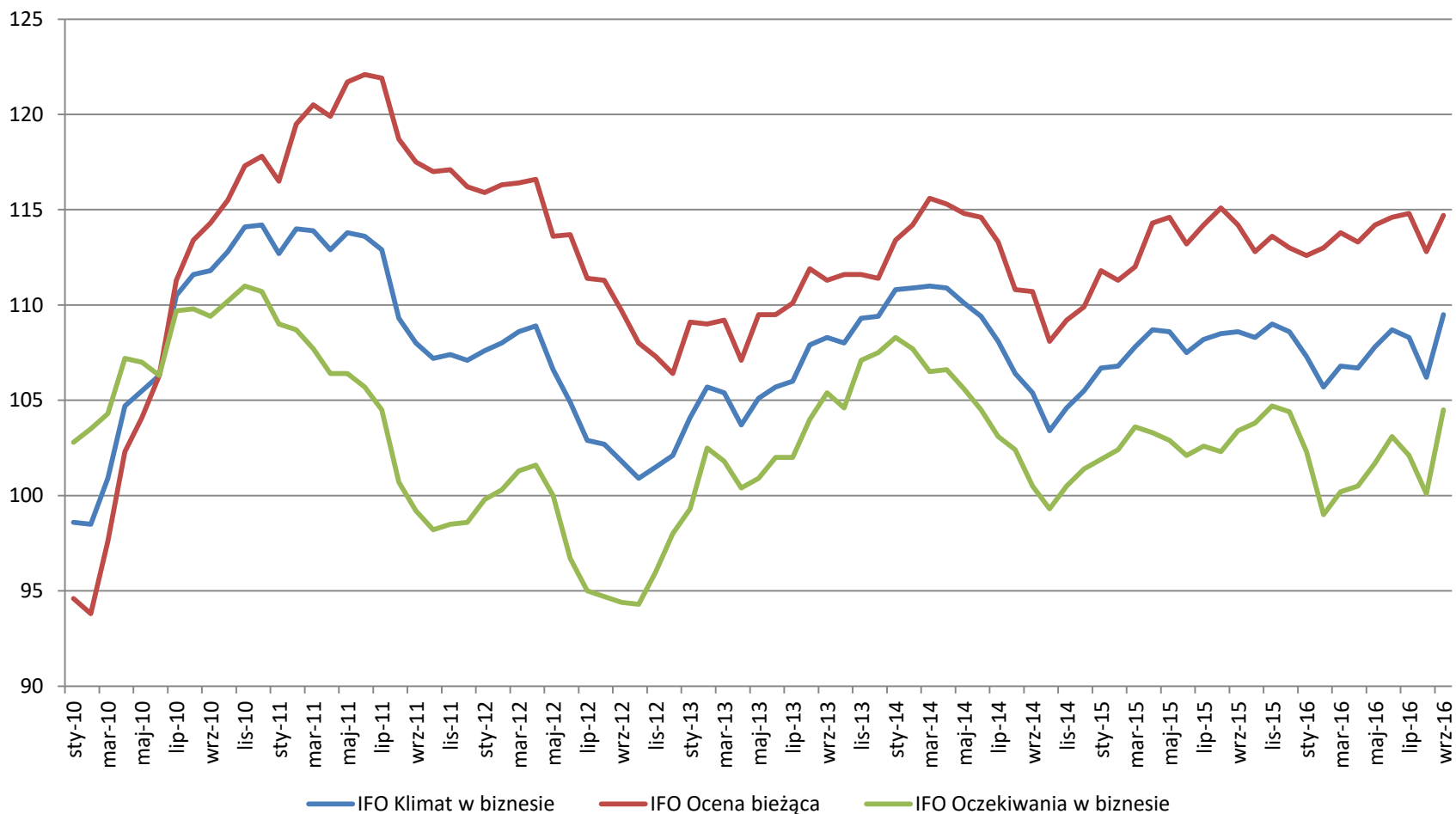
Źródło: ACEA, obliczenia własne.

Wskaźniki aktywności w niemieckim przemyśle



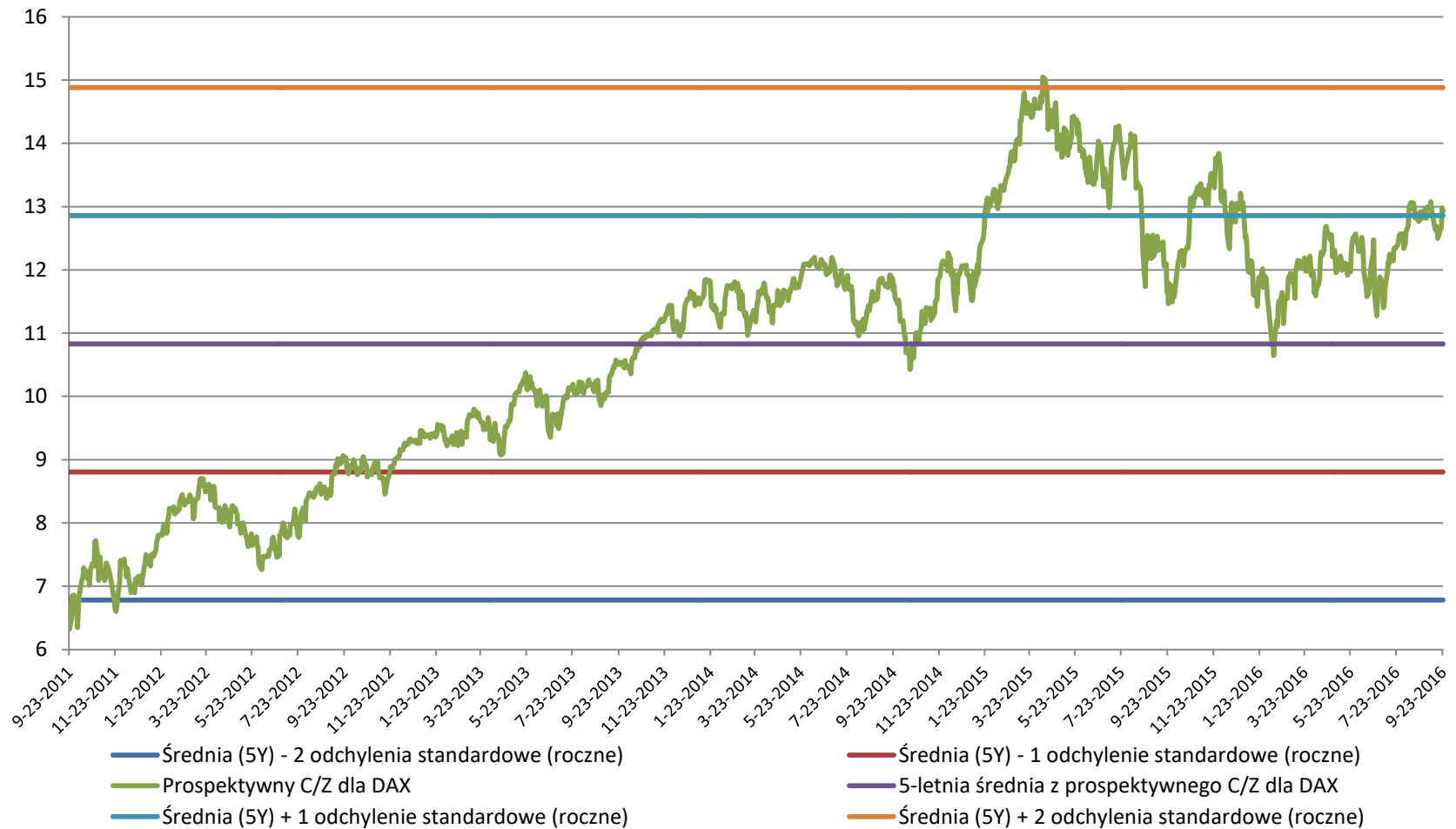
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Sentyment biznesowy – wskaźniki Instytutu Ifo



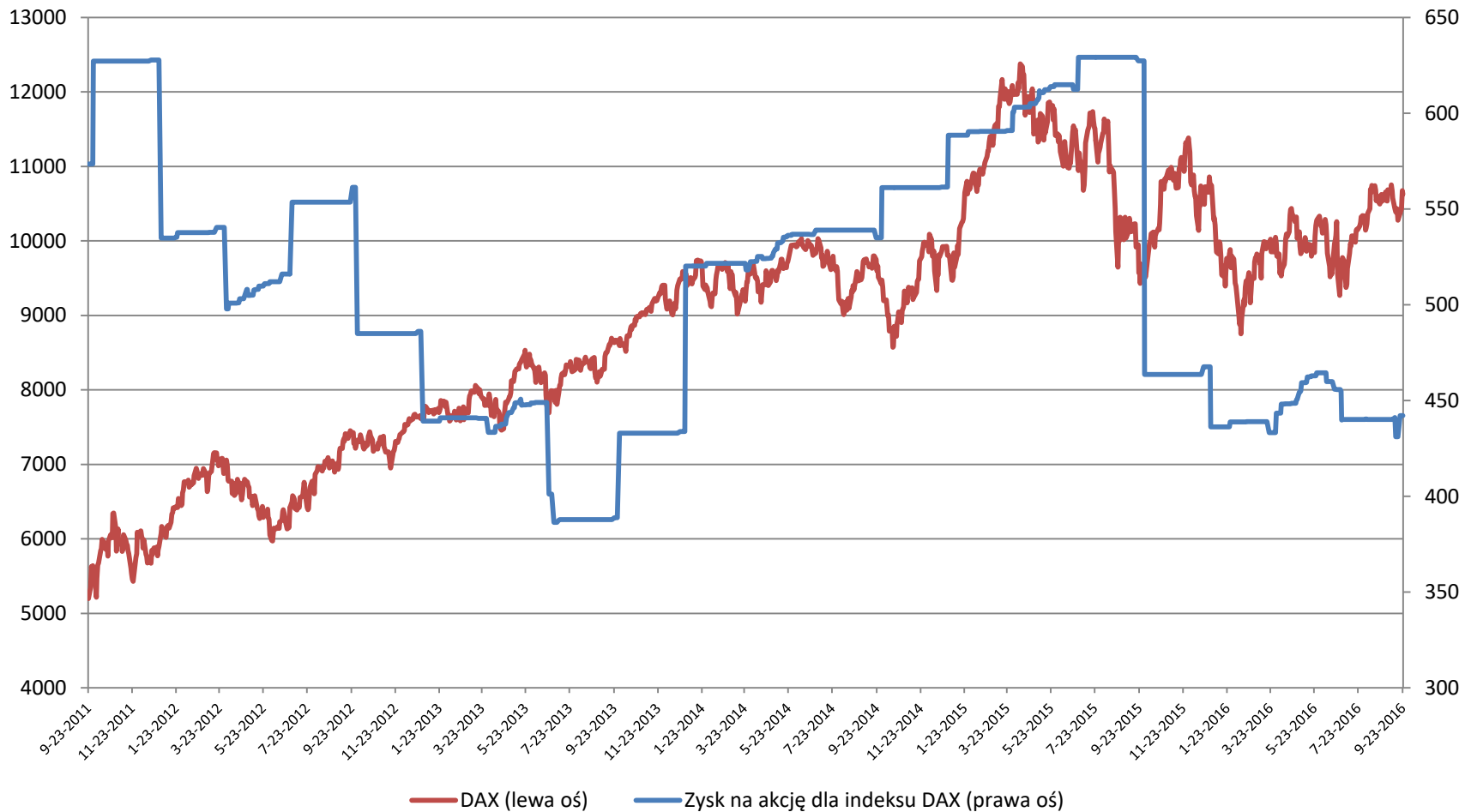
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

DAX – prospektywne C/Z historyczne



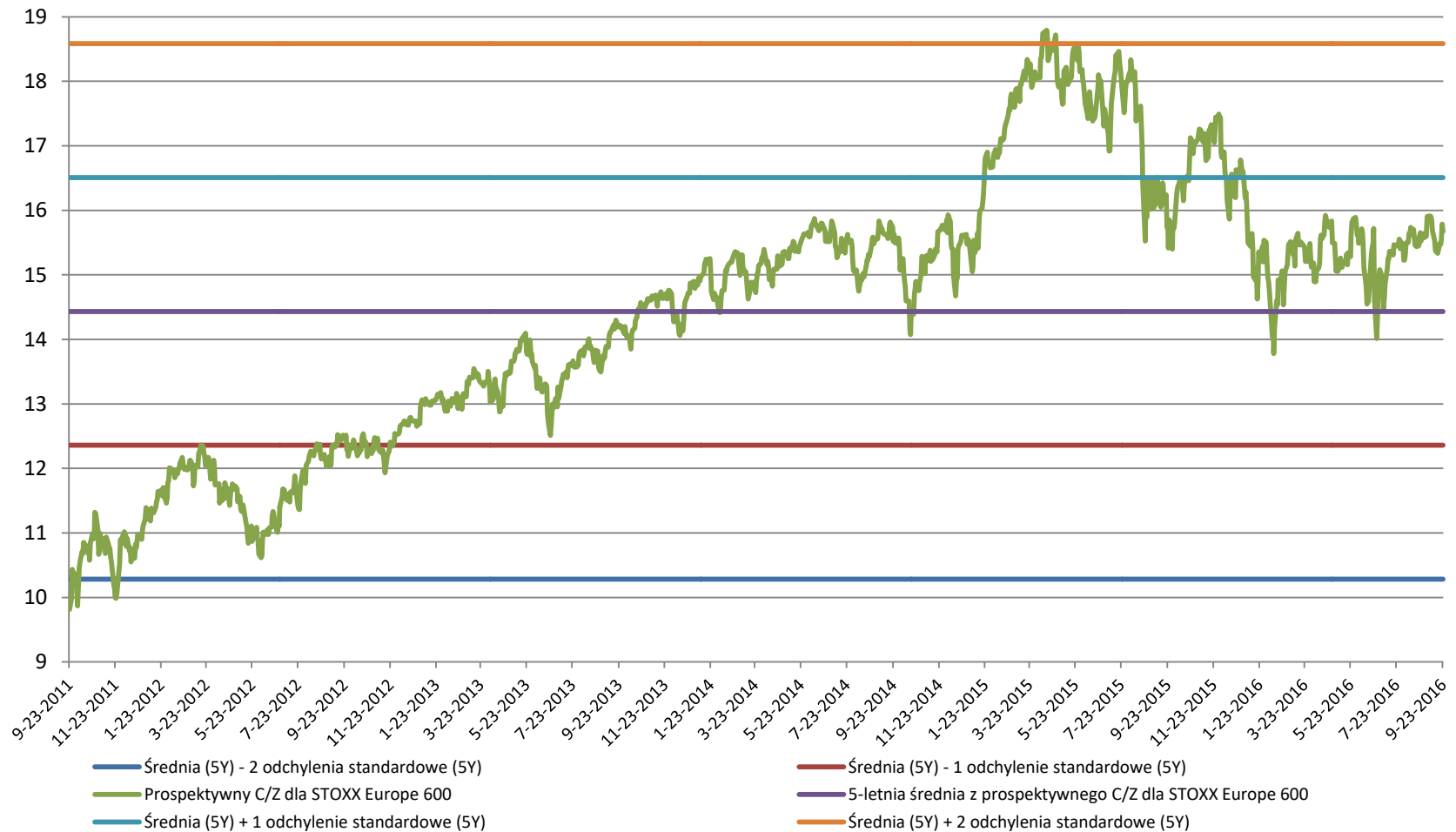
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

