

Analiza i założenia makroekonomiczne – I kwartał 2017

Departament Zarządzania Aktywami

Agenda

- | | | |
|-----|---|---------|
| I. | Analiza i założenia makroekonomiczne. | 3-100 |
| 1. | Gospodarki rozwinięte. | 3-68 |
| a. | USA | 3-43 |
| b. | Strefa euro | 44-68 |
| 2. | Gospodarki rozwijające się. | 69-100 |
| 3. | Wskaźniki dla rynków akcji. | 101-106 |
| II. | Strategiczna alokacja aktywów na I kwartał 2017 | 107-116 |

Analiza i założenia makroekonomiczne – I kwartał 2017

Gospodarki rozwinięte - USA

Departament Zarządzania Aktywami

Prognozy PKB

Kraj	I kwartał 2016	II kwartał 2016	III kwartał 2016	IV kwartał 2016	2016	I kwartał 2017	2017	2018
USA	1.60%	1.30%	1.60%	1.80%	1.60%	2.10%	2.20%	2.20%
Kanada	2.70%	-1.30%	3.50%	1.90%	1.20%	1.80%	1.80%	1.90%
Japonia	0.20%	0.60%	0.90%	1.10%	0.60%	0.80%	0.80%	0.70%
Australia	3.00%	3.30%	2.80%	2.70%	2.90%	2.40%	2.80%	2.80%
Wielka Brytania	0.40%	0.70%	0.50%	0.20%	2.00%	0.10%	1.00%	1.50%
Niemcy	1.80%	1.70%	1.70%	1.70%	1.80%	1.40%	1.40%	1.50%
Francja	1.40%	1.20%	1.10%	1.10%	1.30%	0.80%	1.20%	1.20%
Włochy	1.00%	0.80%	1.00%	0.70%	0.80%	0.60%	0.80%	1.00%
Hiszpania	3.40%	3.40%	3.20%	3.00%	3.10%	2.70%	2.30%	2.00%
EU	1.90%	1.90%	1.90%	1.70%	1.80%	1.60%	1.50%	1.60%
RPA	-0.10%	0.60%	0.60%	0.70%	0.40%	1.20%	1.10%	1.80%
Chiny	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%	6.50%	6.40%	6.00%
Indie	7.90%	7.10%	7.30%	6.60%	7.20%	7.40%	7.30%	7.60%
Rosja	-1.20%	-0.60%	-0.40%	0.00%	-0.60%	0.60%	1.30%	1.50%
Brazylia	-5.40%	-3.60%	-2.90%	-1.20%	-3.30%	0.10%	1.00%	2.00%
Turcja	4.70%	3.10%	2.10%	3.10%	3.00%	2.80%	3.00%	3.50%
Polska	3.00%	3.10%	2.40%	2.00%	2.90%	3.10%	3.20%	3.40%

Źródło: Bloomberg.

Prognozy dynamiki inflacji CPI r/r

Kraj	I kwartał 2016	II kwartał 2016	III kwartał 2016	IV kwartał 2016	2016	I kwartał 2017	2017	2018
USA	1.10%	1.00%	1.10%	1.80%	1.30%	2.30%	2.30%	2.40%
Kanada	1.60%	1.60%	1.20%	1.70%	1.60%	2.10%	2.00%	2.00%
Japonia	0.00%	-0.40%	-0.50%	-0.20%	-0.20%	0.20%	0.50%	1.00%
Australia	1.30%	1.00%	1.30%	1.40%	1.30%	2.00%	2.00%	2.20%
Wielka Brytania	0.40%	0.40%	0.70%	1.30%	0.70%	2.00%	2.40%	2.50%
Niemcy	0.10%	0.00%	0.40%	0.90%	0.40%	1.50%	1.50%	1.80%
Francja	0.00%	0.10%	0.40%	0.60%	0.30%	1.10%	1.20%	1.40%
Włochy	0.00%	-0.30%	-0.10%	0.20%	0.00%	0.90%	0.90%	1.20%
Hiszpania	-0.80%	-1.10%	-0.30%	0.50%	-0.40%	1.50%	1.30%	1.30%
EU	0.10%	0.00%	0.30%	0.70%	0.30%	1.40%	1.50%	1.70%
RPA	6.50%	6.20%	6.00%	6.50%	6.30%	6.10%	5.80%	5.50%
Chiny	2.10%	2.10%	1.70%	2.10%	2.00%	2.10%	2.20%	2.10%
Indie	5.70%	6.20%	5.30%	4.10%	5.90%	4.70%	4.80%	5.00%
Rosja	8.40%	7.40%	6.80%	5.80%	7.10%	5.30%	5.20%	4.50%
Brazylia	10.10%	9.10%	8.70%	6.90%	8.80%	6.00%	5.40%	4.60%
Turcja	8.60%	6.90%	8.00%	7.80%	8.00%	8.30%	7.90%	7.50%
Polska	-0.90%	-0.90%	-0.70%	0.20%	-0.60%	1.10%	1.40%	1.80%

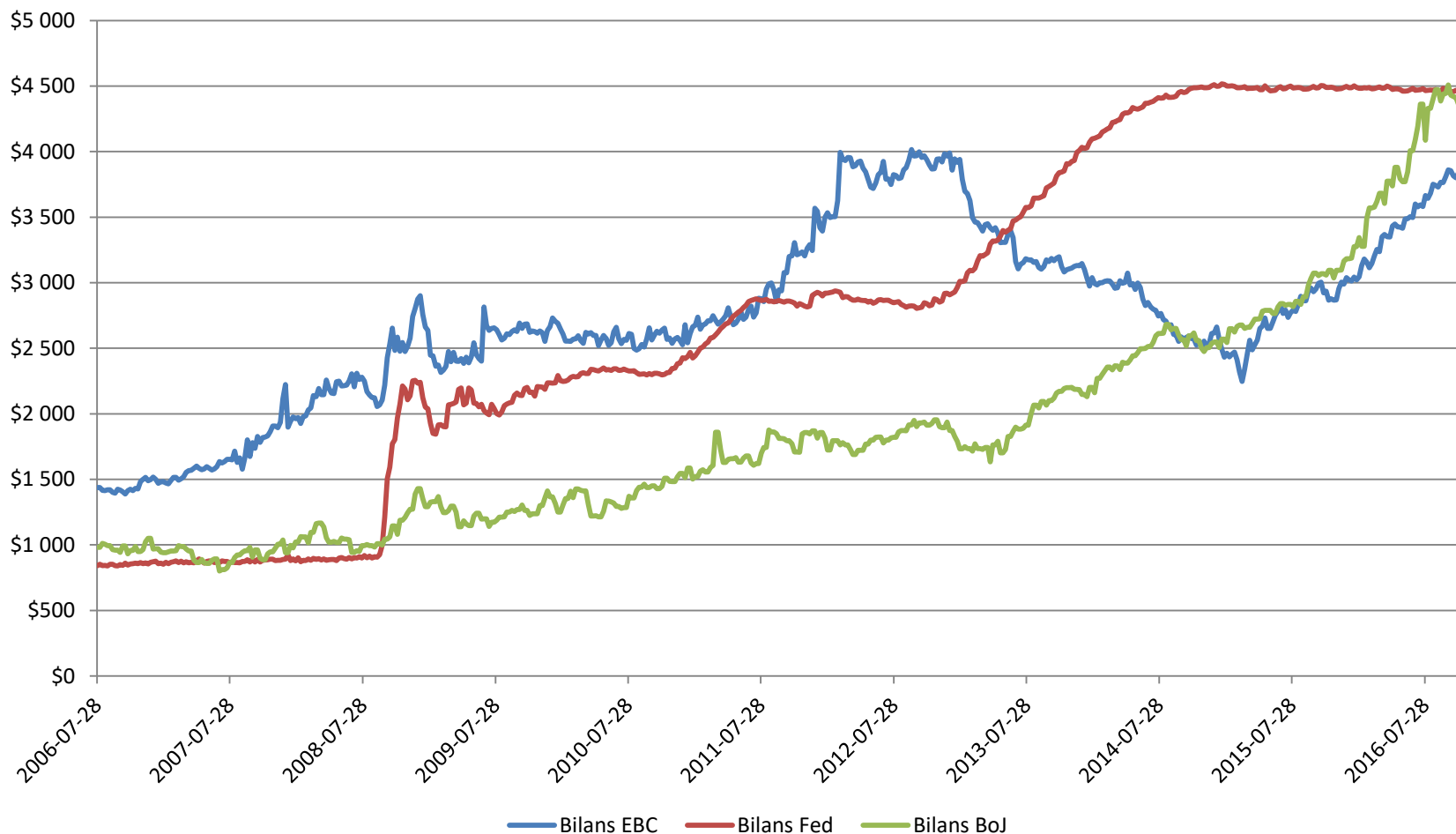
Źródło: Bloomberg.