DAX vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



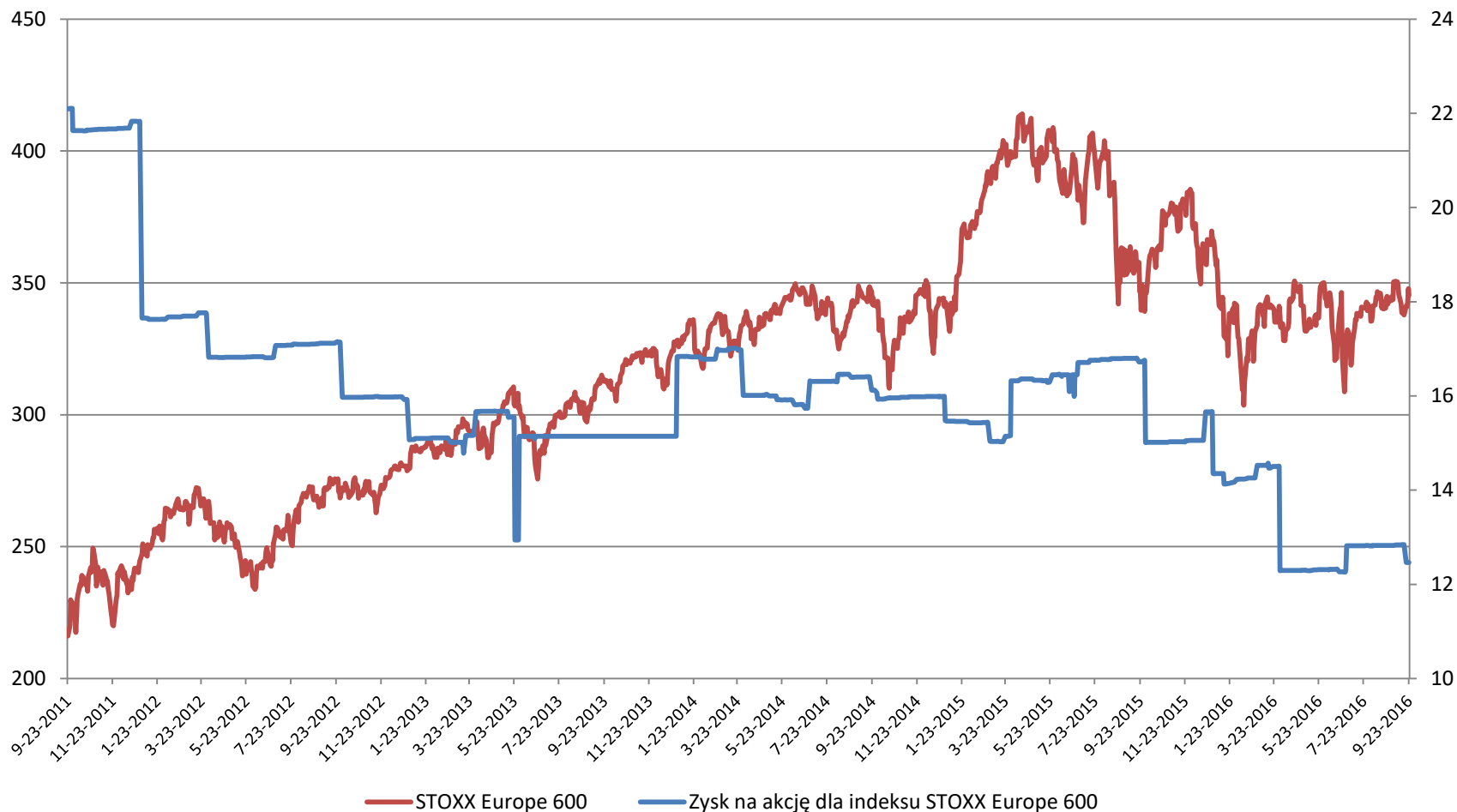
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

STOXX Europe 600 – prospektywne C/Z historyczne



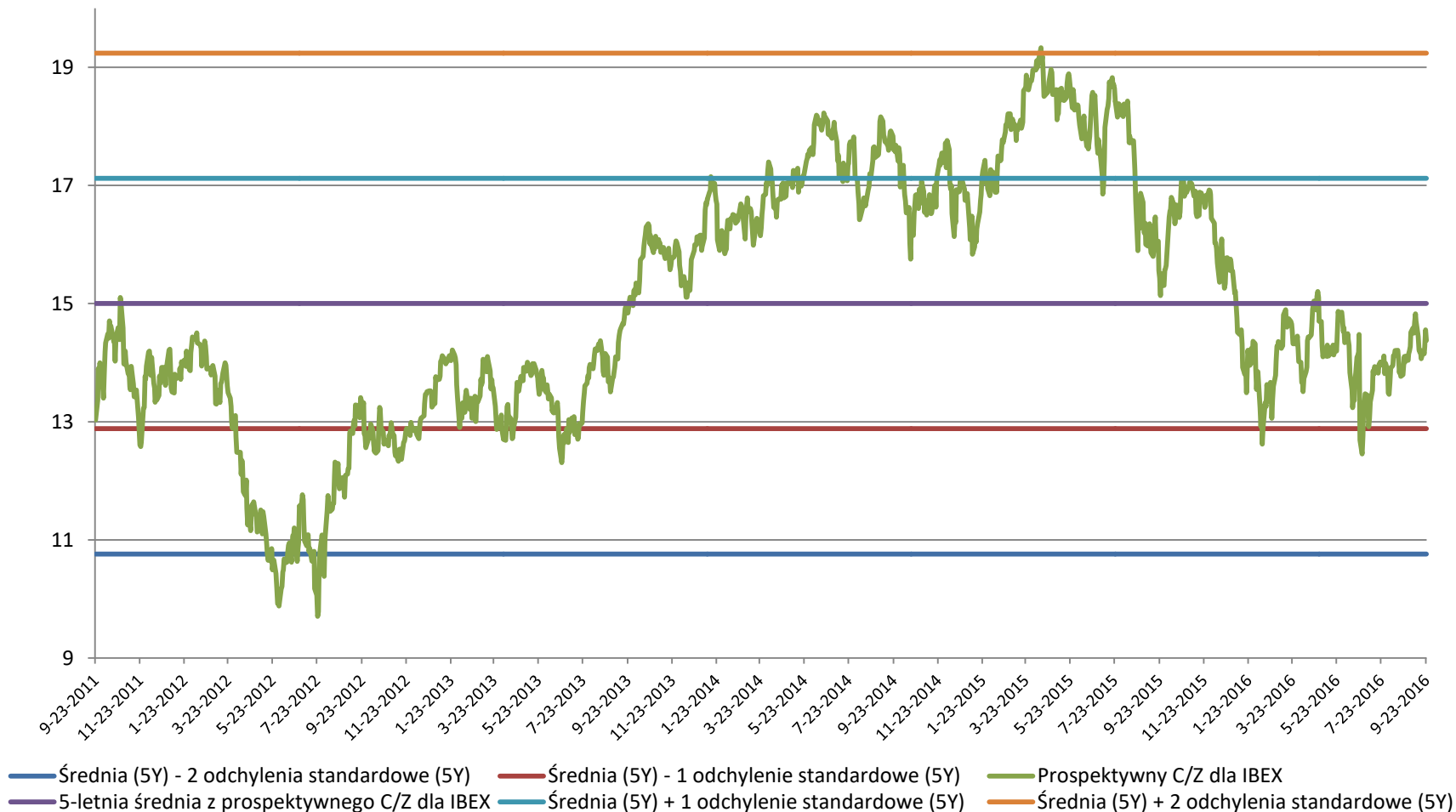
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

STOXX Europe 600 vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



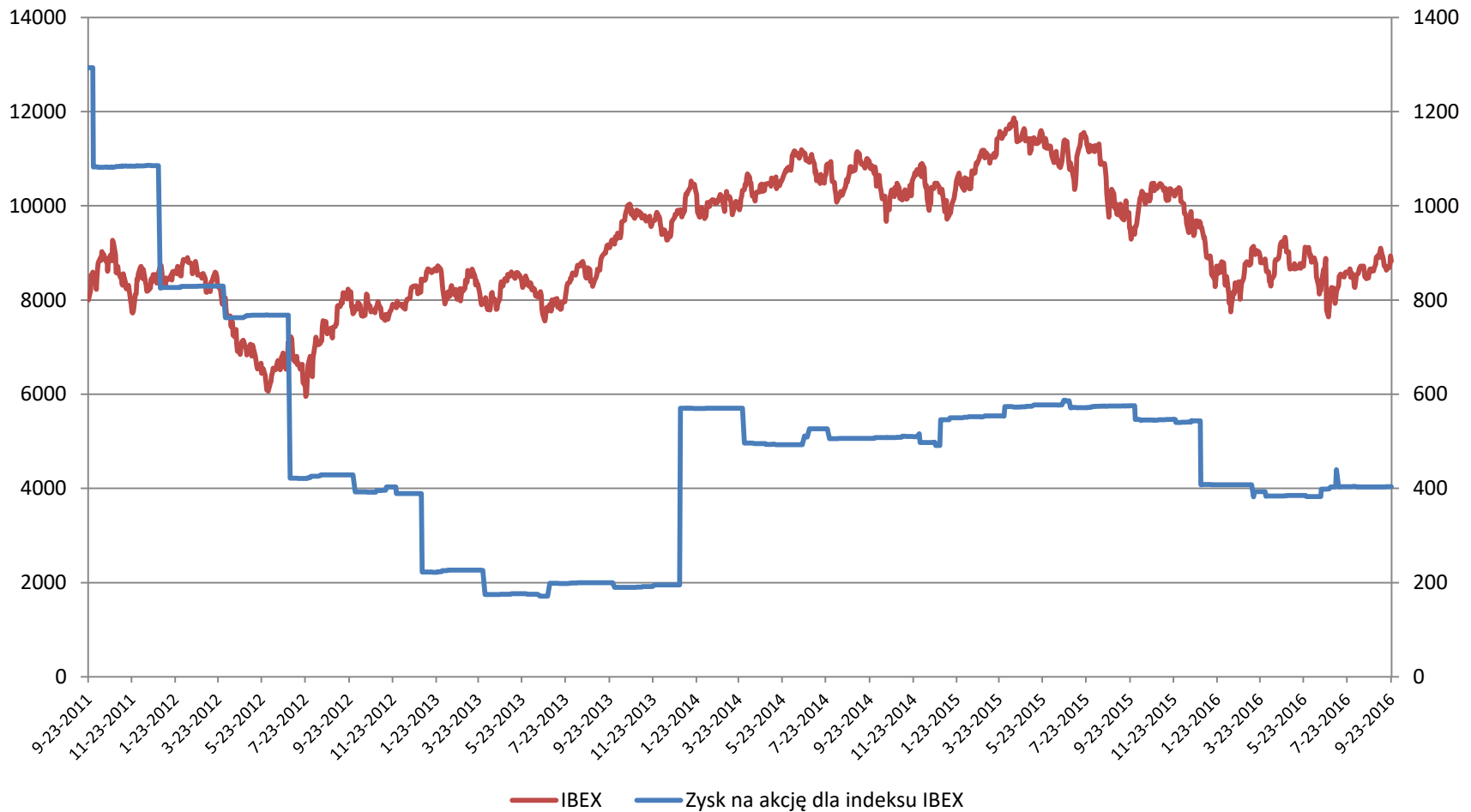
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

IBEX – prospektywne C/Z historycznie



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

IBEX vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



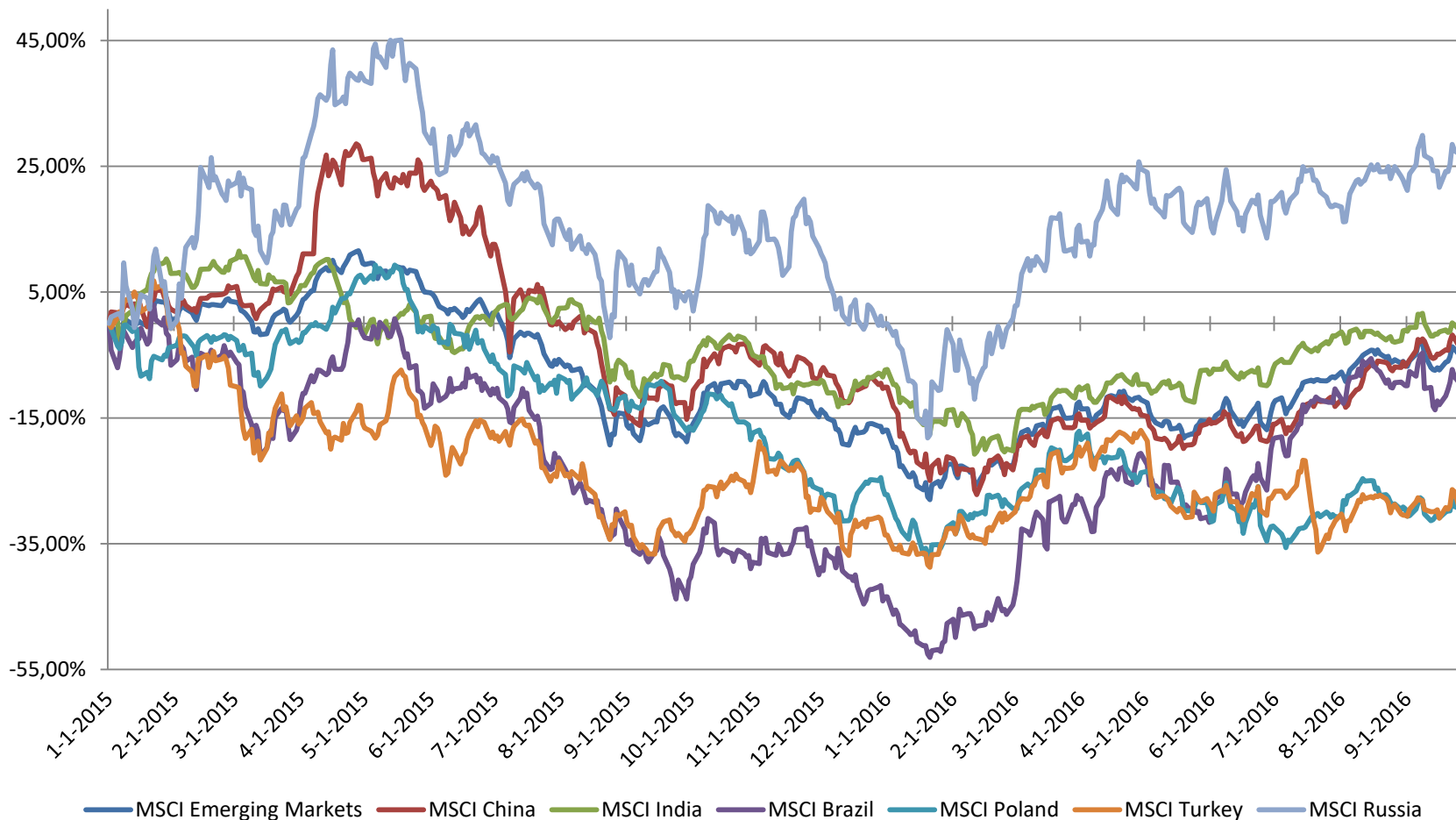
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Analiza i założenia makroekonomiczne – IV kwartał 2016