Mapa indeksów PMI w przemyśle

	lis-15	gru-15	sty-16	lut-16	mar-16	kwi-16	maj-16	cze-16	lip-16	sie-16	wrz-16	paź-16	lis-16	gru-16
USA	48.4	48	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	51.5	51.9	53.2	51.9
Kanada	48.6	47.5	49.3	49.4	51.5	52.2	52.1	51.8	51.9	51.1	50.3	51.1	51.5	51.8
Japonia	52.6	52.6	52.3	50.1	49.1	48.2	47.7	48.1	49.3	49.5	50.4	51.4	51.3	52.4
Australia	52.5	51.9	51.5	53.5	58.1	53.4	51	51.8	56.4	46.9	49.8	50.9	54.2	55.4
Wielka Brytania	52.4	51.7	53	50.7	51	49.5	50.3	52.2	48.3	53.4	55.4	54.2	53.4	56.1
Niemcy	52.9	53.2	52.3	50.5	50.7	51.8	52.1	54.5	53.8	53.6	54.3	55	54.3	55.5
Francja	50.6	51.4	50	50.2	49.6	48	48.4	48.3	48.6	48.3	49.7	51.8	51.7	53.5
Włochy	54.9	55.6	53.2	52.2	53.5	53.9	52.4	53.5	51.2	49.8	51	50.9	52.2	53.2
Hiszpania	53.1	53	55.4	54.1	53.4	53.5	51.8	52.2	51	51	52.3	53.3	54.5	55.3
EU	52.8	53	52.4	51.4	51.7	51.5	51.4	52.7	51.4	51.9	52.9	53.4	53.5	54.9
RPA	43.3	45.5	43.5	47.1	50.5	54.9	51.9	53.7	52.5	46.3	48.5	45.9	48.3	
Chiny	48.6	48.2	48.4	48	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	50	50.1	51.2	50.9	51.9
Indie	50.3	49.1	51.1	51.1	52.4	50.5	50.7	51.7	51.8	52.6	52.1	54.4	52.3	49.6
Rosja	50.1	48.7	49.8	49.3	48.3	48	49.6	51.5	49.5	50.8	51.1	52.4	53.6	53.7
Brazylia	43.8	45.6	47.4	44.5	46	42.6	41.6	43.2	46	45.7	46	46.3	46.2	45.2
Turcja	50.9	52.2	50.9	50.3	49.2	48.9	49.4	47.4	47.6	47	48.3	49.8	48.8	47.7
Polska	52.1	52.1	50.9	52.8	53.8	51	52.1	51.8	50.3	51.5	52.2	50.2	51.9	54.3

Źródło: Bloomberg.

Wartości aktywów banków centralnych (w mld USD)



Gospodarka i rynki amerykańskie – główne założenia

1. W 2017 r. zakładamy wzrost gospodarczy w USA na poziomie nie niższym niż 2% z większymi szansami na przyspieszenie tempa wzrostu, aniżeli jego spadek poniżej 2%.
2. Takie nastawienie ma związek przede wszystkim z przesunięciem środka ciężkości z polityki monetarnej na fiskalną. W sferze polityki monetarnej odbywać się będzie stopniowe zacieśnianie, natomiast w polityce fiskalnej obserwować będziemy ekspansję, aczkolwiek o trudnej obecnie do zweryfikowania skali. Dla rynków akcji takie środowisko jest korzystne, gdyż wydłuża wzrostową fazę cyklu koniunkturalnego.
3. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w III kw. 2016 r. odwróciła się ujemna kontrybucja zapasów do wzrostu gospodarczego (+0.49% vs -1.16% w II kw.). Po raz pierwszy od III kwartału 2015 r. dane wykazały dodatnią kontrybucję inwestycji w majątek trwały (+0.02 pp, +3% k/k), lecz wynik ten jest w granicy błędu statystycznego i trudno o trwałe wnioski z tego tytułu. Wydaje się, że to wypłaszczenie ma związek głównie z wyhamowaniem spadku capexów w sektorze energetycznym.
4. Z inwestycjami jest właśnie związane nasze oczekiwanie na możliwe przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Same zapowiedzi impulsu fiskalnego mogą doprowadzić do zwiększenia wydatków inwestycyjnych w amerykańskich przedsiębiorstwach, a jego faktyczny wpływ prawdopodobnie będziemy oceniać najwcześniej od 2018 r. Szacunki mówią o przyspieszeniu wzrostu w USA o 0.25 – 1 pp z tytułu zwiększonych wydatków fiskalnych i już po uwzględnieniu efektów mnożnikowych.

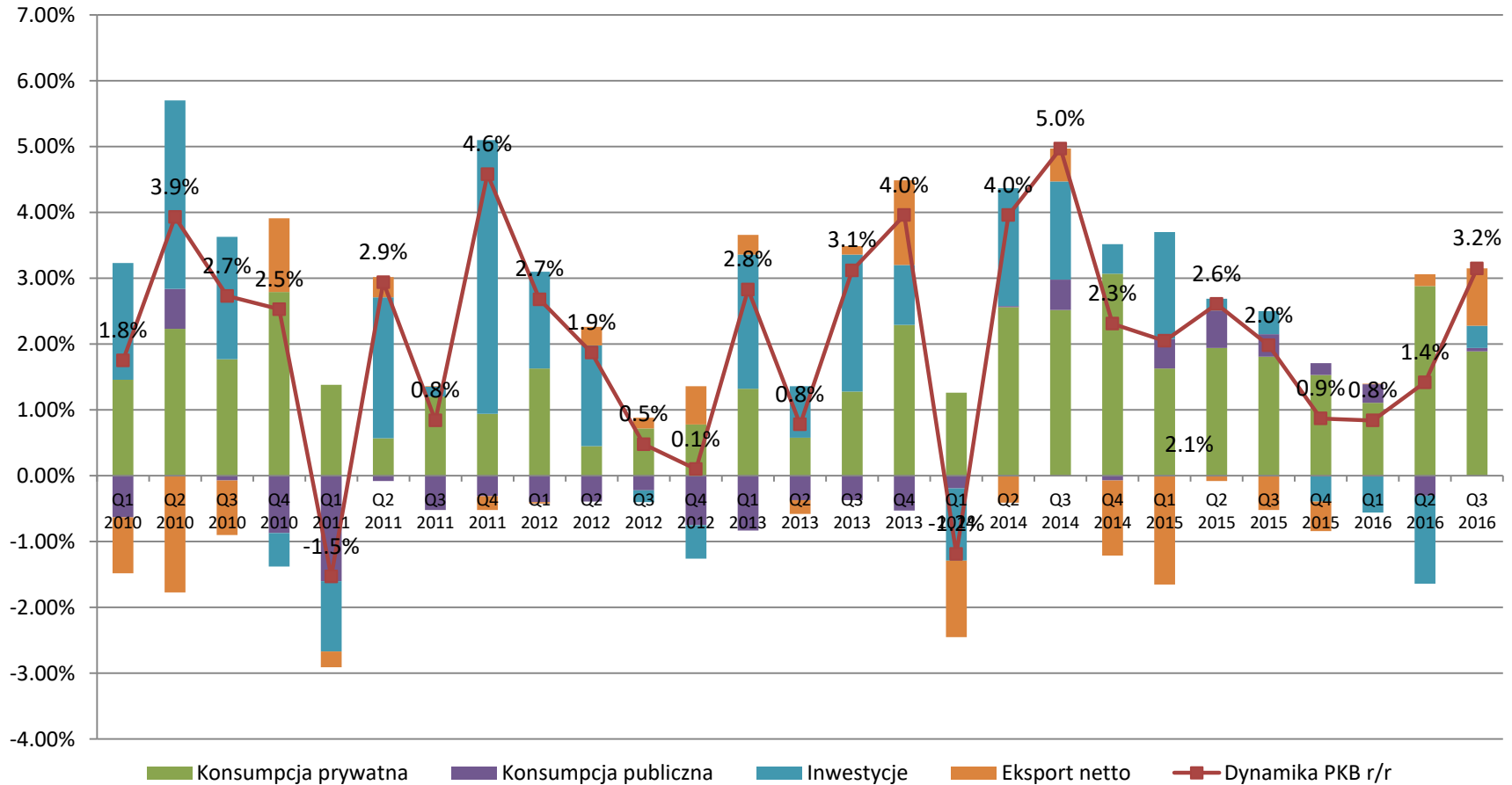
Gospodarka i rynki amerykańskie – główne założenia

5. Dodatkowo, rynek pracy wyczerpuje się jako główne źródło wzrostu mocy wytwórczych (bardzo niska stopa bezrobocia oraz stopniowo rosnąca dynamika płac) i celem zwiększenia przychodów, amerykańscy wytwórcy muszą zwiększać wydatki inwestycyjne w celu poprawy produktywności. Ponadto, na spadkach inwestycji nie powinien już ciążyć sektor paliwowo-wydobywczy, gdzie oczekuje się stopniowej odbudowy wydatków inwestycyjnych. W tych czynnikach upatrujemy stopniowego wzrostu inwestycji w USA.
6. Amerykański konsument powinien pozostawać w komfortowej sytuacji z tytułu stabilnych cen, dobrej kondycji rynku nieruchomości, efektów mnożników powiązanych z rynkiem akcji, rosnących płac oraz niskiego bezrobocia. Czynnikiem mogącym negatywnie wpływać na nastroje konsumenckie jest możliwe przyspieszenie podwyżek stóp w USA, lecz naszym zdaniem powinno to być neutralizowane przez obniżki podatków proponowane przez administrację Trumpa.
7. W polityce monetarnej zakładamy dwukrotny wzrost kosztu pieniądza w 2017 r. Spowodowane to powinno być przyspieszeniem dynamiki inflacji, zarówno z tytułu impulsu fiskalnego (ceny surowców, materiałów budowlanych), jak i przyspieszającej dynamiki płac i wydatków konsumenckich. Tym samym, na koniec 2017 r. spodziewamy się stopy funduszy federalnych w przedziale 1-1.25%.

Gospodarka i rynki amerykańskie – główne założenia

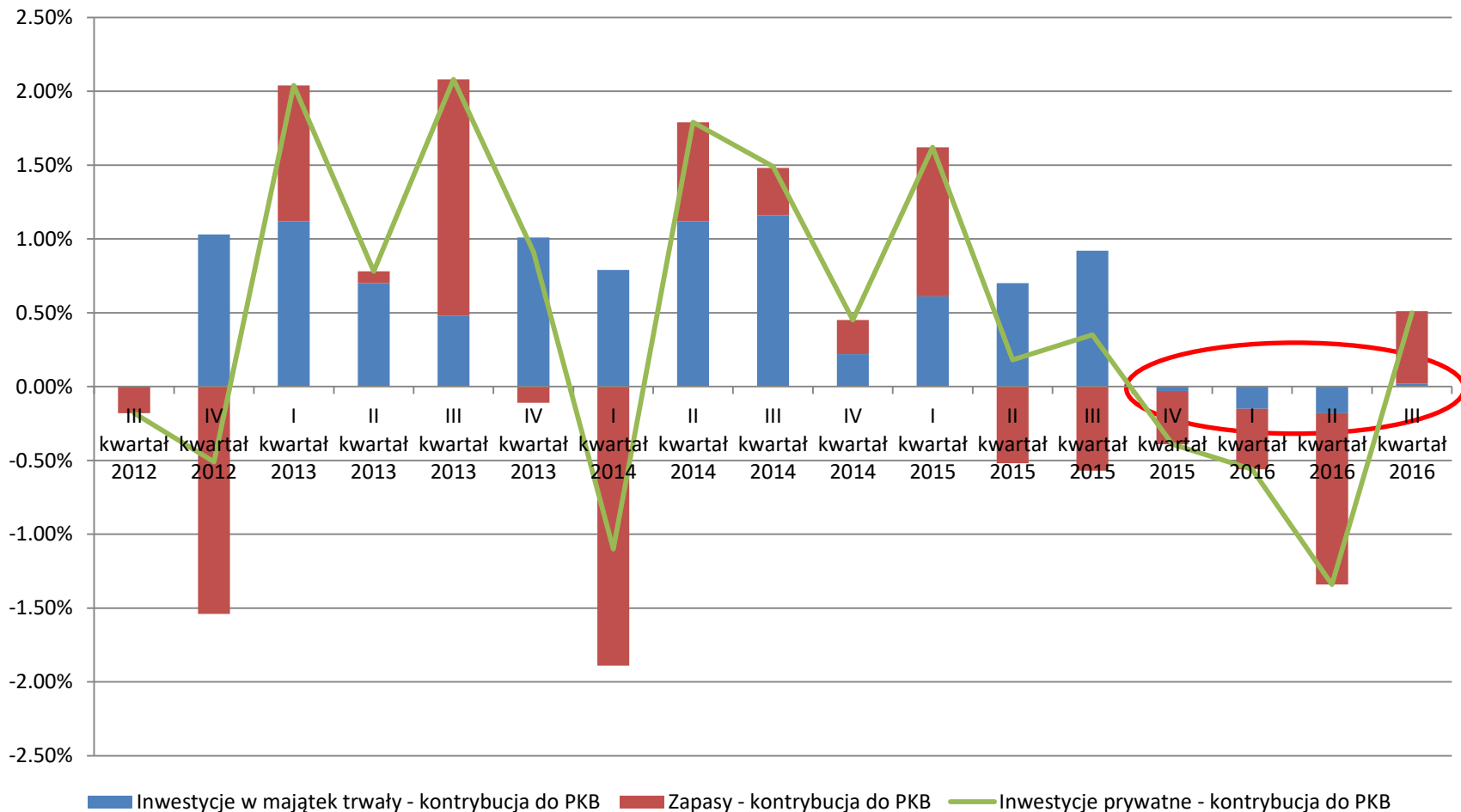
8. Jednakże, cały czas operujemy w sferze normalizacji polityki monetarnej, aniżeli klasycznego cyklu wzrostu stóp procentowych. Ponadto, nie należy zapominać, że Fed ma inną możliwość zacieśniania polityki monetarnej tj. poprzez zmniejszanie bilansu Fed. Moment i forma skracania bilansu Fed jest na razie dużym znakiem zapytania, a ostatnie gwałtowne wzrosty rentowności oddalają to działanie w czasie.
9. Głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w 2017 r. powinno dalsze potencjalne umocnienie USD oraz szybsze podwyżki kosztu pieniądza niż obecnie się oczekuje. Oba te czynniki uderzają przede wszystkim w sektor przemysłowy, rynek nieruchomości, globalne korporacje i, co ważne, skalę impulsu fiskalnego administracji Trumpa. Należy też pamiętać, że silny USD negatywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy w krajach rozwijających się, co z kolei uderza w eksporterów amerykańskich (aczkolwiek bardziej poszkodowani są tutaj zwłaszcza niemieccy producenci).
10. Trudnym do oszacowania czynnikiem ryzyka są potencjalne wojny handlowe i wzrost protekcjonizmu w USA. Uderzałoby to przede wszystkim w gospodarki krajów rozwijających się, zakładamy że głównie w Meksyk.
11. Podsumowując, nasze spojrzenie na gospodarkę amerykańską w 2017 r. prezentuje się umiarkowanie optymistycznie. Rynek obecnie zakłada wzrost przychodów spółek z indeksu S&P 500 o 7.78% r/r oraz EPS o 21.66% r/r. Naszym zdaniem, wzrost zysków może okazać się nieco przeszacowany z uwagi na rosnącą dynamikę płac, zwiększone capexy i potencjalny dalszy rajd USD, co z pewnością negatywnie wpływałoby na zyskowność amerykańskich spółek.

Dynamika i kontrybucje do amerykańskiego PKB



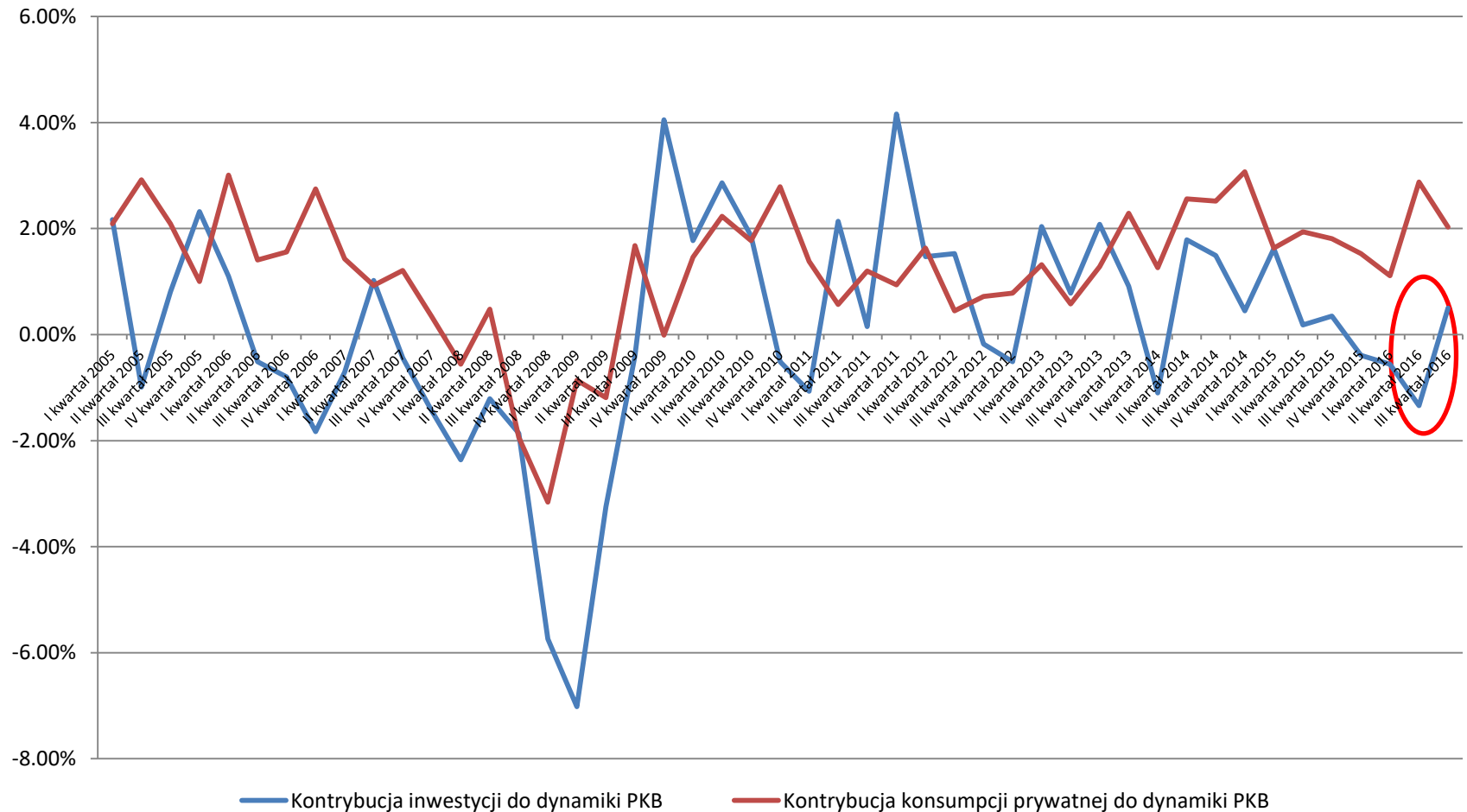
Źródło: Bloomberg.