Chiny, Polska, Indie, Brazylia, Rosja

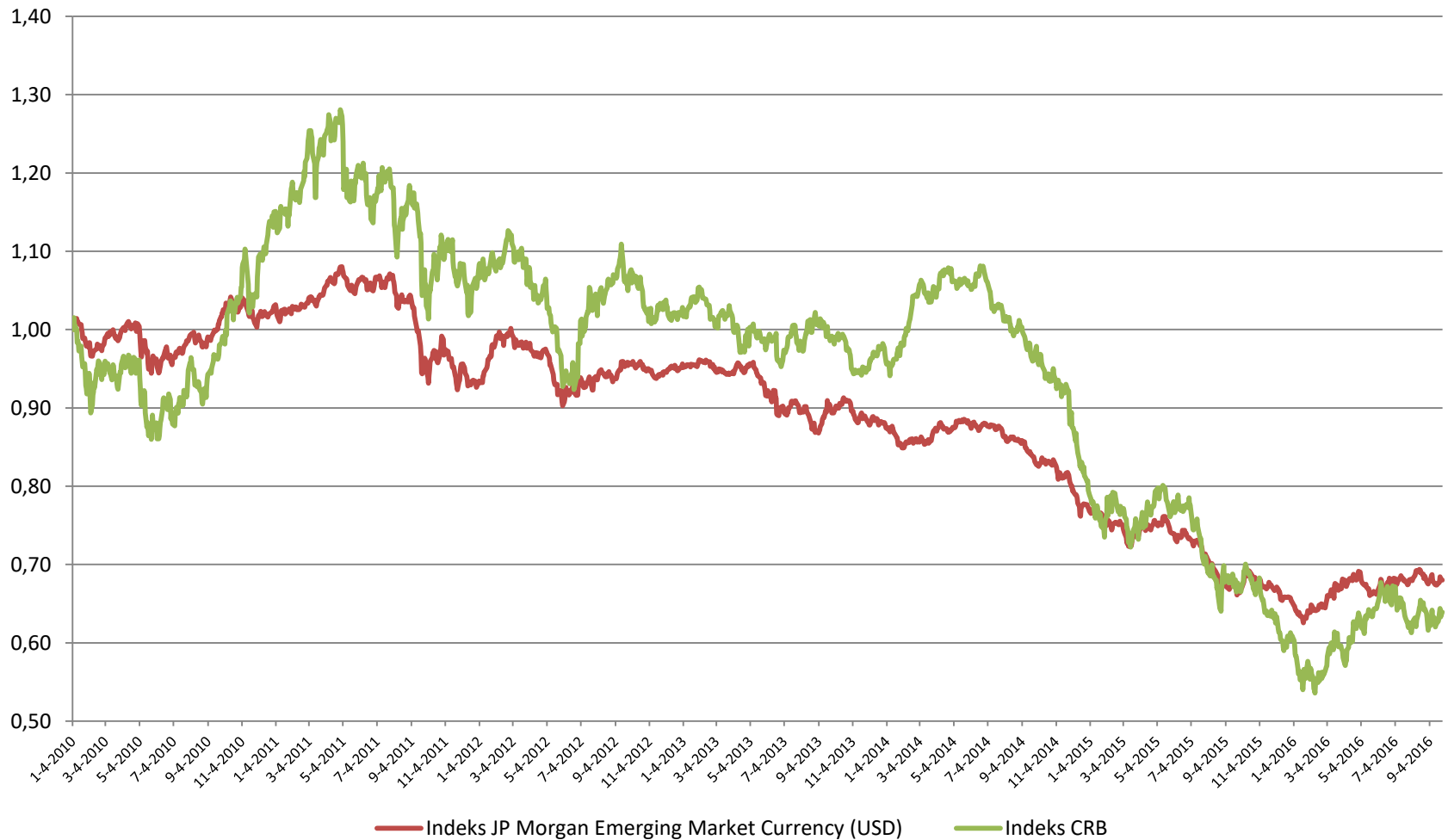
Departament Zarządzania Aktywami

Zachowanie wybranych rynków akcji w grupie *emerging markets*



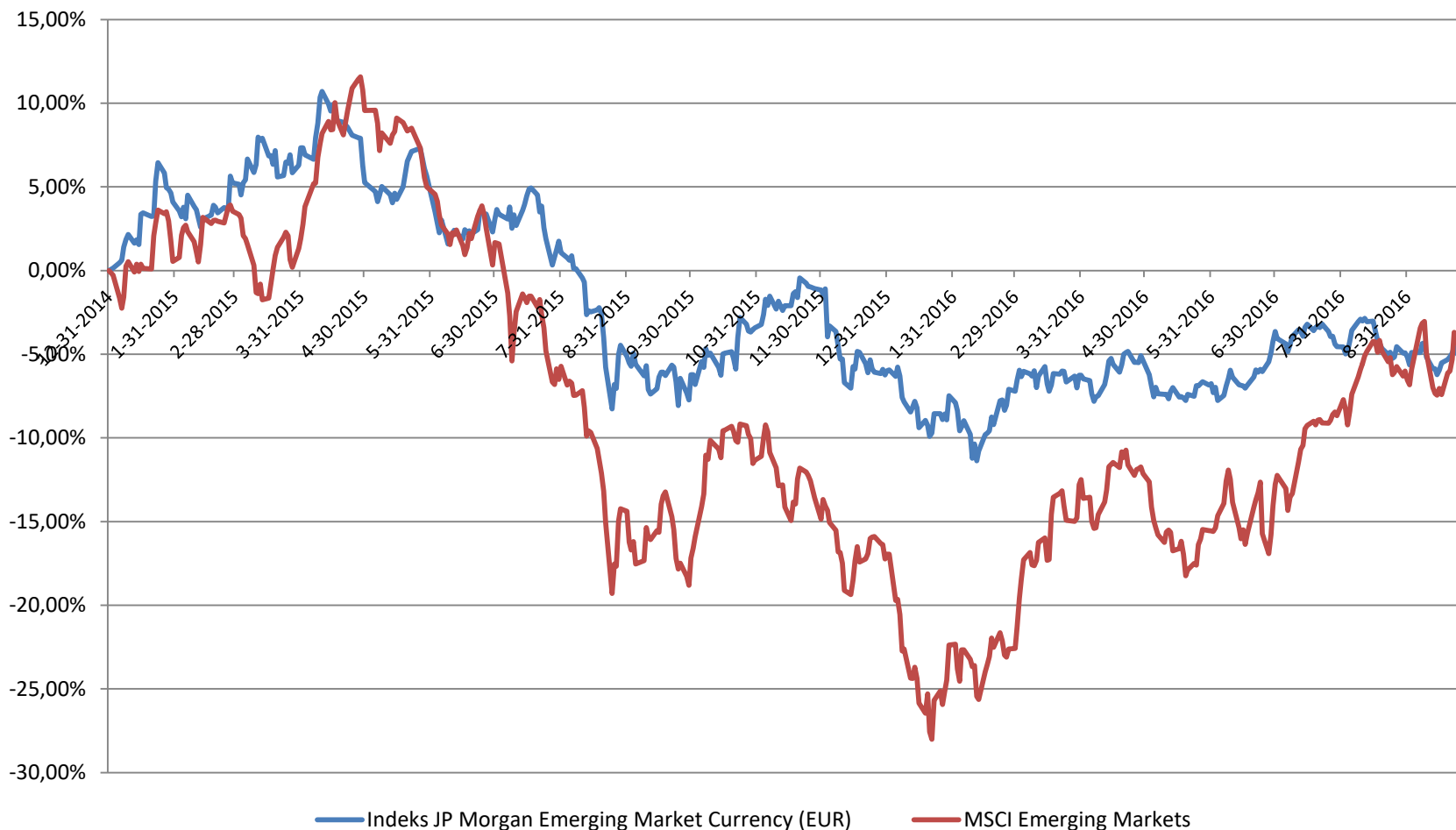
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynki surowcowe vs waluty rynków wschodzących



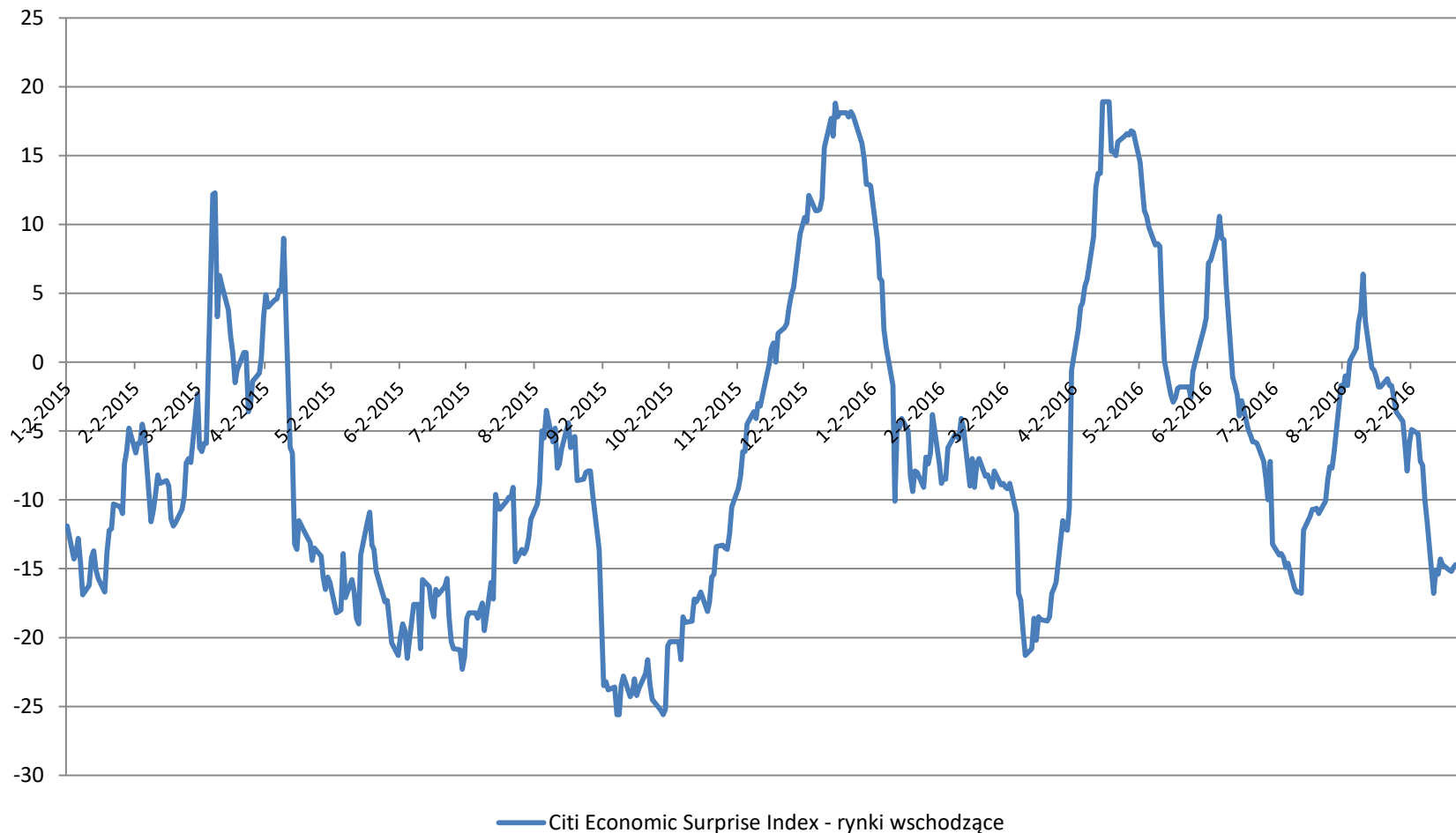
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

MSCI EM vs waluty krajów rozwijających się



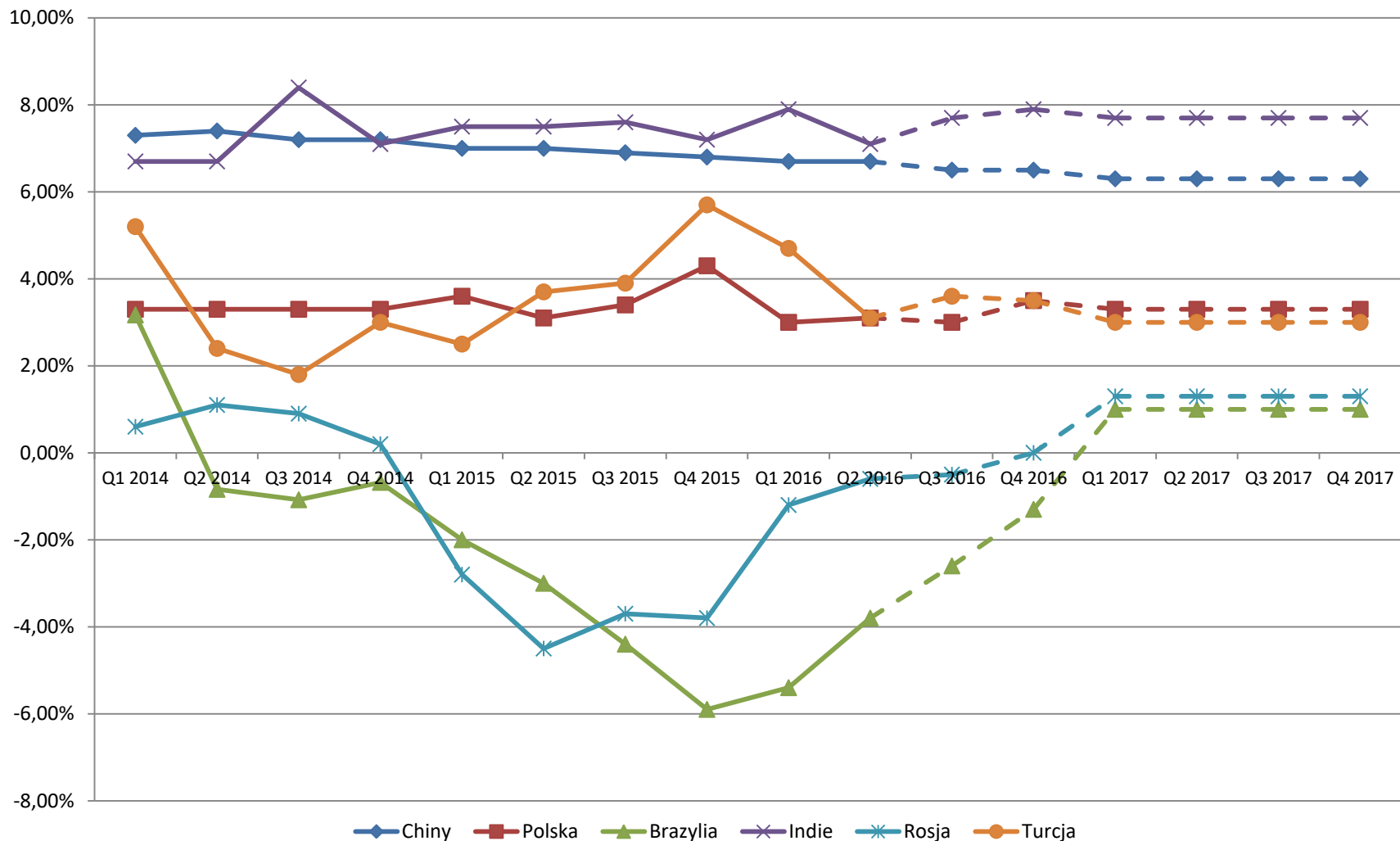
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla rynków wschodzących