Inwestycje prywatne w USA – kontrybucje do dynamiki PKB



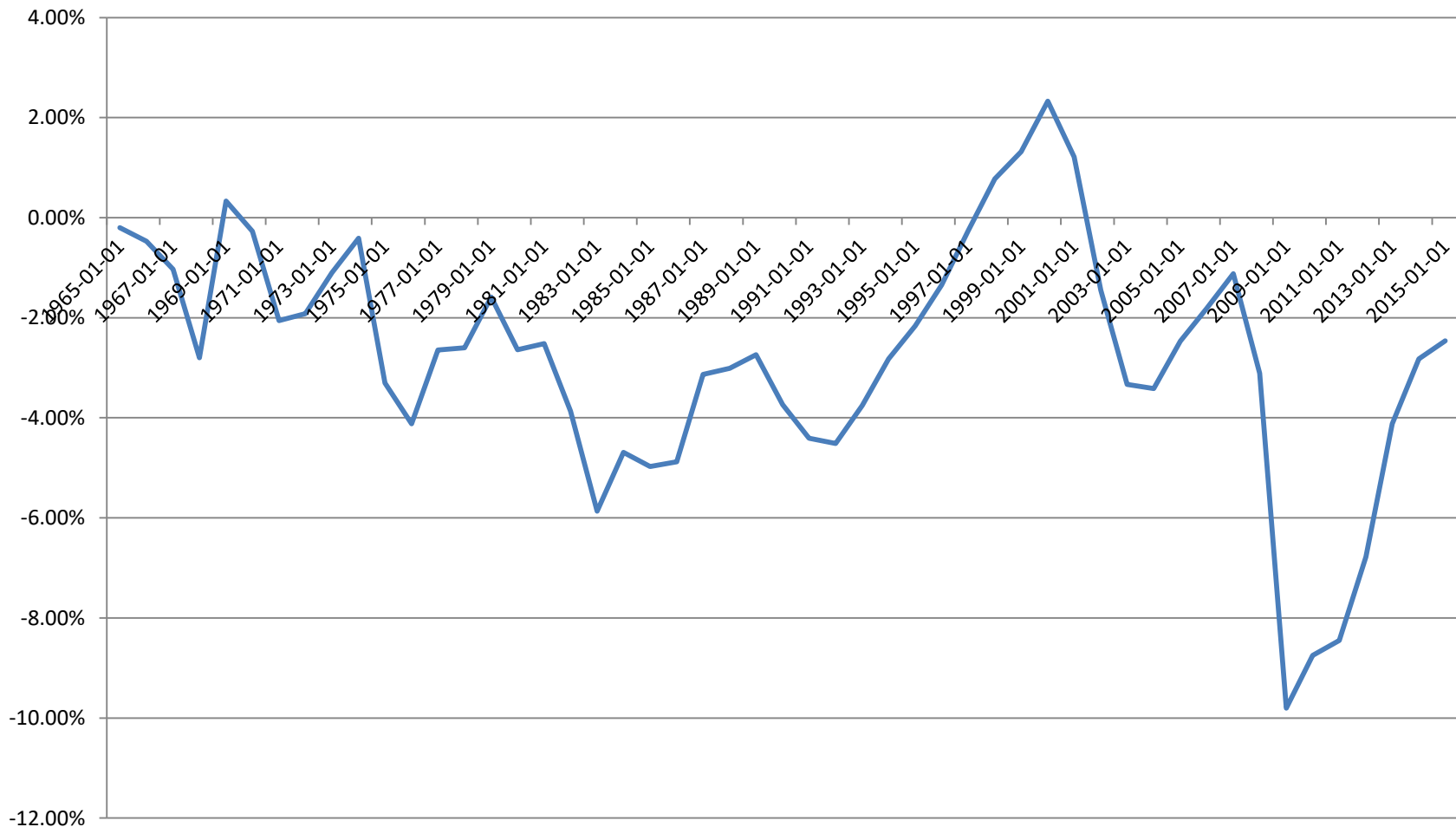
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Kontrybucja konsumpcji prywatnej oraz inwestycji do dynamiki amerykańskiego PKB



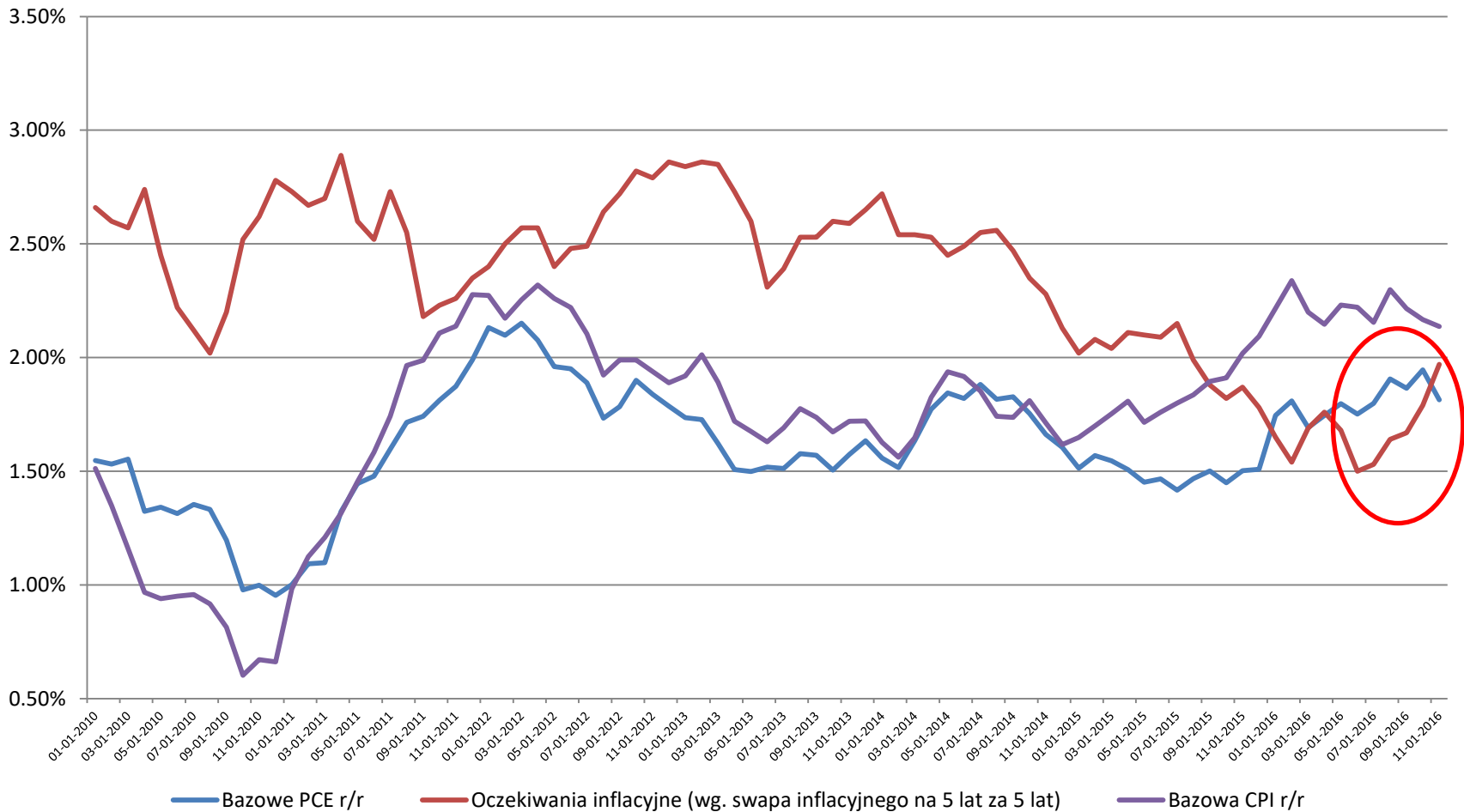
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Saldo budżetu federalnego w relacji do PKB



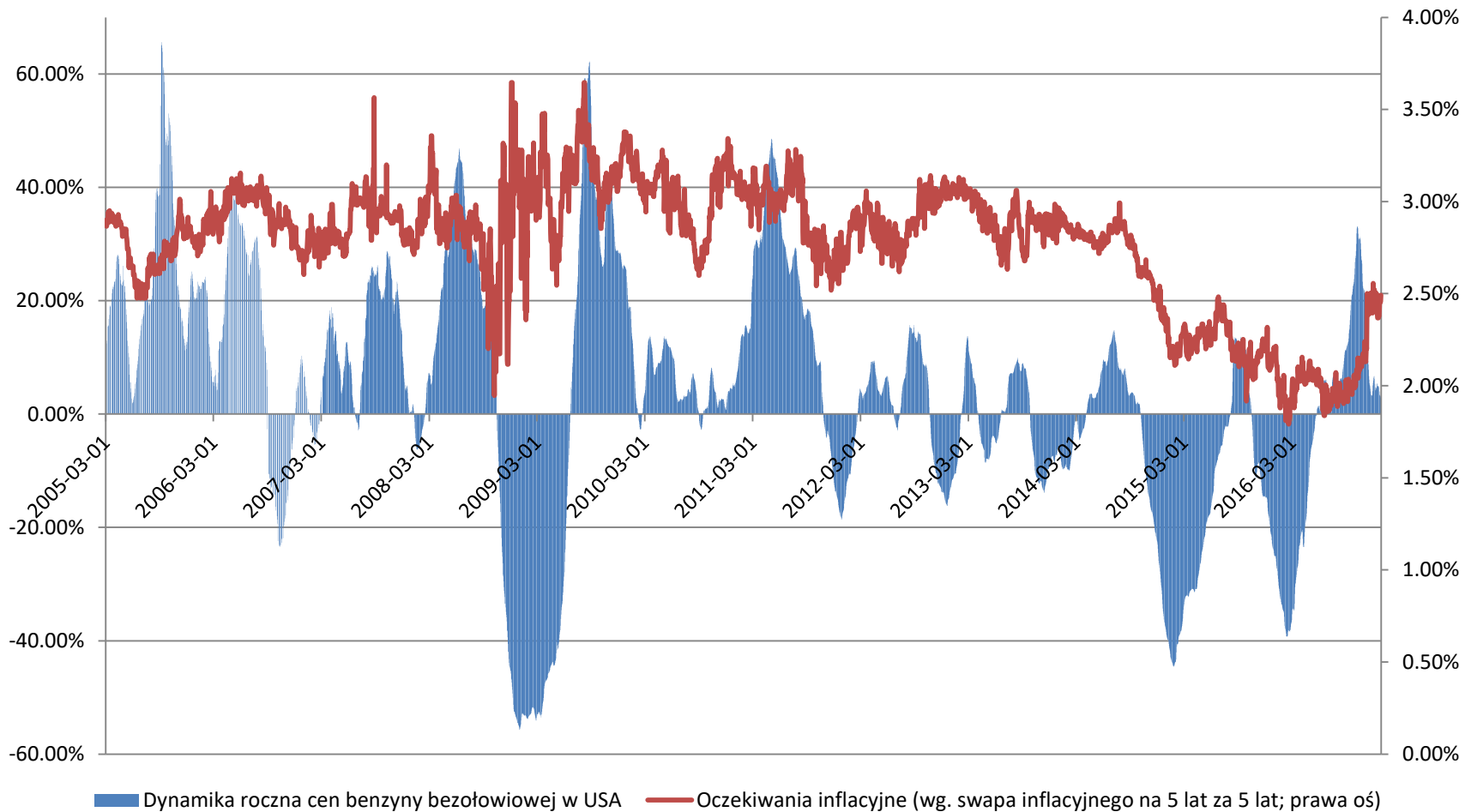
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Wskaźniki inflacji vs oczekiwania inflacyjne w USA