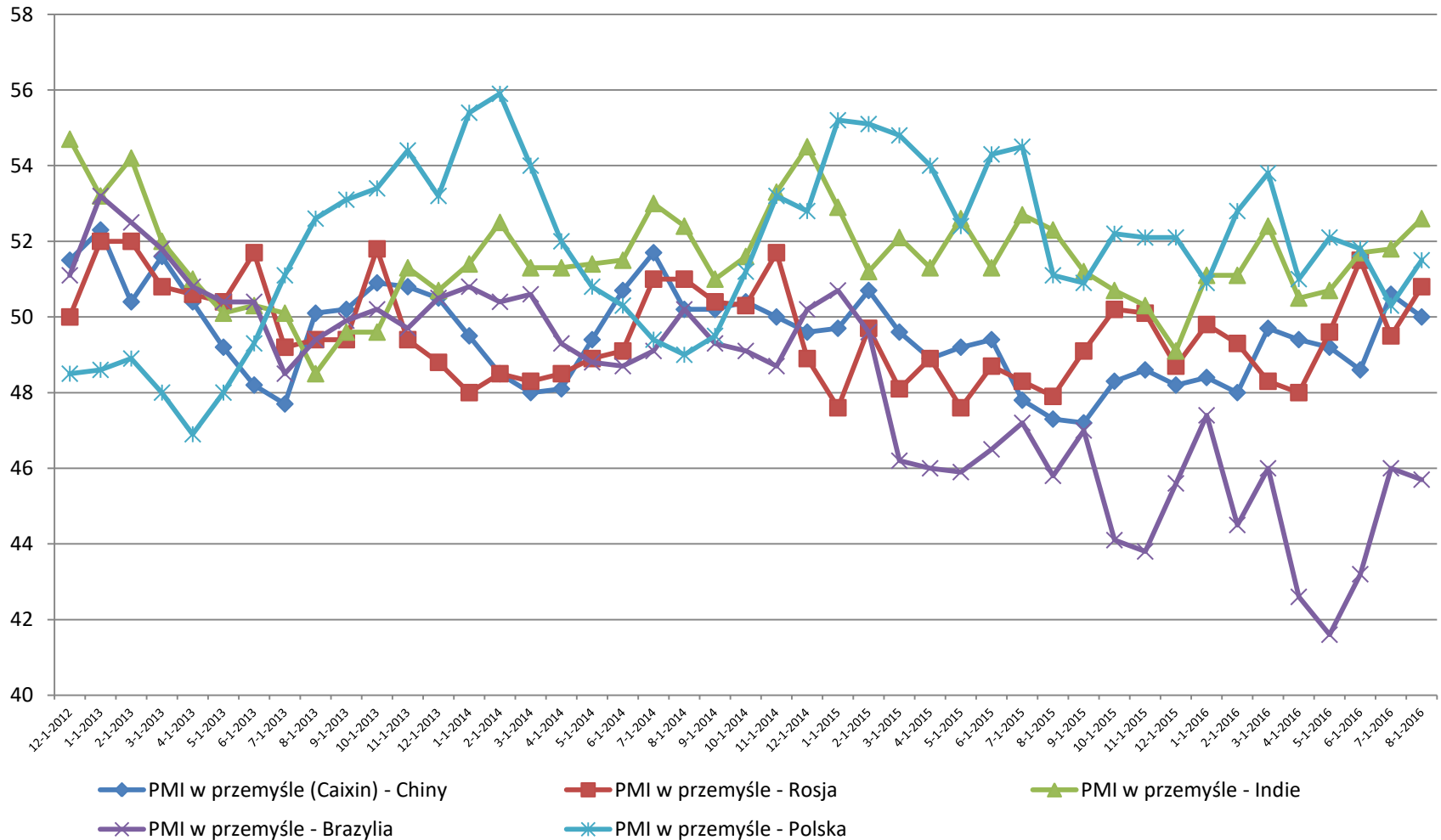


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamiki roczne PKB w krajach rozwijających się

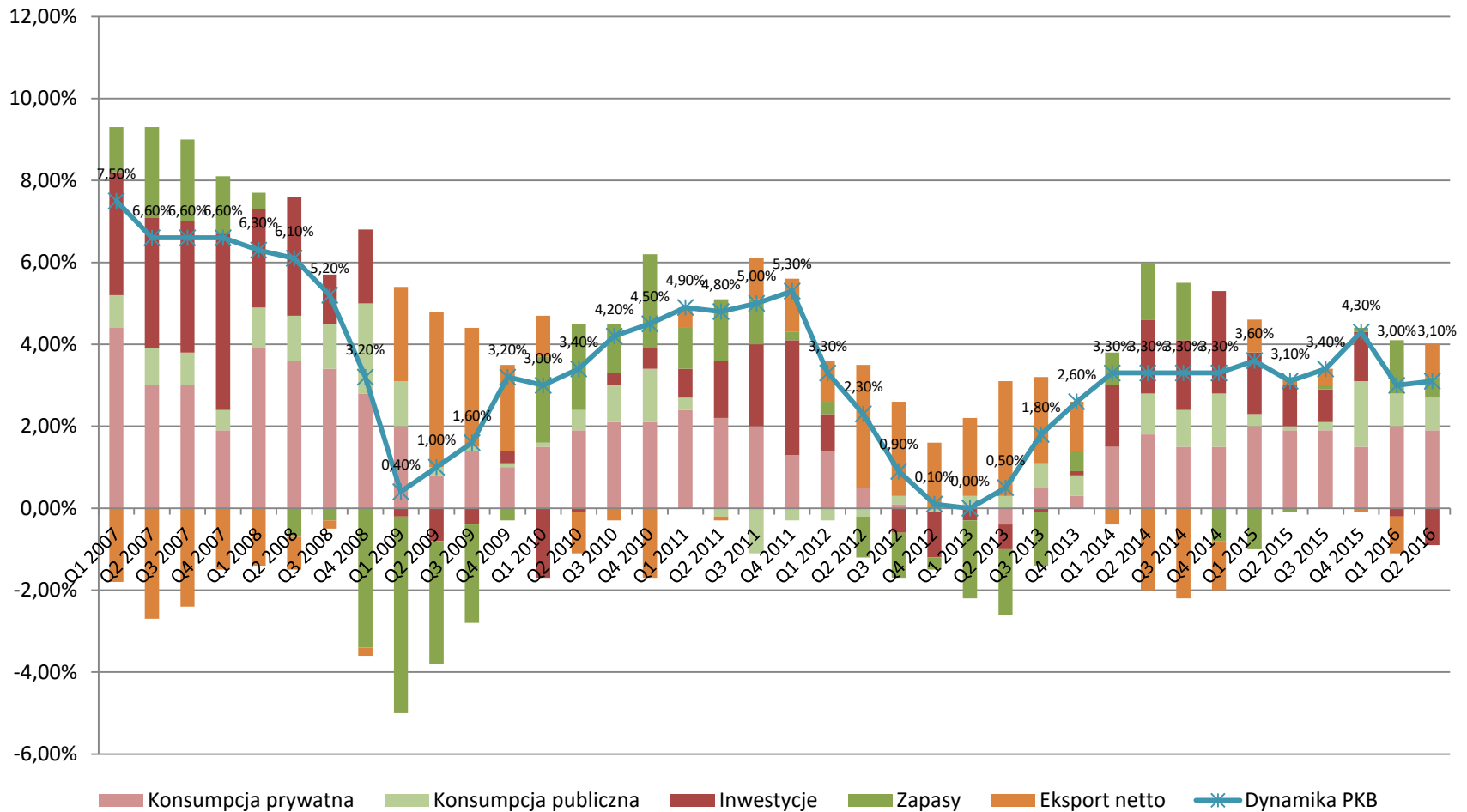


Indeksy PMI w przemyśle dla gospodarek rozwijających się



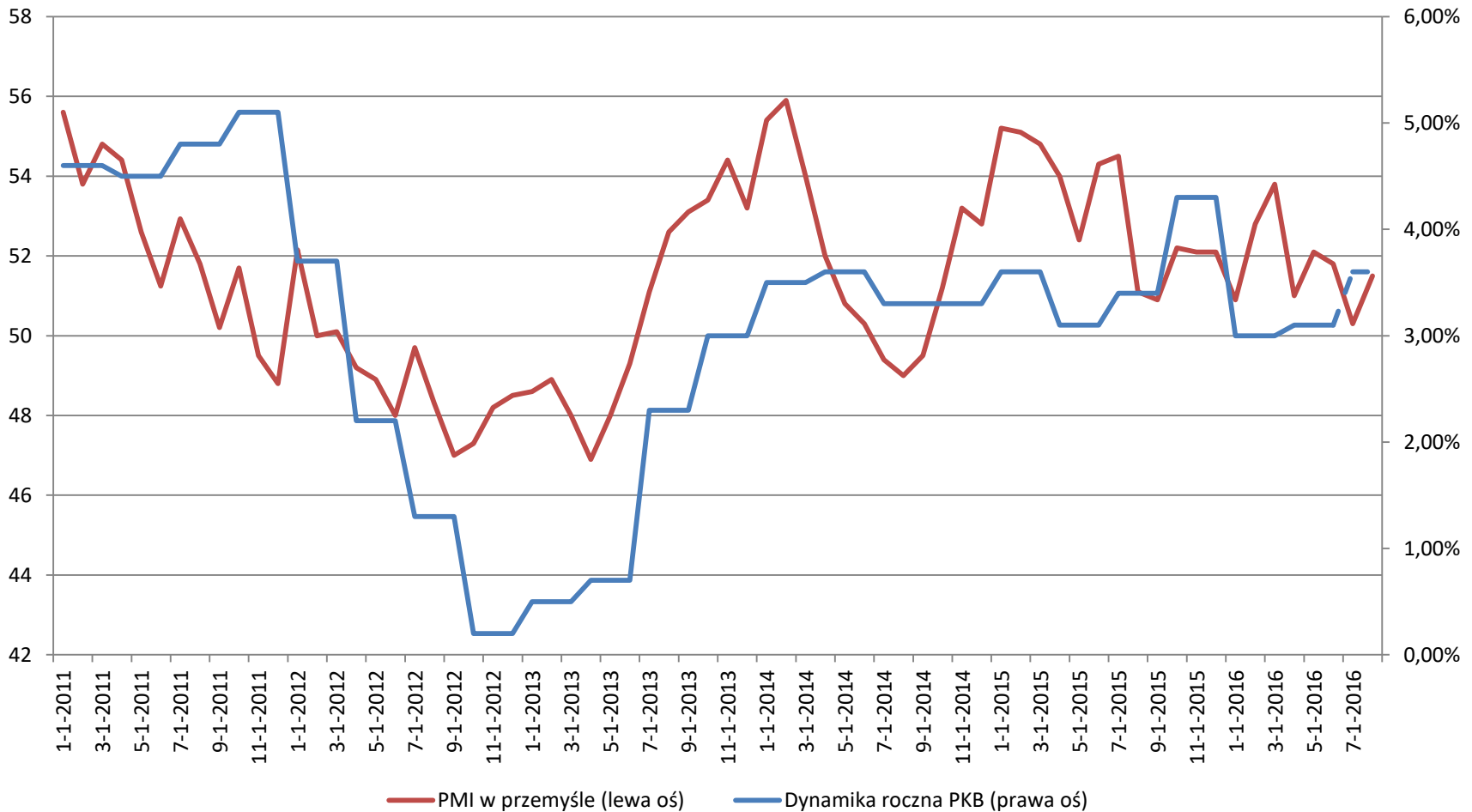
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika PKB Polski + kontrybucje do wzrostu gospodarczego



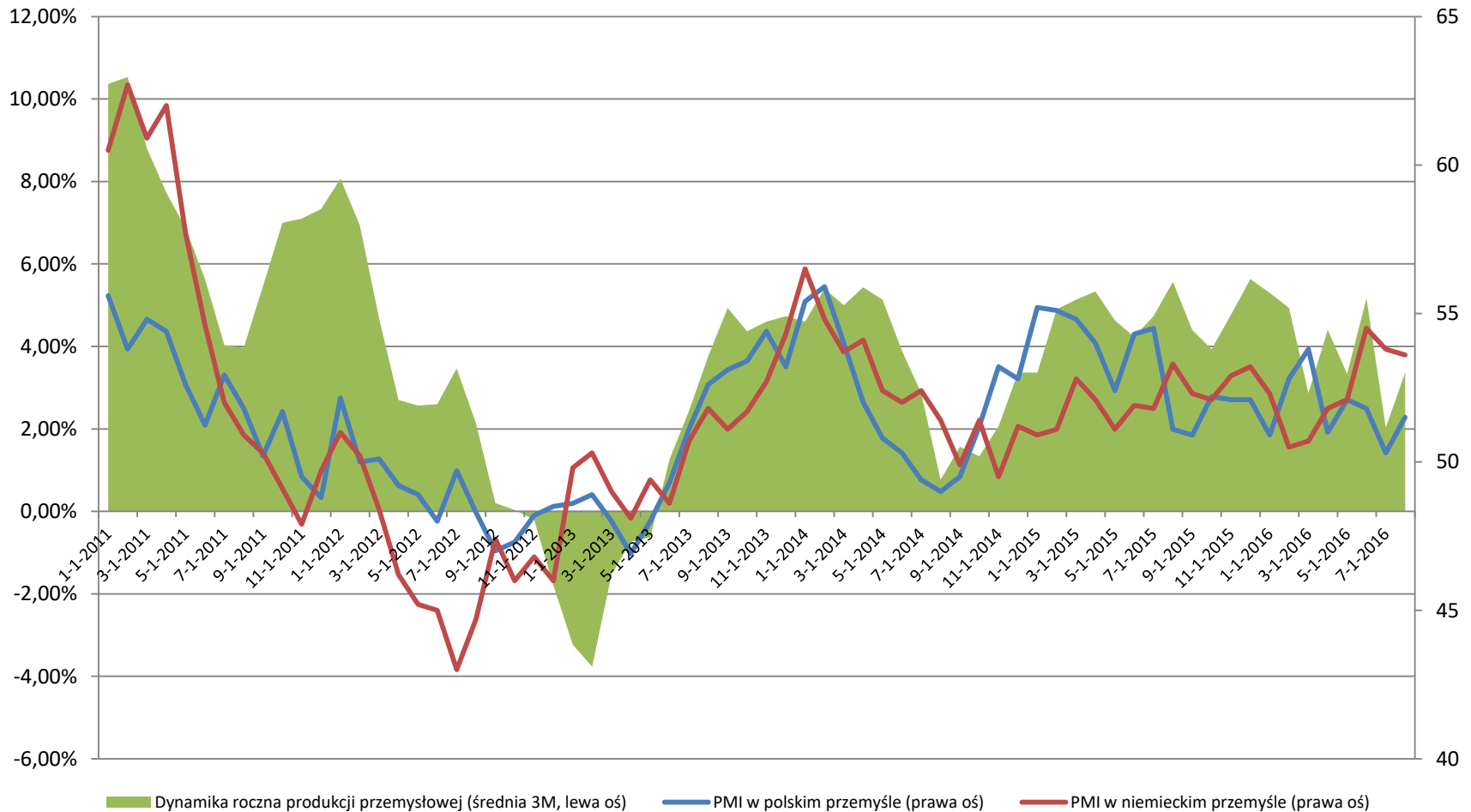
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika PKB w Polsce vs PMI w przemyśle



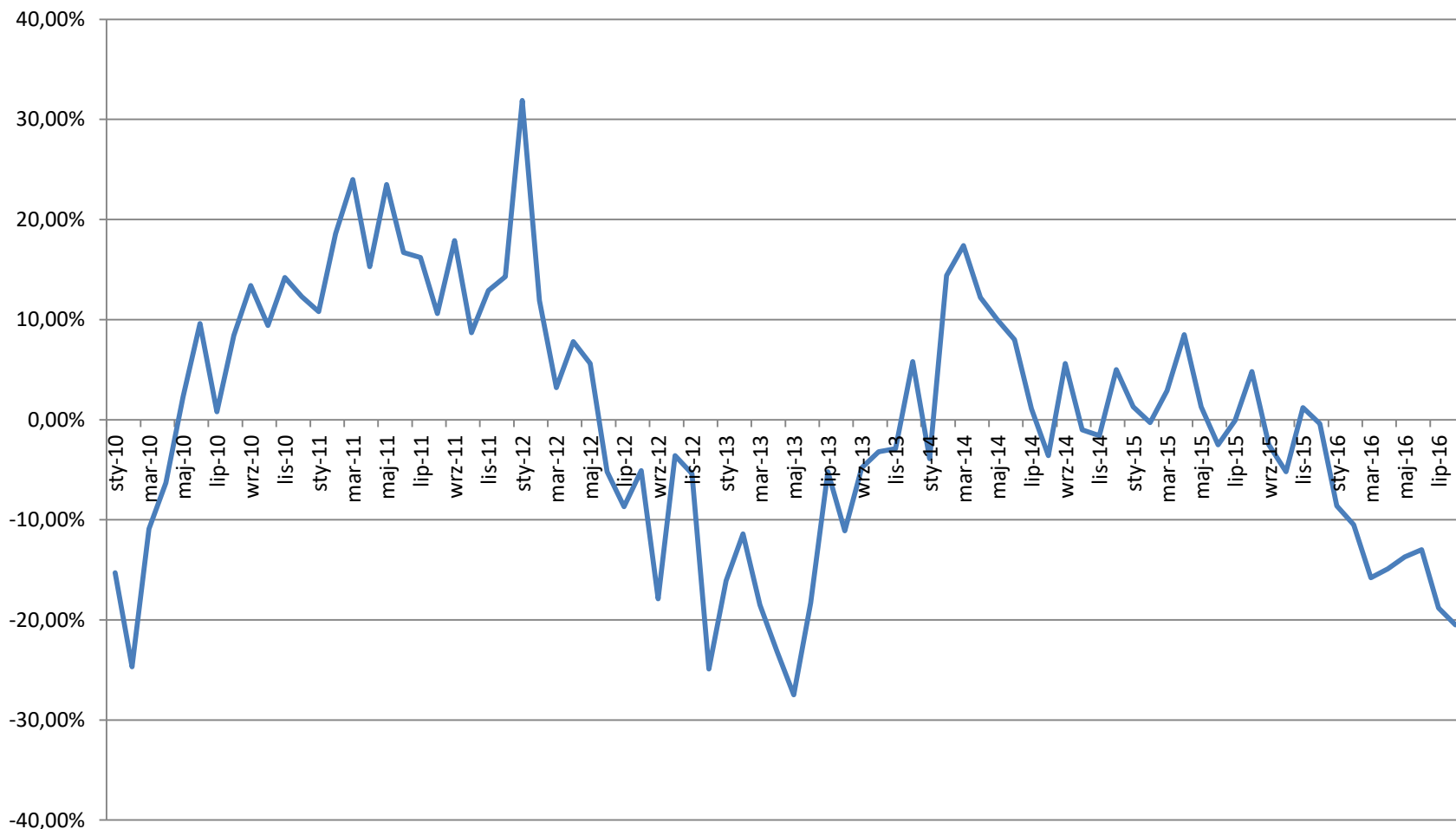
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Produkcja przemysłowa vs PMI w przemyśle polskim i niemieckim



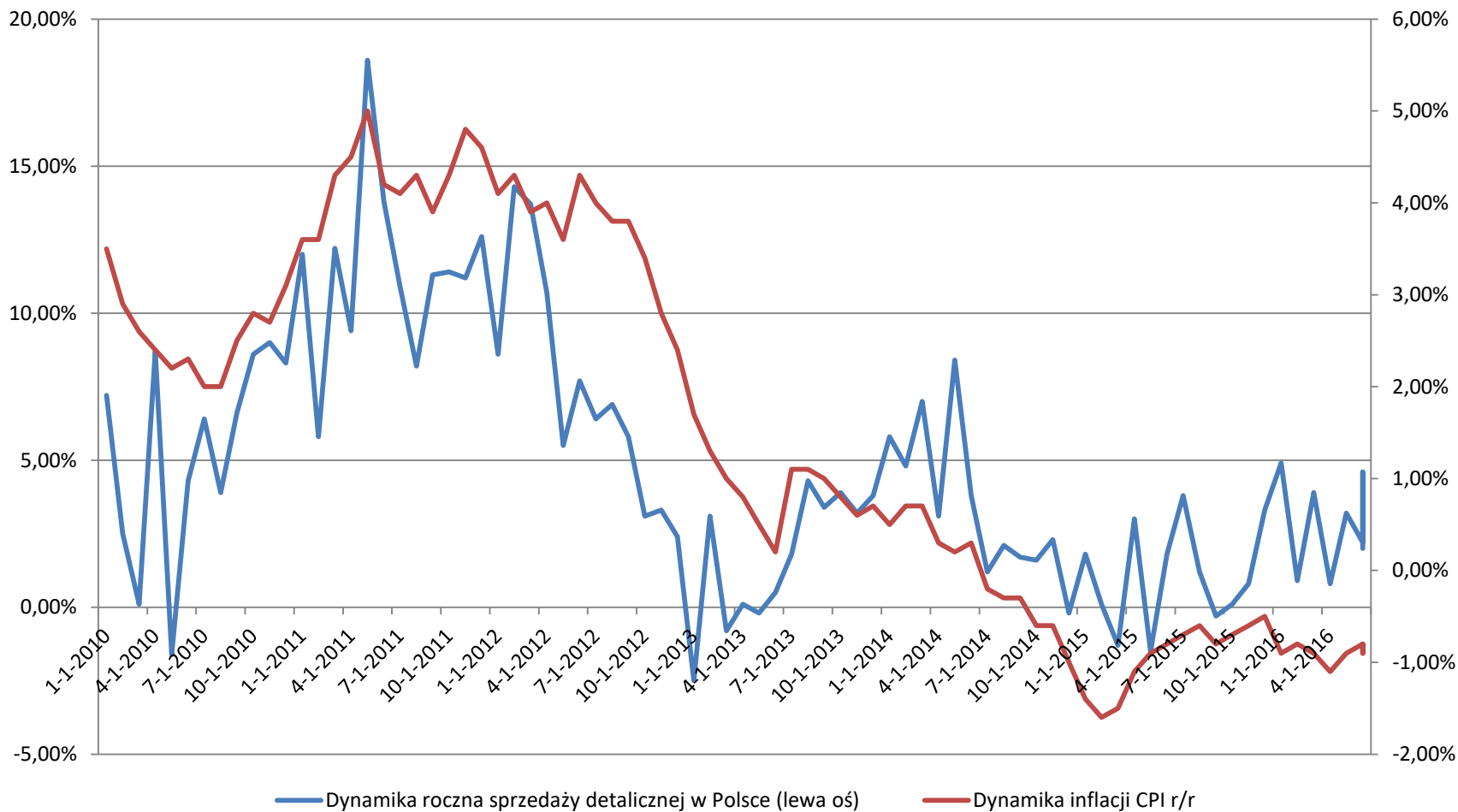
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

Dynamika roczna produkcji budowlano-montażowej w Polsce



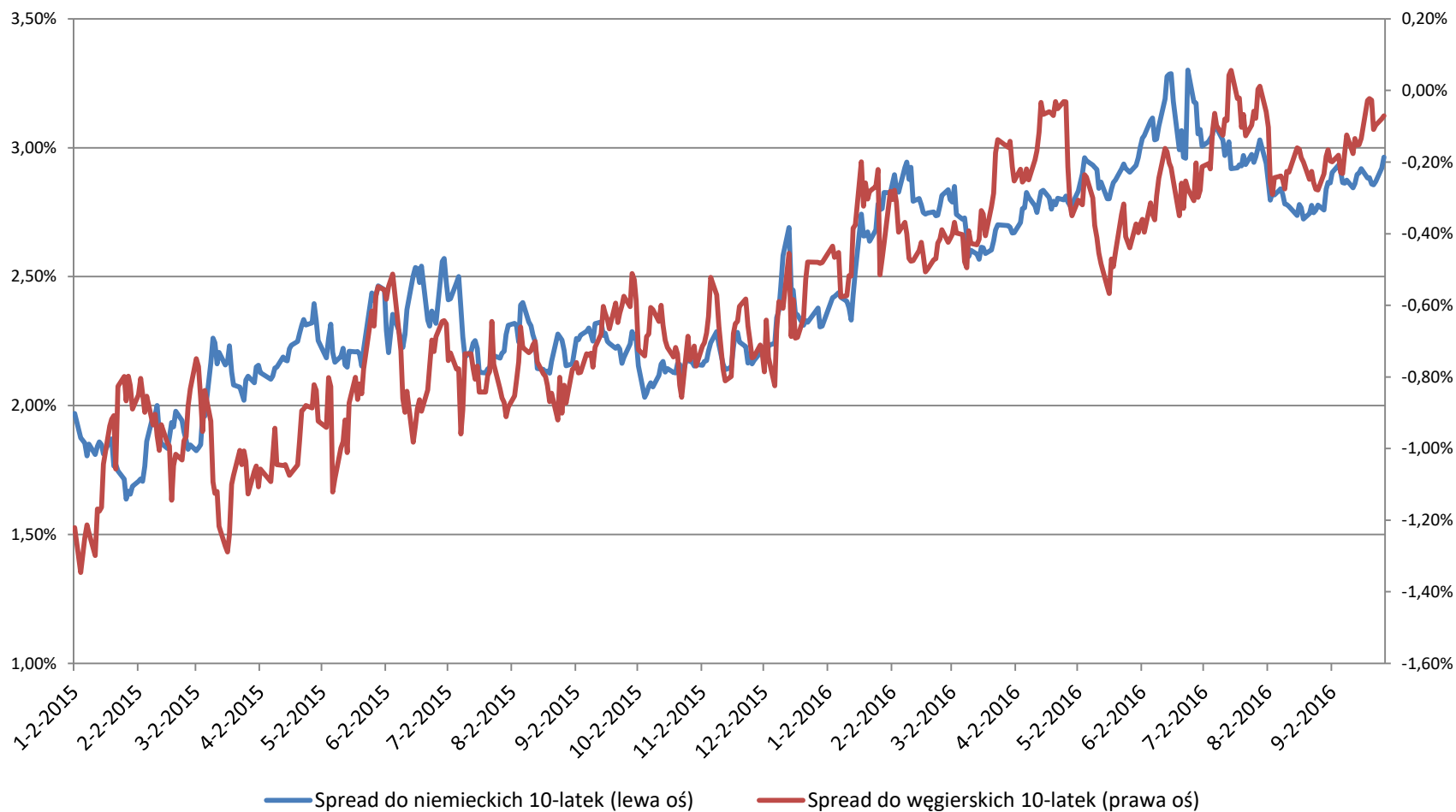
Źródło: GUS, obliczenia własne.