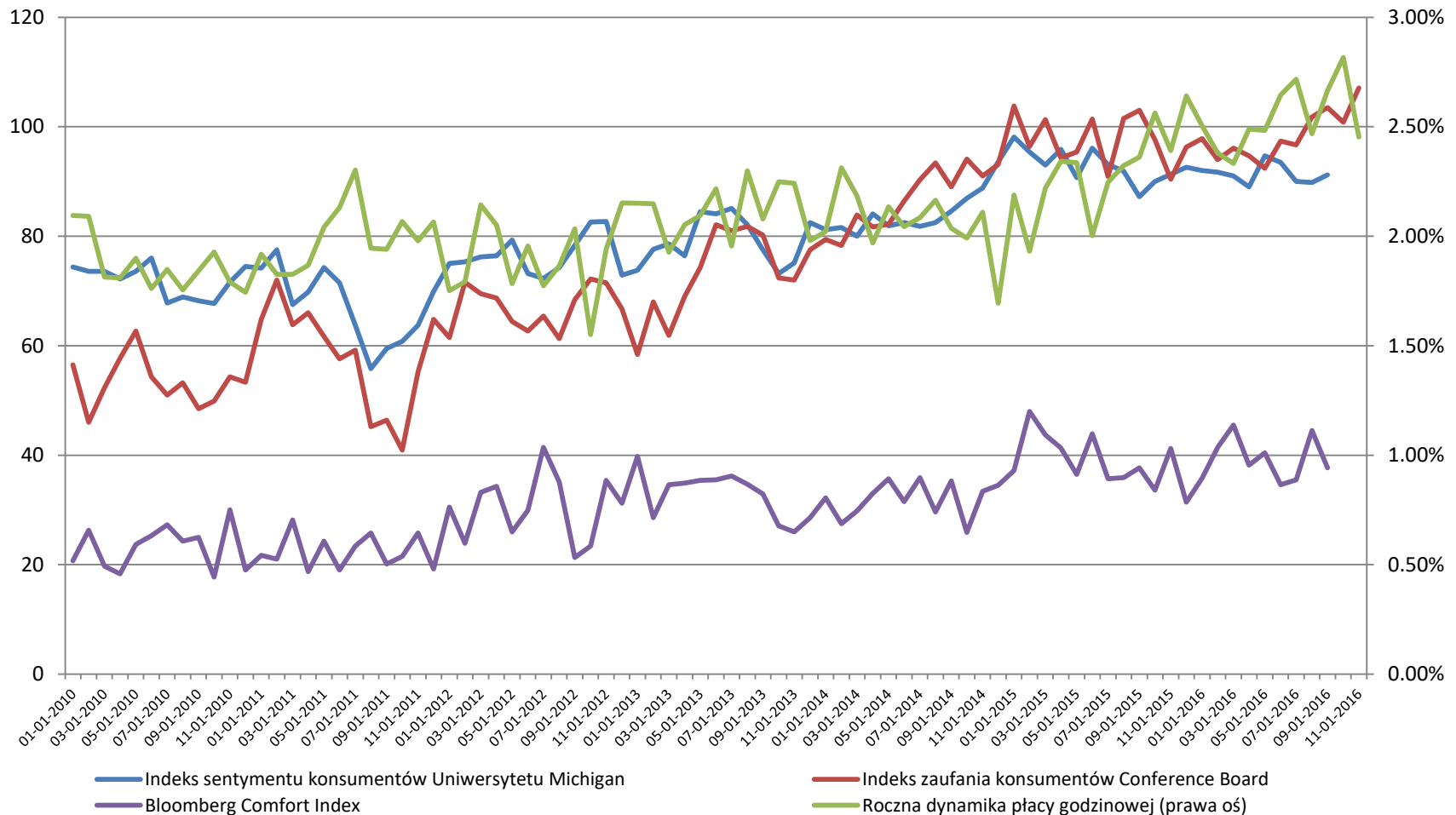
Źródło: Bloomberg.

Ceny benzyny vs oczekiwania inflacyjne w USA



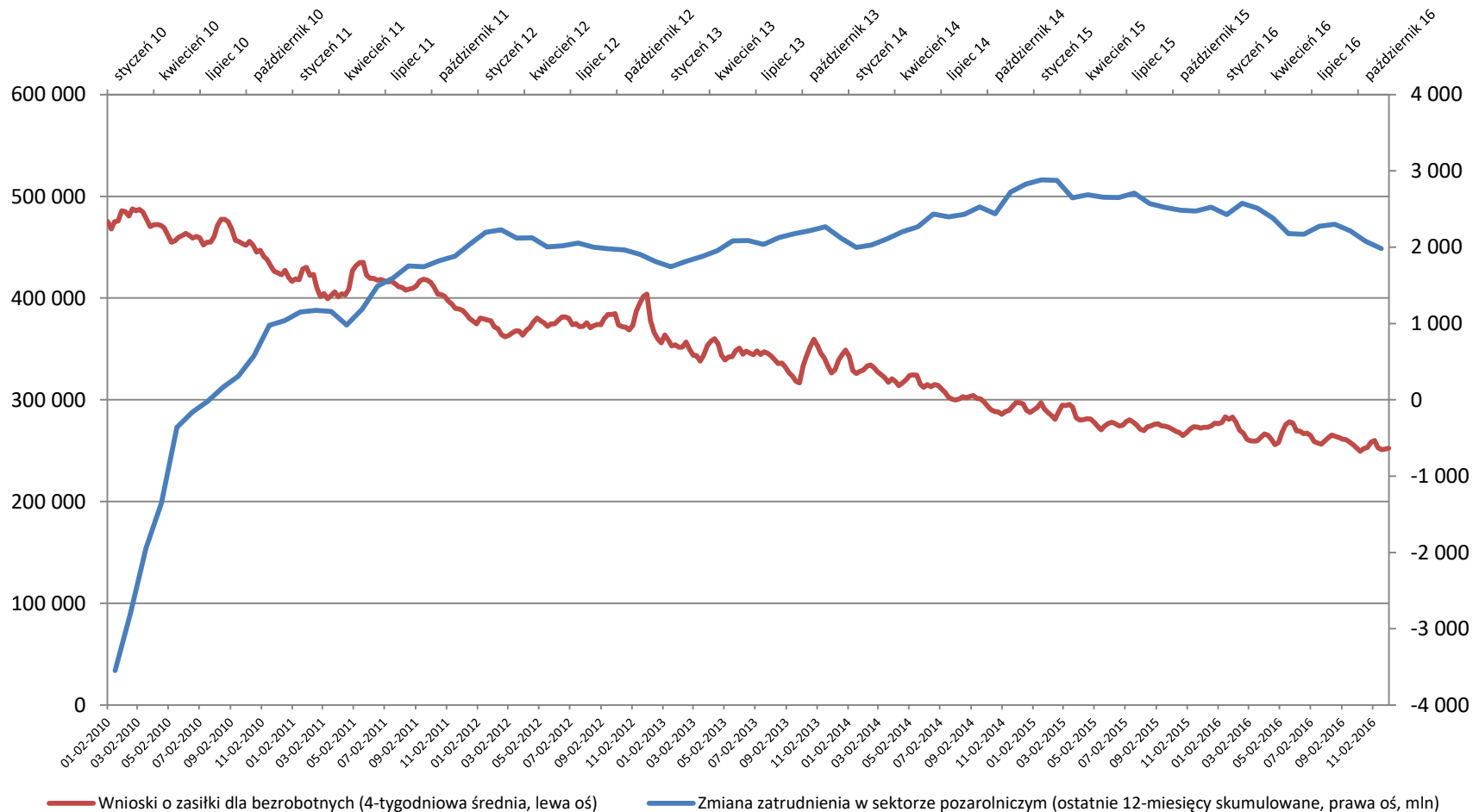
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeksy zaufania konsumentów vs dynamika płac