Polska – sprzedaż detaliczna vs inflacja CPI



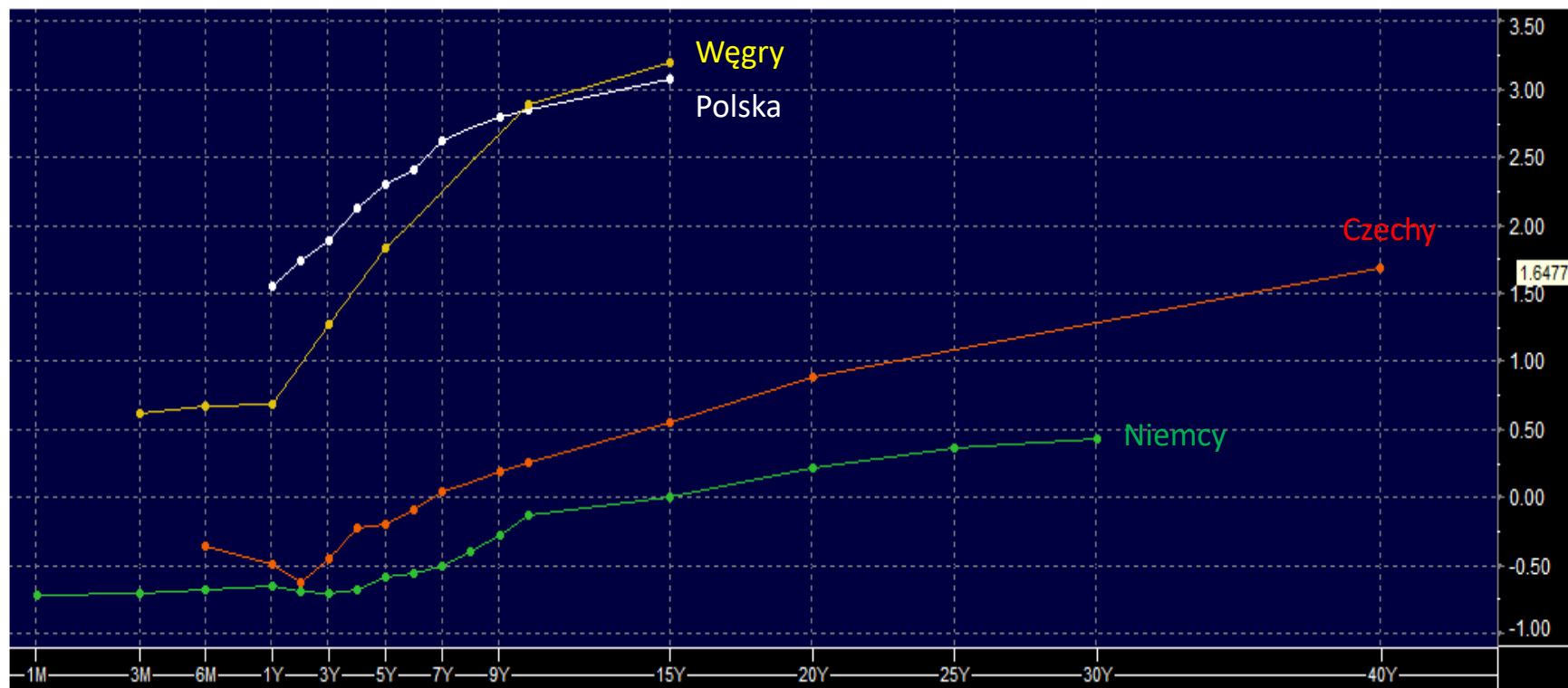
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek obligacji



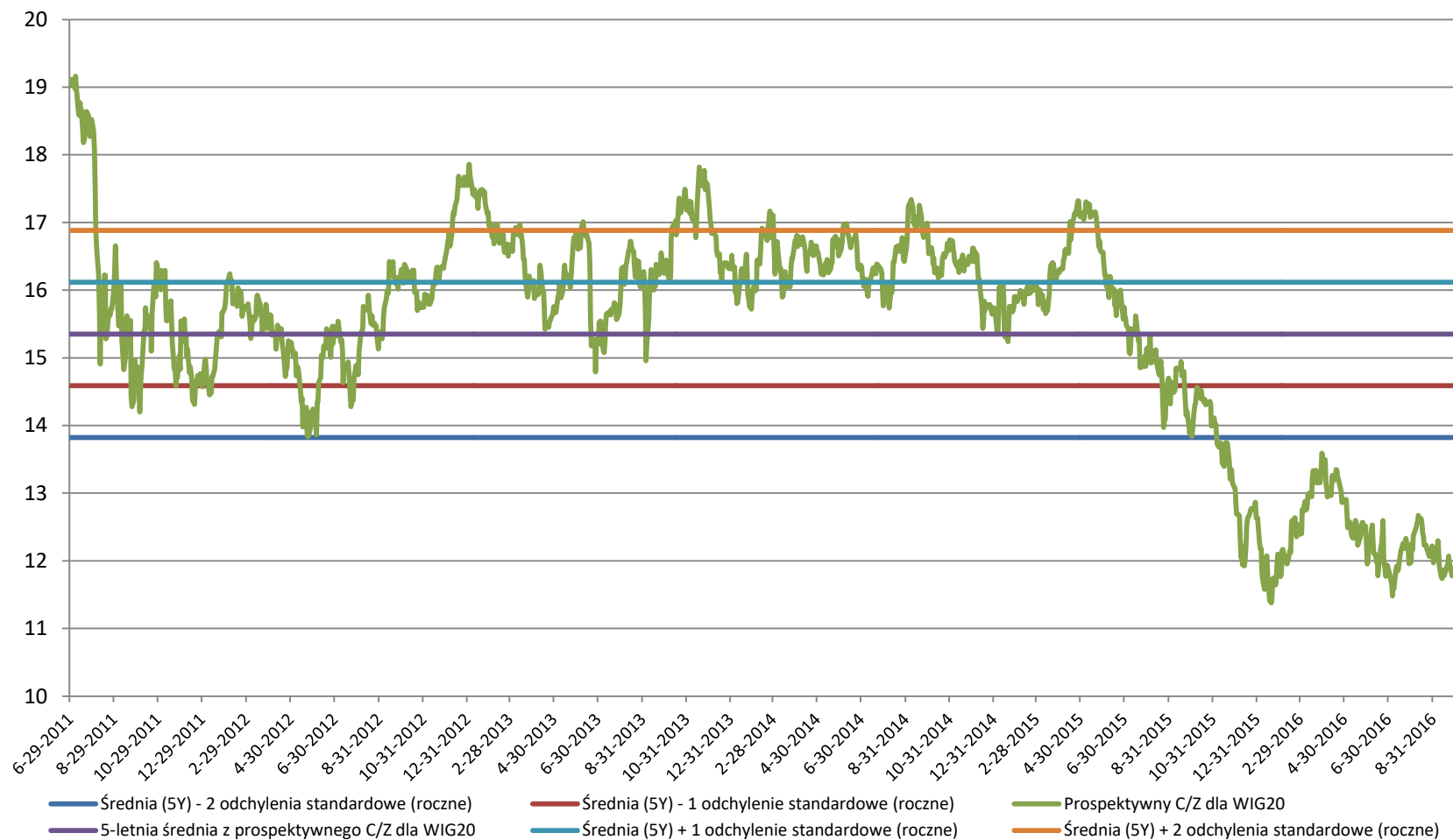
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Kształt i położenie krzywych rentowności państw w regionie



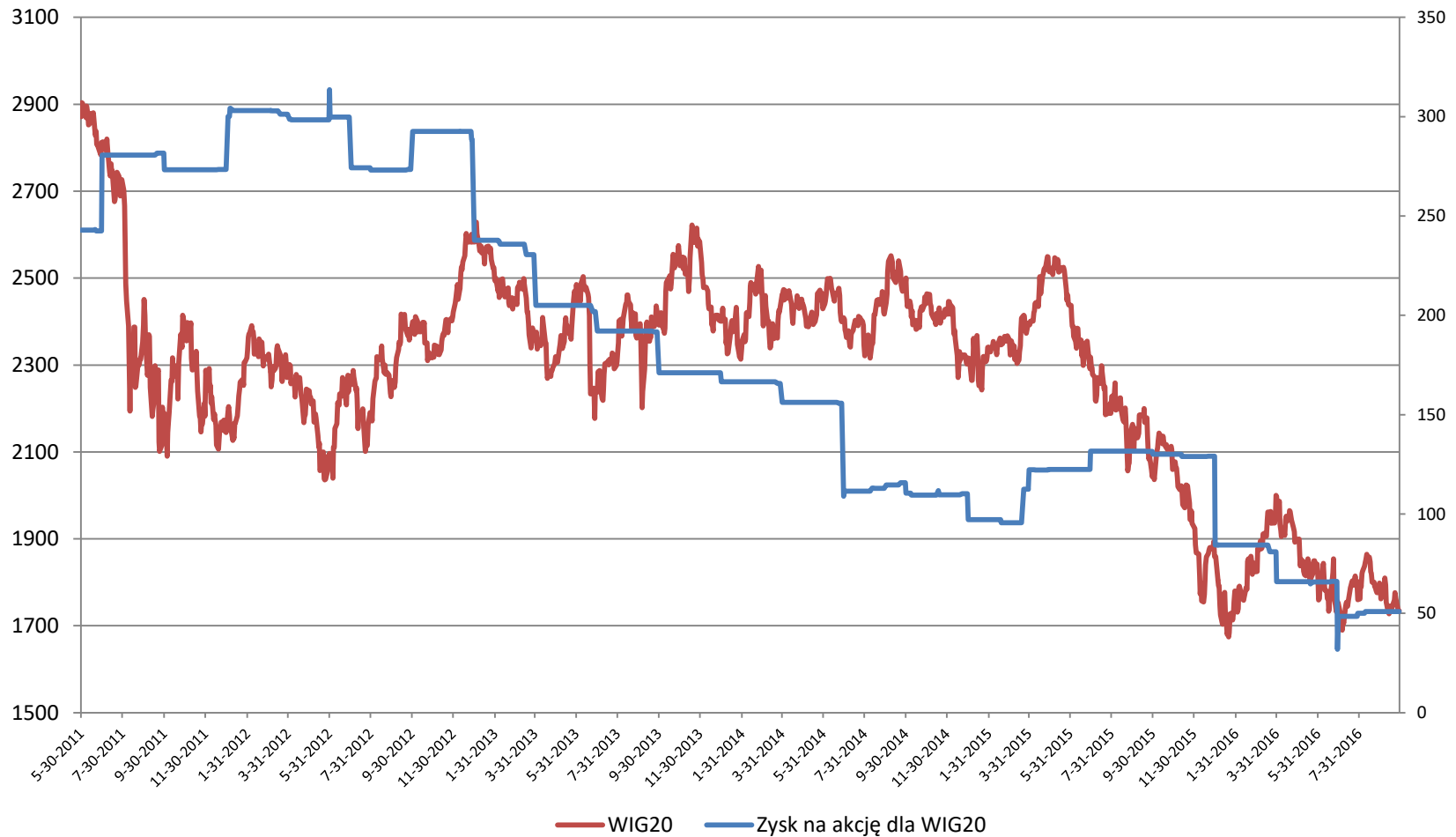
Źródło: Bloomberg, dane na 28/09/2016

C/Z dla WIG20 historycznie

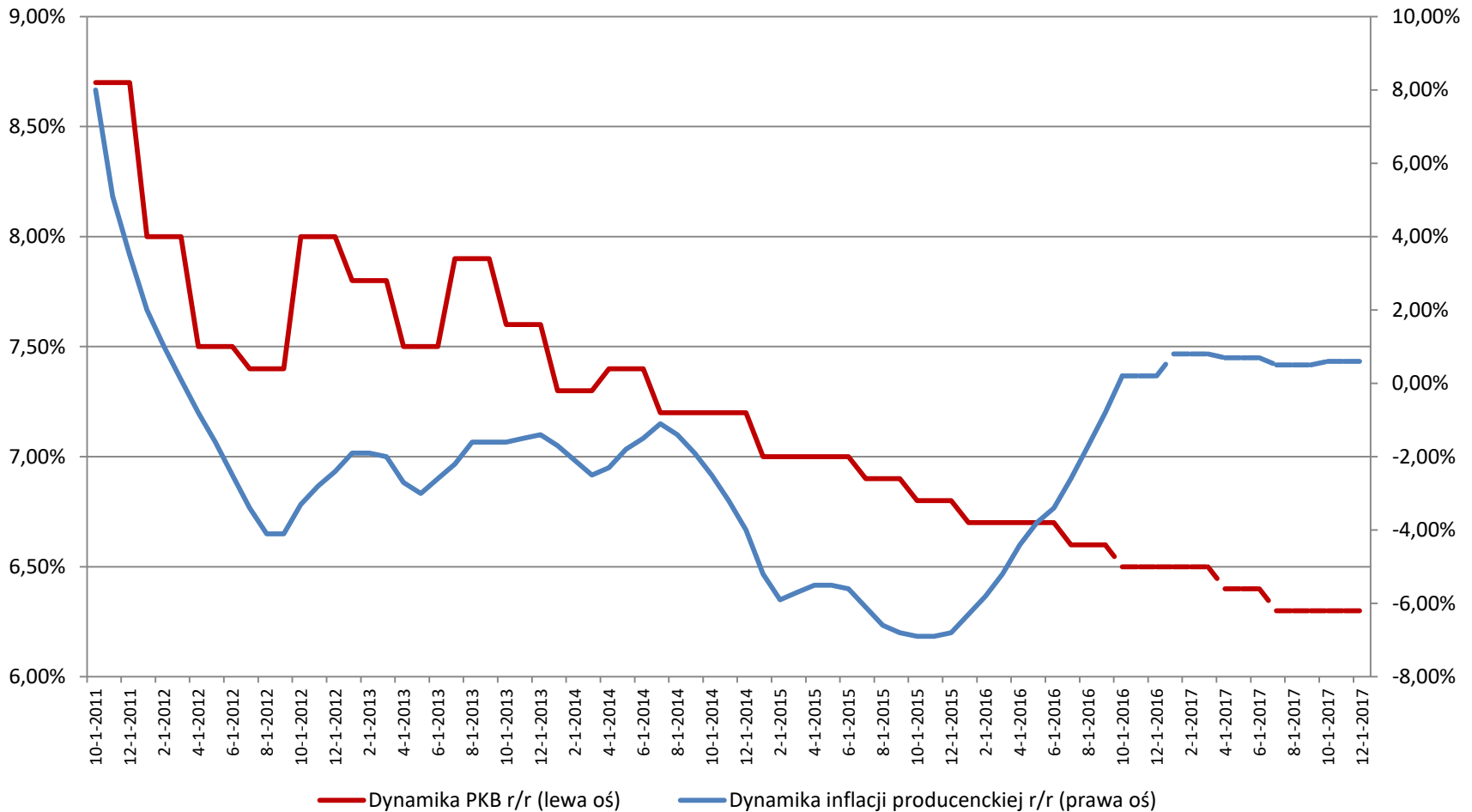


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

WIG20 vs zysk na akcję dla WIG20

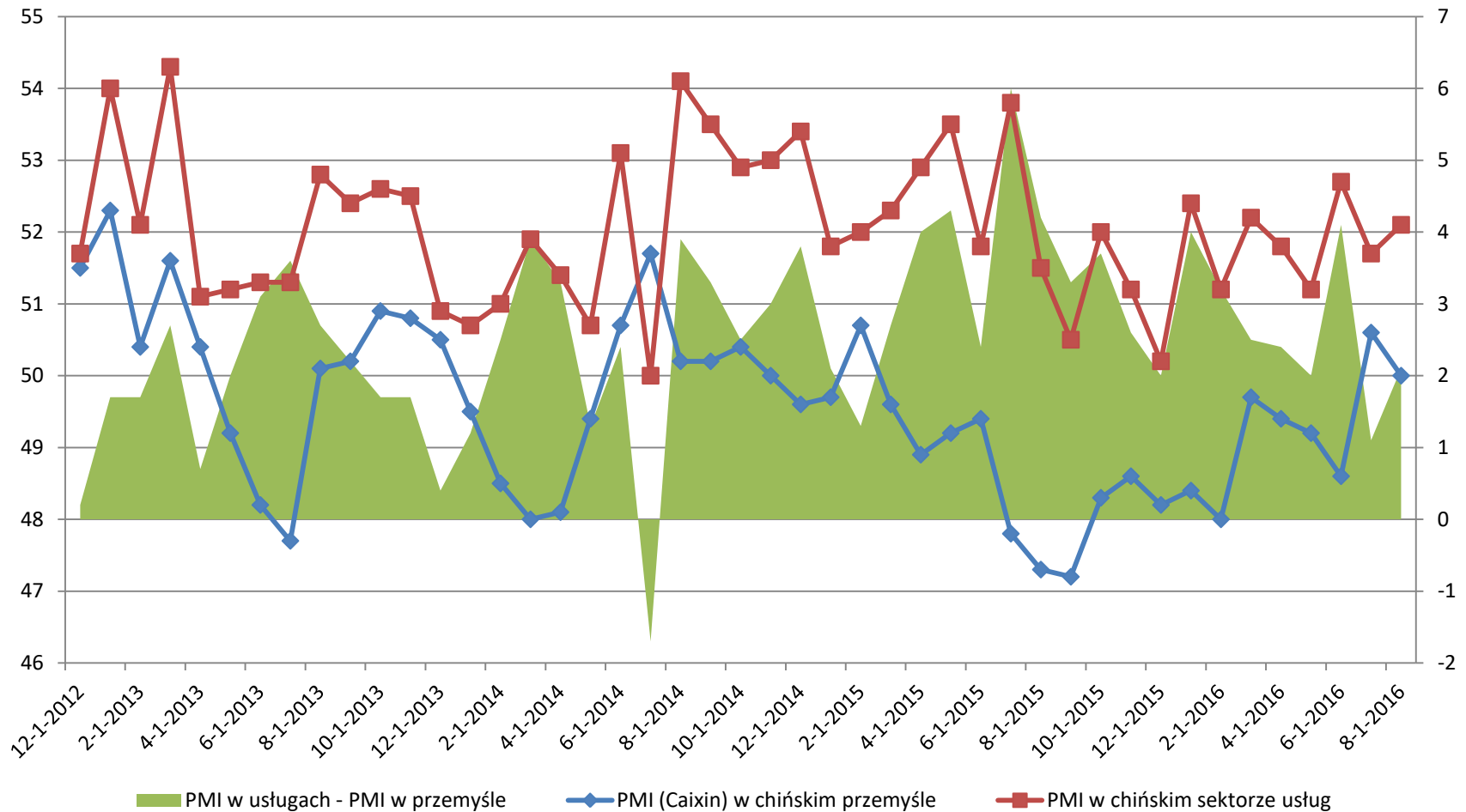


Dynamika chińskiego wzrostu gospodarczego i inflacji produkcyjnej



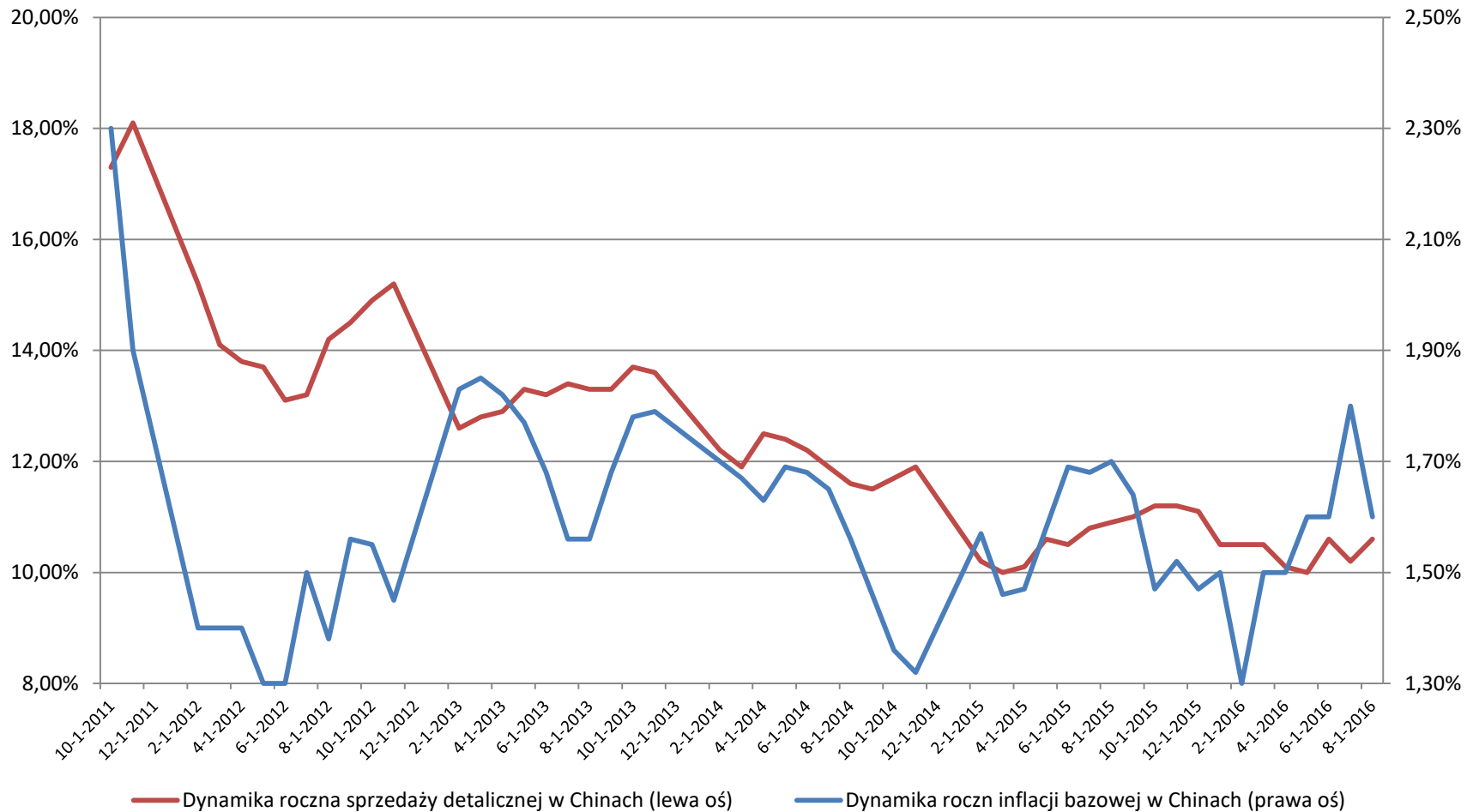
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeksy PMI w Chinach



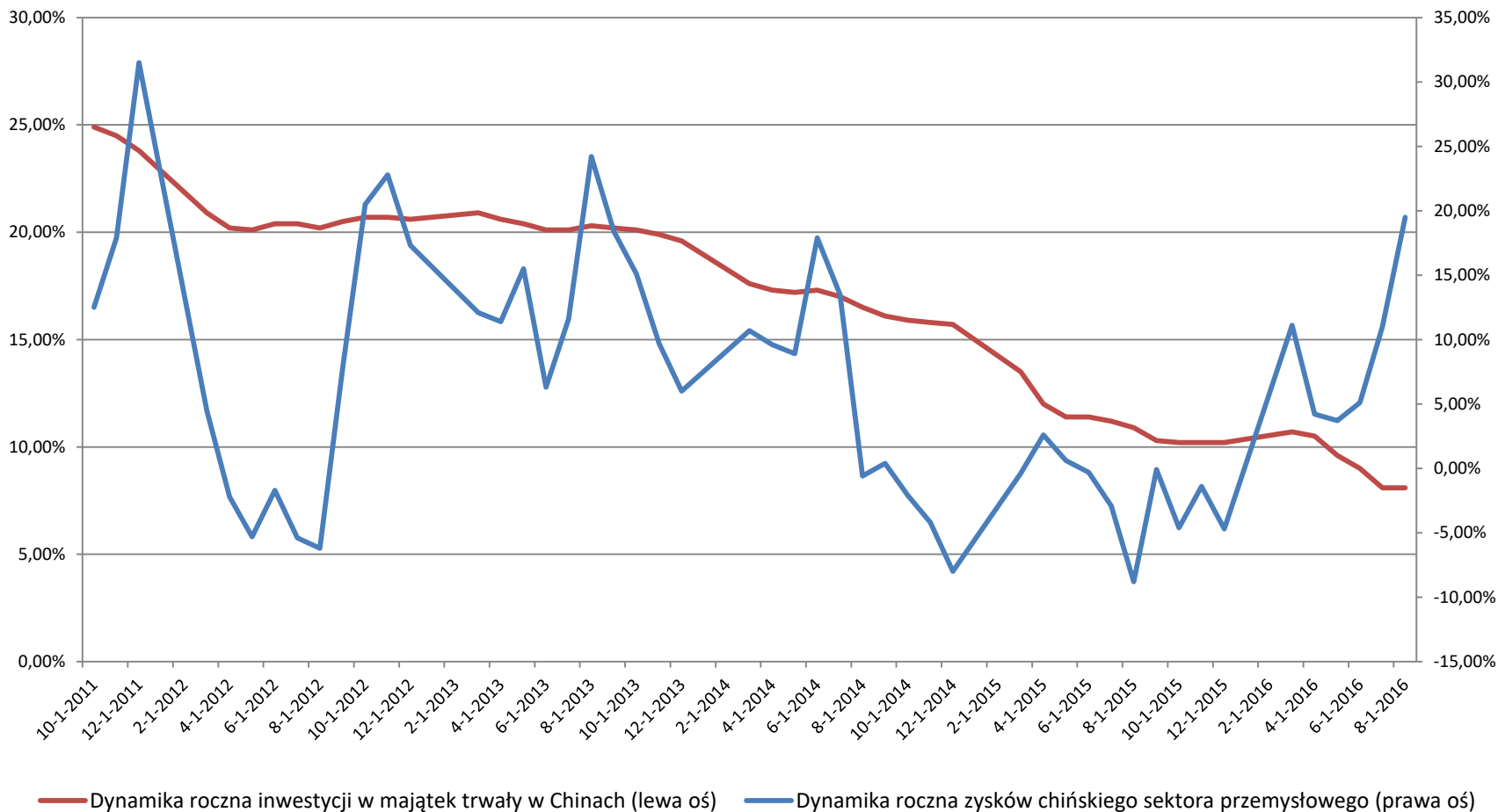
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika sprzedaży detalicznej i inflacji bazowej w Chinach



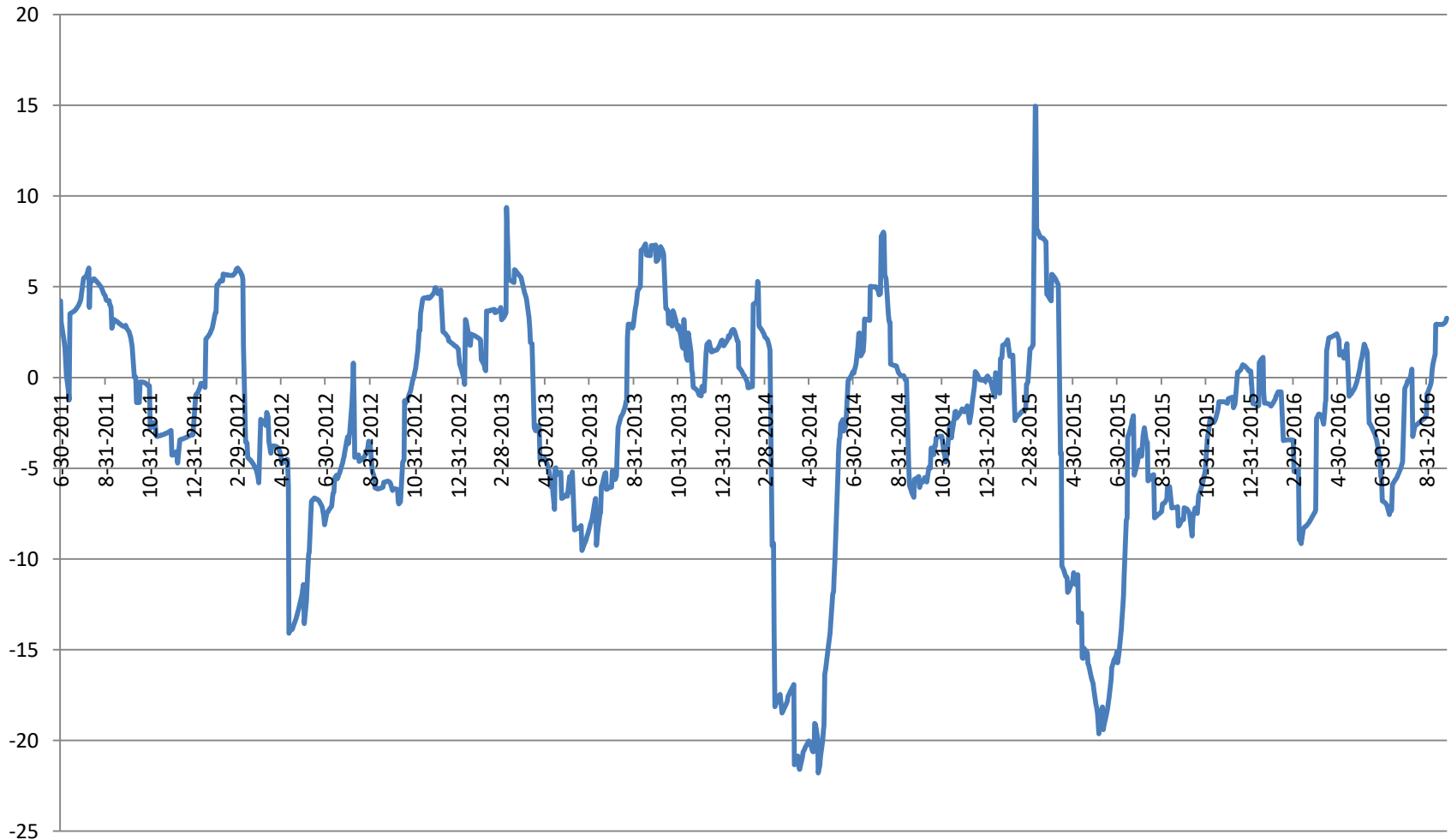
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Inwestycje w majątek trwały vs rentowność w chińskim przemyśle