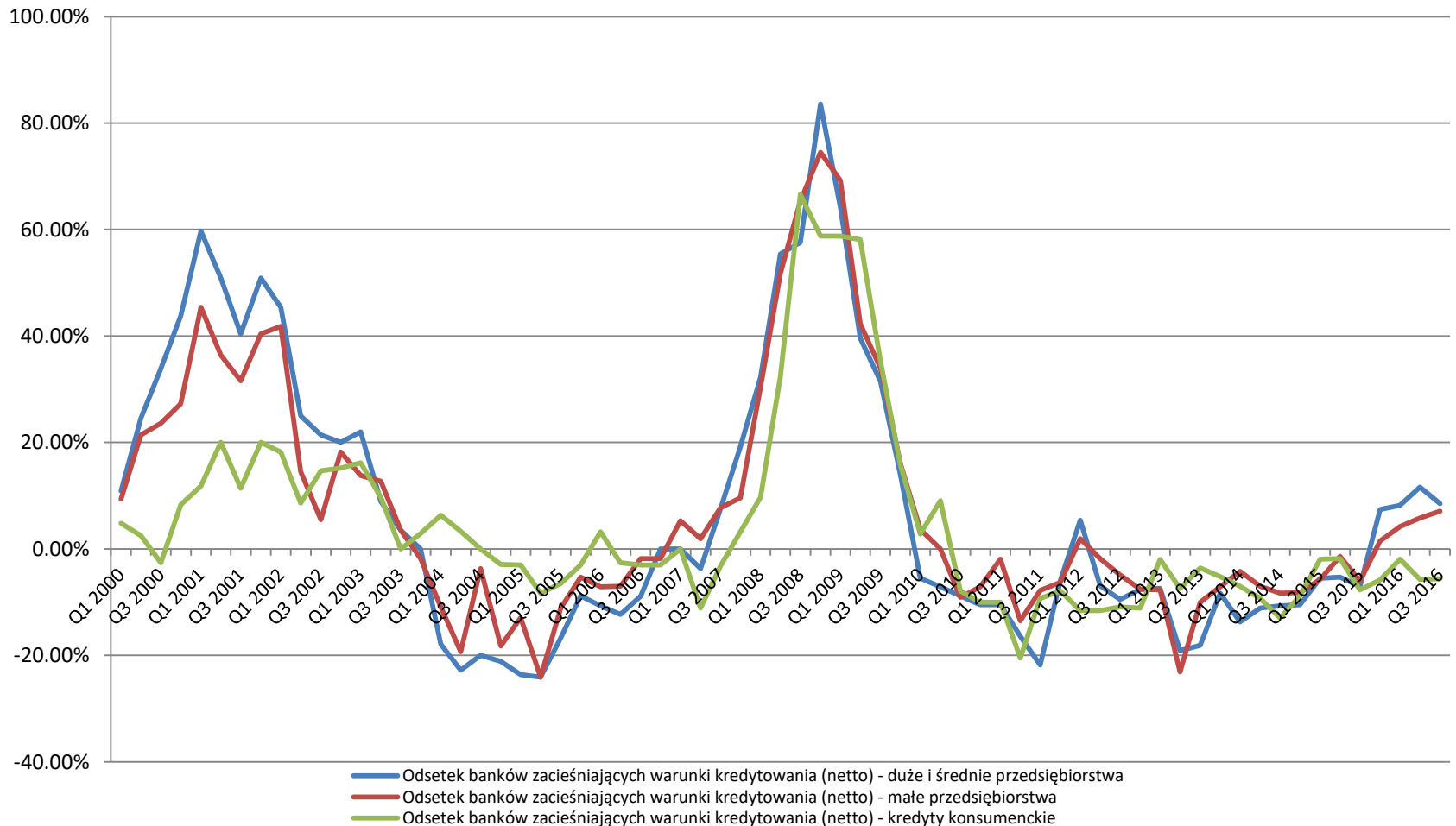
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek pracy w USA



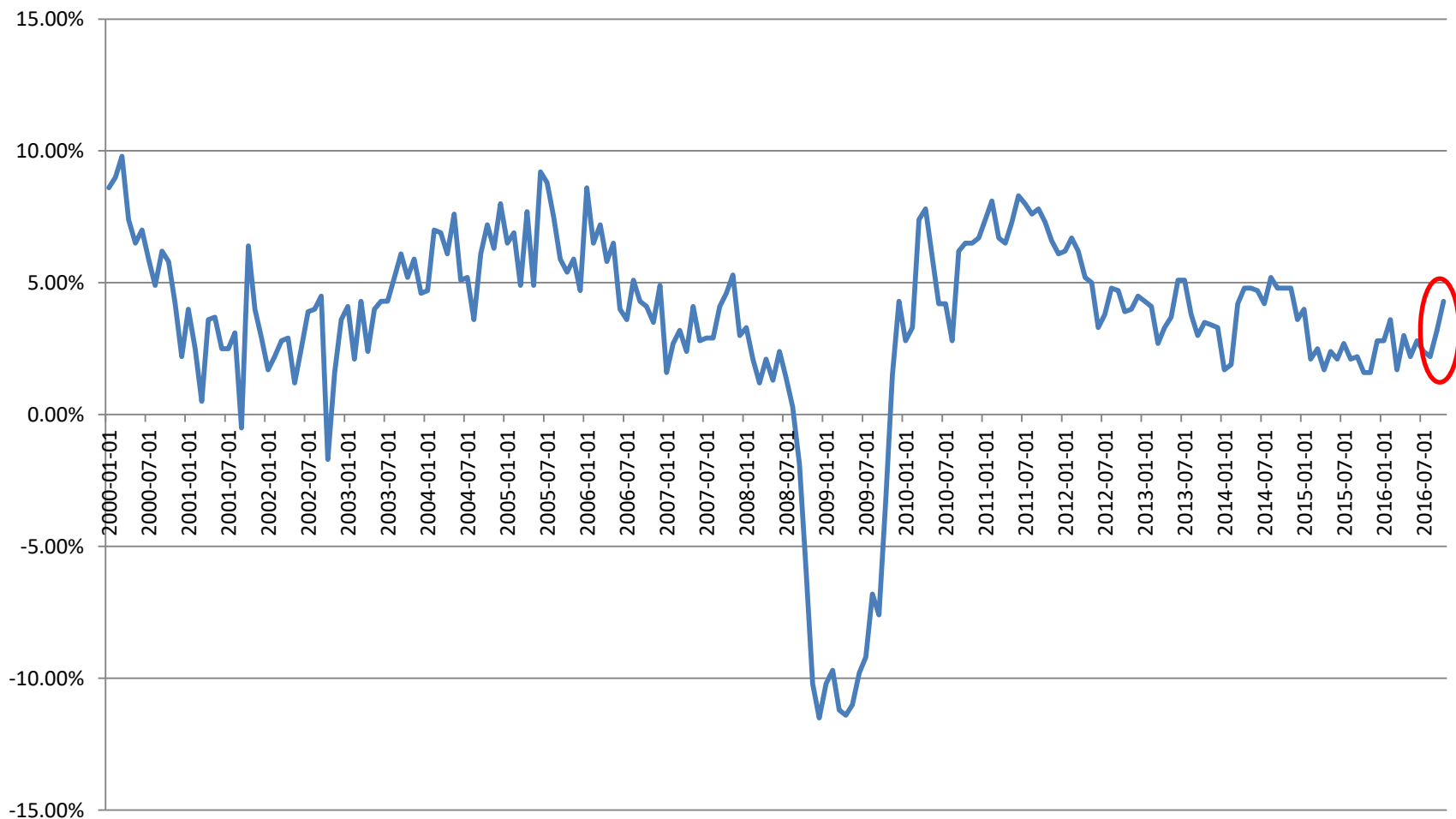
Źródło: Bloomberg.

Warunki kredytowania w USA



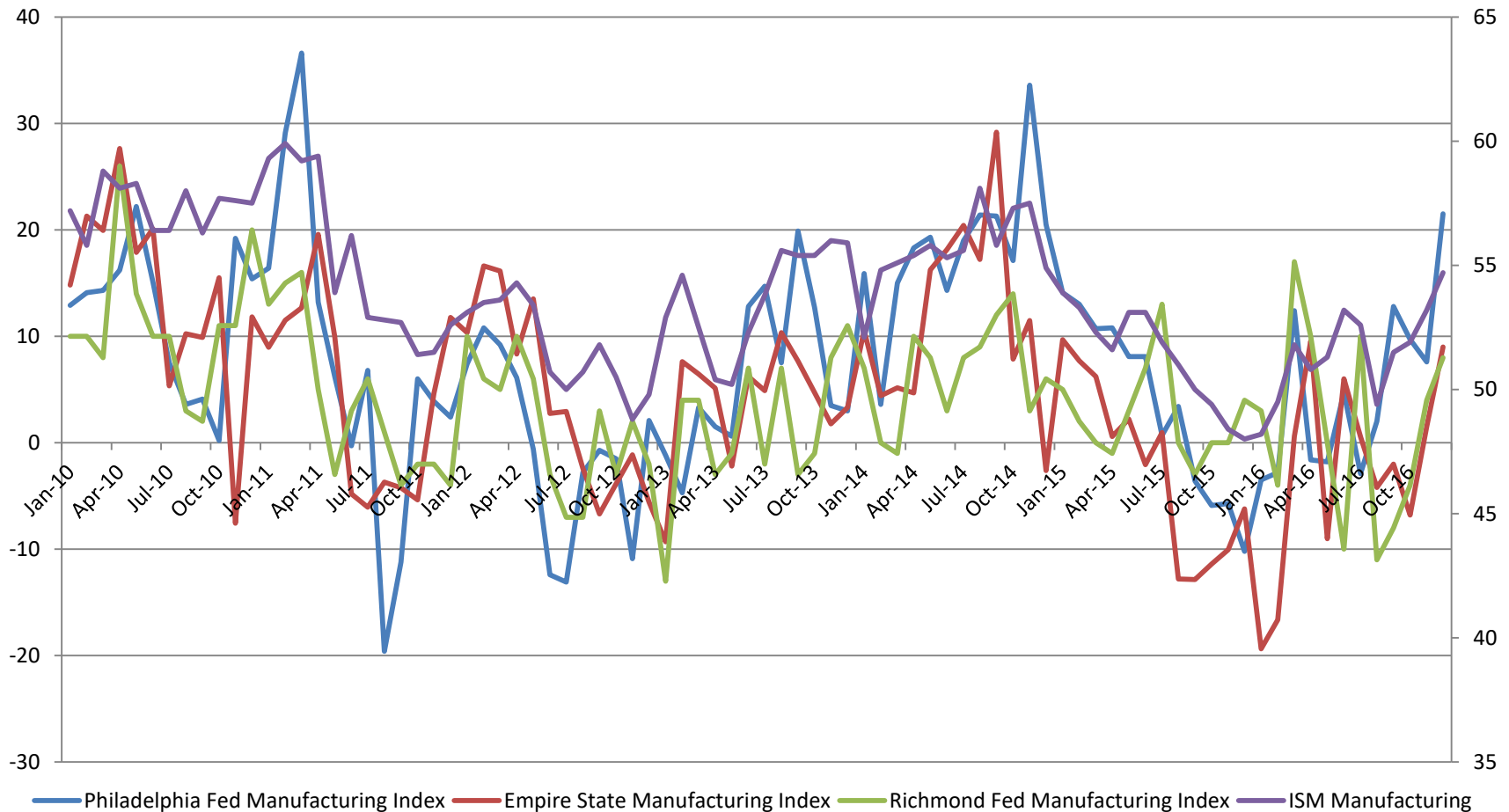
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika roczna sprzedaży detalicznej w USA