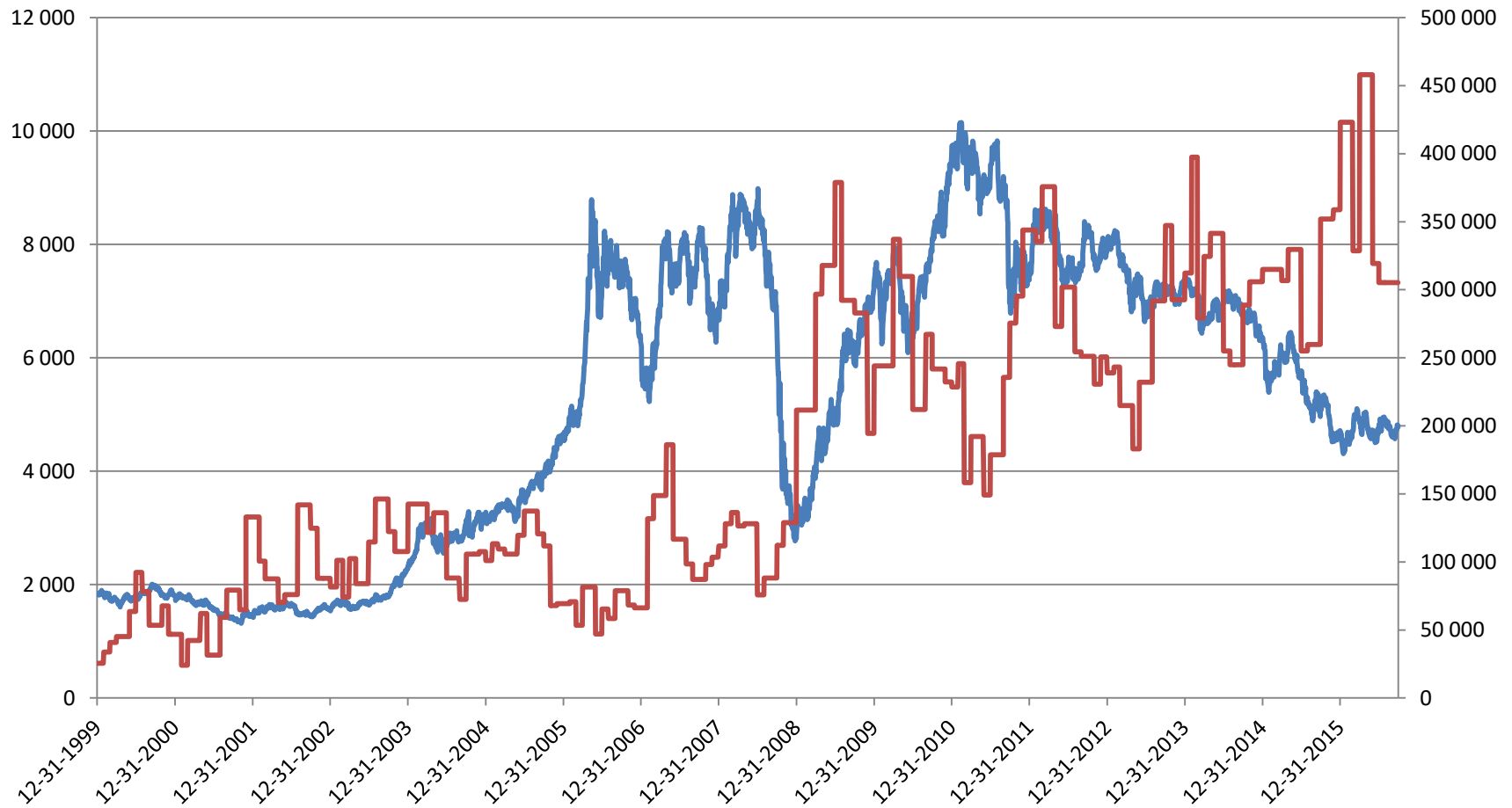
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla Chin



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Import miedzi do Chin vs cena miedzi



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne. — Cena miedzi na LME (spot) — Import miedzi do Chin (w tonach)

Ranking indeksów wg. wskaźników rynkowych C/Z i C/WK

Indeks	C/Z 2016	C/Z 2017
Russell 2000	28	22.14
tecDAX	26.99	21.77
MSCI India	18.7	15.55
sDAX	18.47	15.93
S&P 500	18.44	16.28
mDAX	17.68	15.84
MSCI World	17.45	15.47
FTSE100	17.37	14.92
MSCI All Country World Index	16.94	14.99
STOXX Europe 600	16.26	14.43
FTSE/MIB	15.53	11.18
IBEX	15.36	12.71
MSCI Brazil	14.77	12.72
CAC40	14.68	13.37
MSCI Emerging Markets	13.72	12.01
DAX	13.52	12.17
WIG	12.4	11.44
MSCI Russia	7.03	6.07

Indeks	C/WK 2016	C/WK 2017
MSCI India	2.94	2.57
tecDAX	2.89	2.71
S&P 500	2.73	2.55
MSCI World	2.06	1.95
MSCI All Country World Index	1.98	1.87
mDAX	1.98	1.82
Russell 2000	1.88	1.77
FTSE100	1.78	1.74
sDAX	1.72	1.59
STOXX Europe 600	1.71	1.61
DAX	1.56	1.48
MSCI Brazil	1.52	1.44
MSCI Emerging Markets	1.51	1.39
CAC40	1.34	1.28
IBEX	1.23	1.18
WIG	1.09	1.04
FTSE/MIB	0.85	0.82
MSCI Russia	0.74	0.66

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne, dane na 28/09/2016.

Ranking indeksów wg. wskaźników rynkowych EV/EBITDA i EV/Sales

Indeks	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017
MSCI India	12.52	10.5
tecDAX	12.49	11.13
MSCI All Country World Index	12.19	11.03
Russell 2000	12.04	10.67
sDAX	11.62	10.59
S&P 500	10.95	9.99
MSCI World	10.51	9.58
FTSE100	9.62	8.54
STOXX Europe 600	9.41	8.66
mDAX	9.29	8.32
MSCI Emerging Markets	8.76	7.89
IBEX	8.74	8.27
CAC40	8.48	7.72
MSCI Brazil	8.12	7.4
DAX	7.12	6.7
WIG	6.72	6.43
FTSE/MIB	6.2	5.65
MSCI Russia	4.12	3.69

Indeks	EV/Sales 2016	EV/Sales 2017
MSCI India	2.67	2.36
S&P 500	2.19	2.06
tecDAX	1.94	1.8
MSCI Brazil	1.93	1.78
MSCI World	1.84	1.75
IBEX	1.82	1.75
MSCI All Country World Index	1.81	1.71
Russell 2000	1.7	1.61
MSCI Emerging Markets	1.61	1.49
FTSE100	1.59	1.47
STOXX Europe 600	1.47	1.41
mDAX	1.3	1.25
sDAX	1.27	1.21
CAC40	1.24	1.18
WIG	1.21	1.11
MSCI Russia	1.14	0.99
DAX	1.02	1
FTSE/MIB	0.93	0.91

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne, dane na 28/09/2016.

Wskaźniki – ranking indeksów

TOP3 NAJTAŃSZE	
C/Z 2016E	C/Z 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
WIG	FTSE/MIB
DAX	WIG

TOP3 NAJTAŃSZE	
EV/EBITDA 2016E	EV/EBITDA 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
WIG	WIG

TOP3 NAJTAŃSZE	
C/WK 2016E	C/WK 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
WIG	WIG

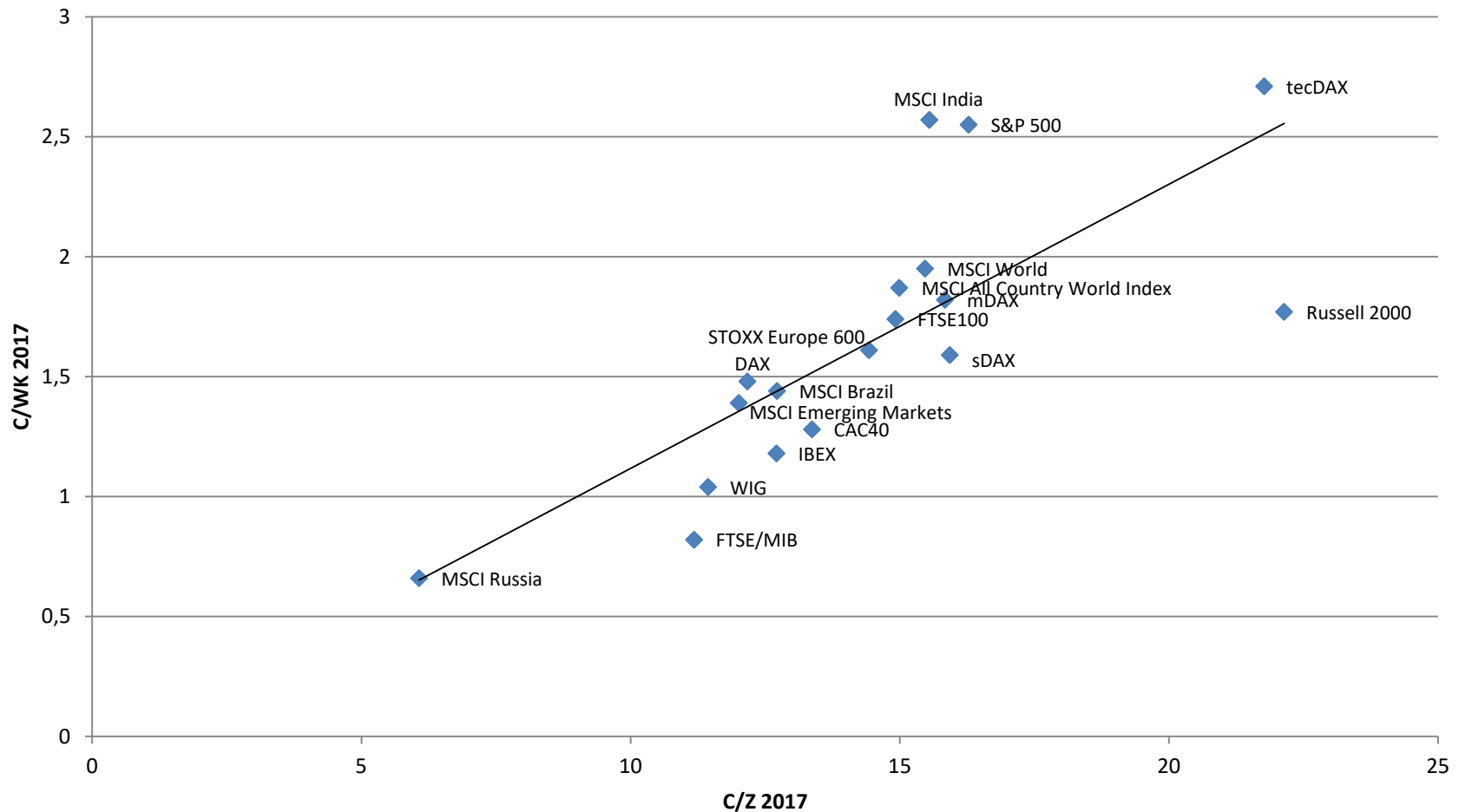
TOP3 NAJTAŃSZE	
EV/Sales 2016E	EV/Sales 2017E
FTSE/MIB	FTSE/MIB
DAX	MSCI Russia
MSCI Russia	DAX

INDEKS	PUNKTY
MSCI Russia	70.5
FTSE/MIB	66
WIG	63.5
DAX	57.5
CAC40	53.5
MSCI Emerging Markets	48.5
IBEX	44.5
MSCI Brazil	42.5
STOXX Europe 600	39
FTSE100	35
mDAX	33
sDAX	31
MSCI All Country World Index	23.5
MSCI World	23.5
Russell 2000	19.5
S&P 500	15
MSCI India	10
tecDAX	8

Zgodnie z rankingiem, najtańszym indeksem jest MSCI Russia, lecz jest to rynek, który zawsze jest nisko wyceniany (duże przeważenie spółek wydobywczych i finansowych). Zwraca uwagę przede wszystkim niska wycena niemieckich blue-chipów. FTSE/MIB swoją wysoką pozycję zawdzięcza z kolei dużemu udziałowi banków, które wyceniane są na skrajnie niskich wskaźnikach. W stosunku do poprzedniego relatywnie podrożały amerykańskie aktywa względem europejskich i, zwłaszcza, niemieckich małych, średnich i technologicznych spółek.

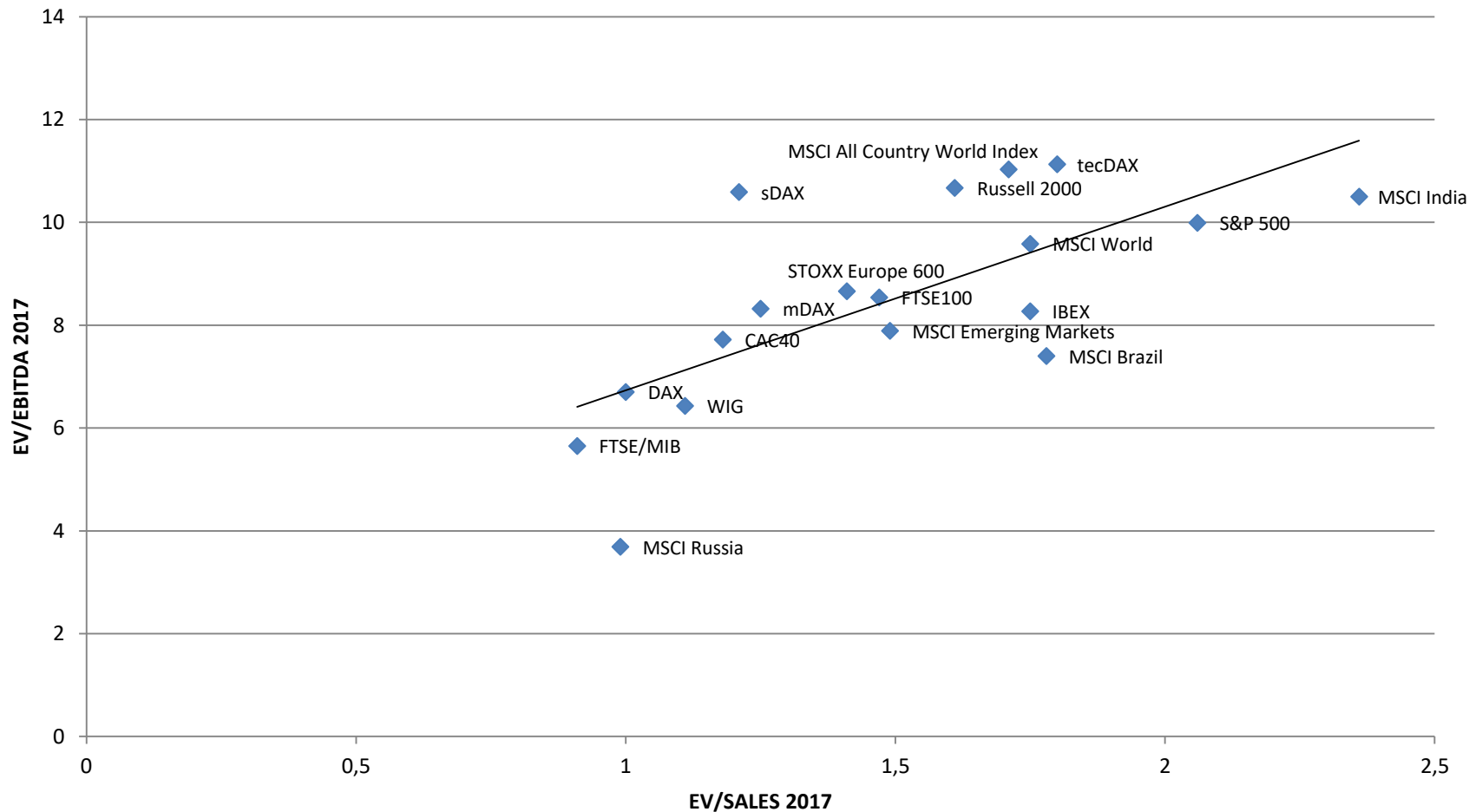
*Najtańszy wskaźnikowo indeks otrzymuje 18 pkt, natomiast najdroższy 1 punkt. Ranking zbiorczy jest sumą punktów z subrankingów na bazie 8 wskaźników.

Wskaźniki C/Z 2016 oraz C/WK 2016



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Wskaźniki EV/EBITDA 2016 i EV/Sales 2016



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.