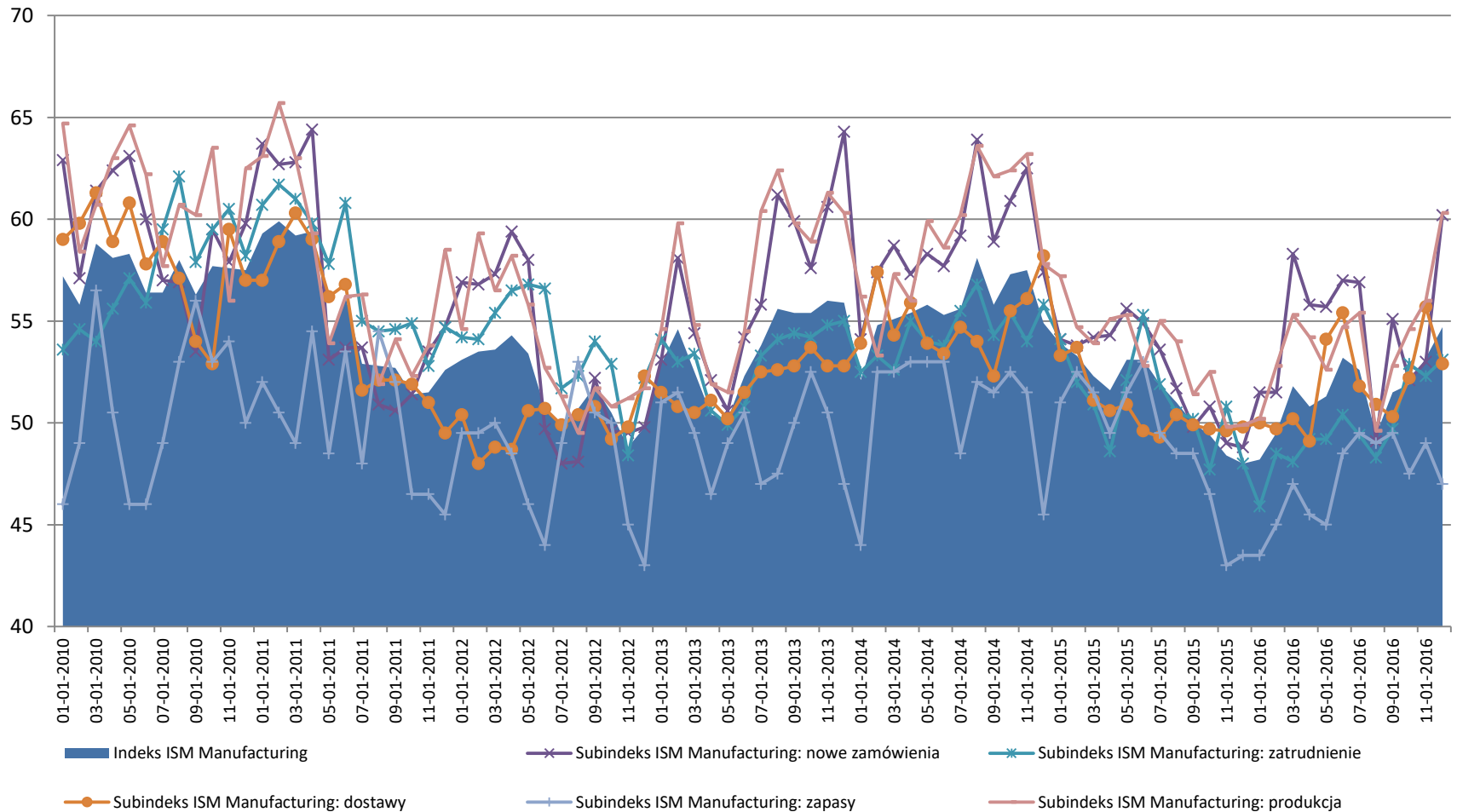
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

ISM Manufacturing i indeksy regionalne



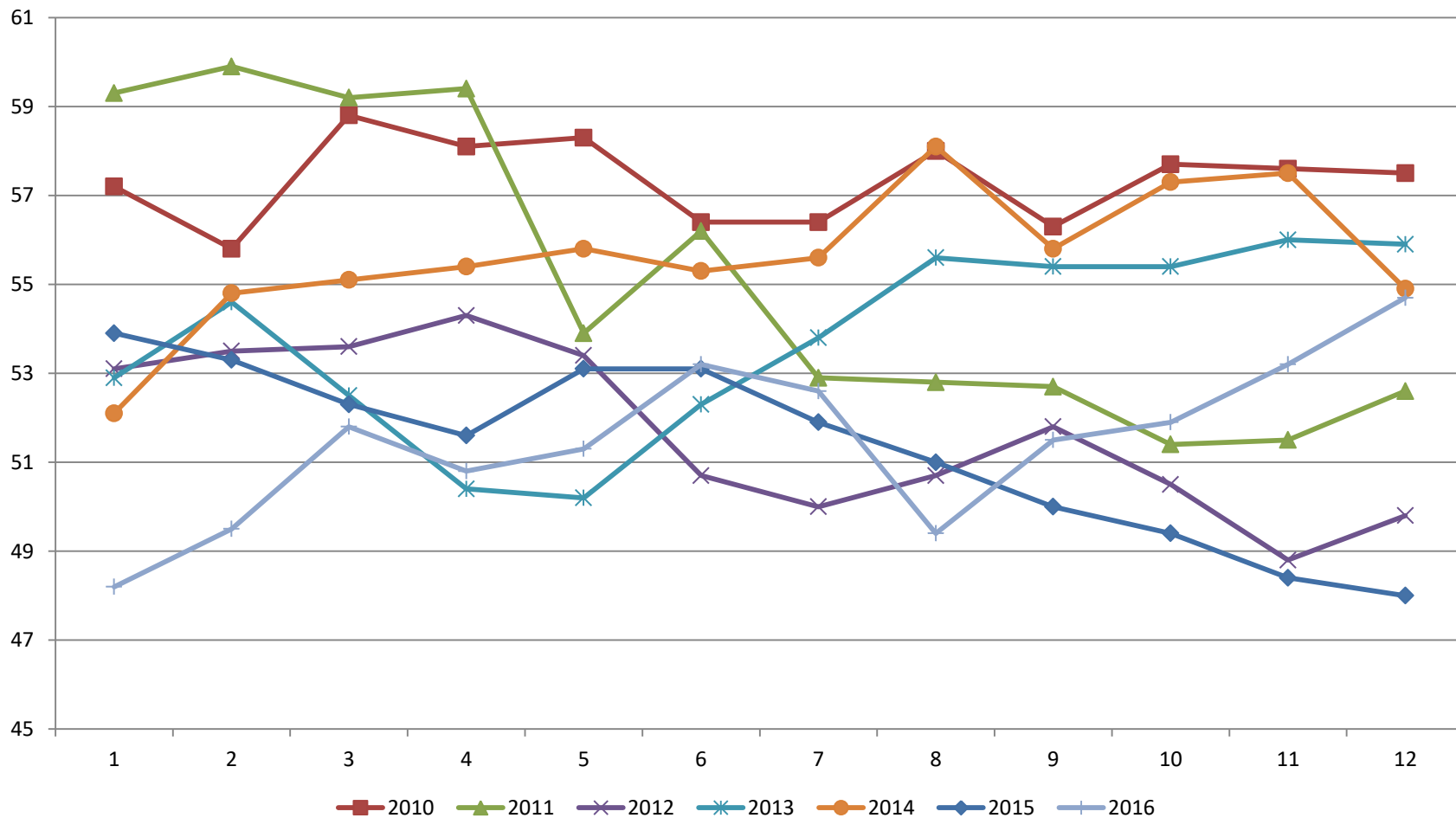
Źródło: Bloomberg.

Indeks ISM Manufacturing i jego dekompozycja



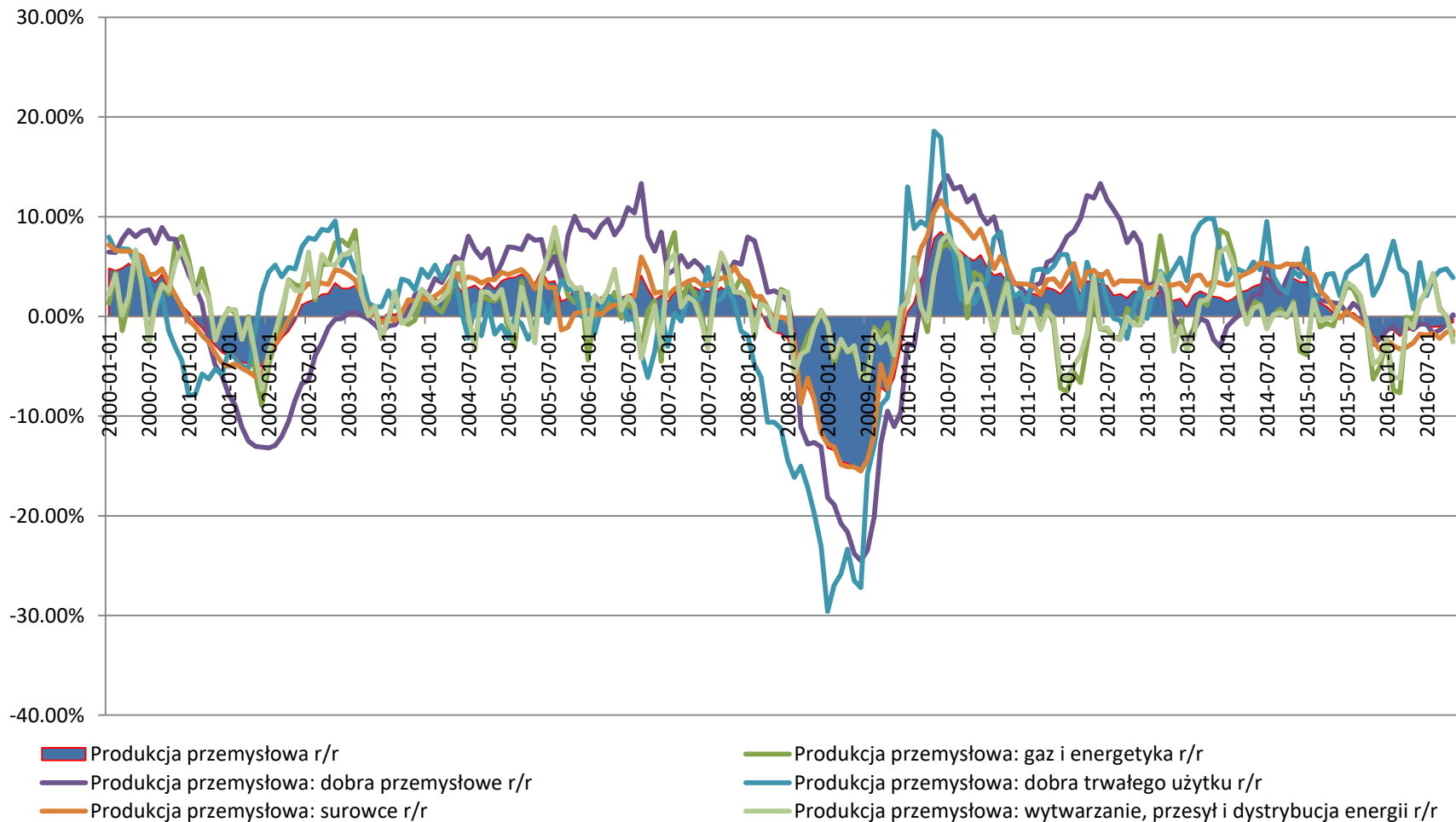
Źródło: Bloomberg.

Indeks ISM Manufacturing w latach 2010-2016



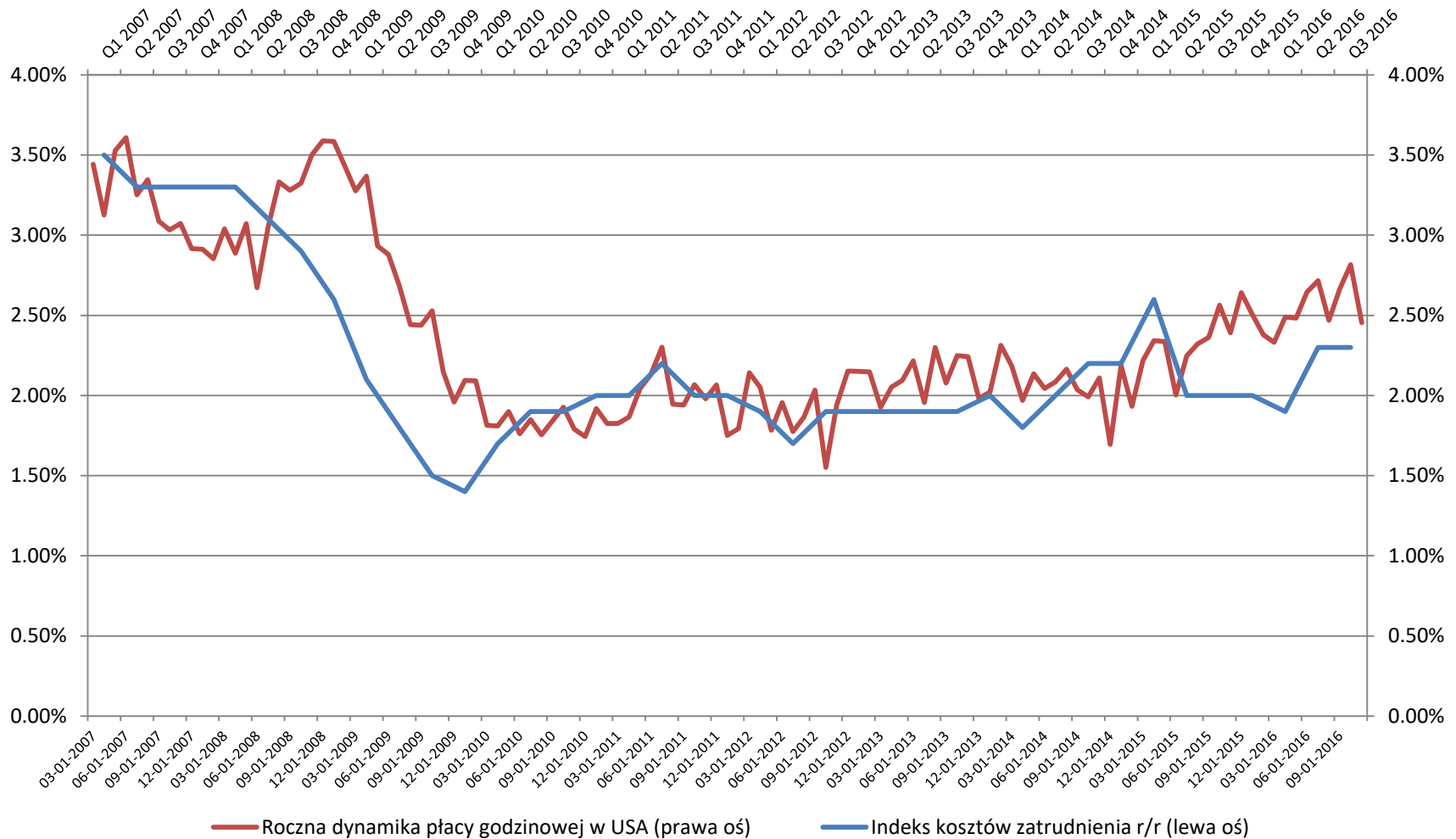
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Produkcja przemysłowa oraz wybrane subindeksy sektorowe



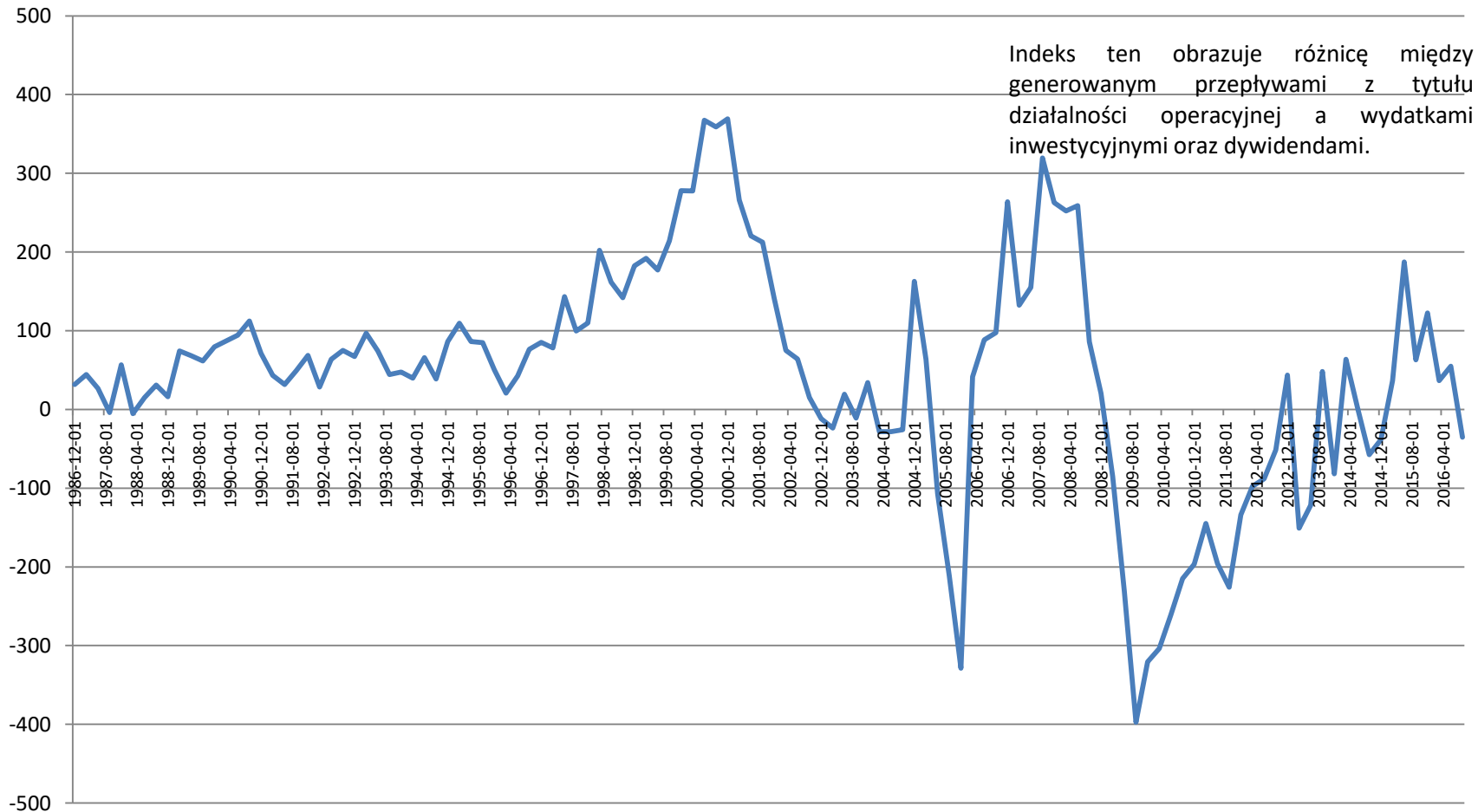
Źródło: Bloomberg.

Koszty pracy w USA



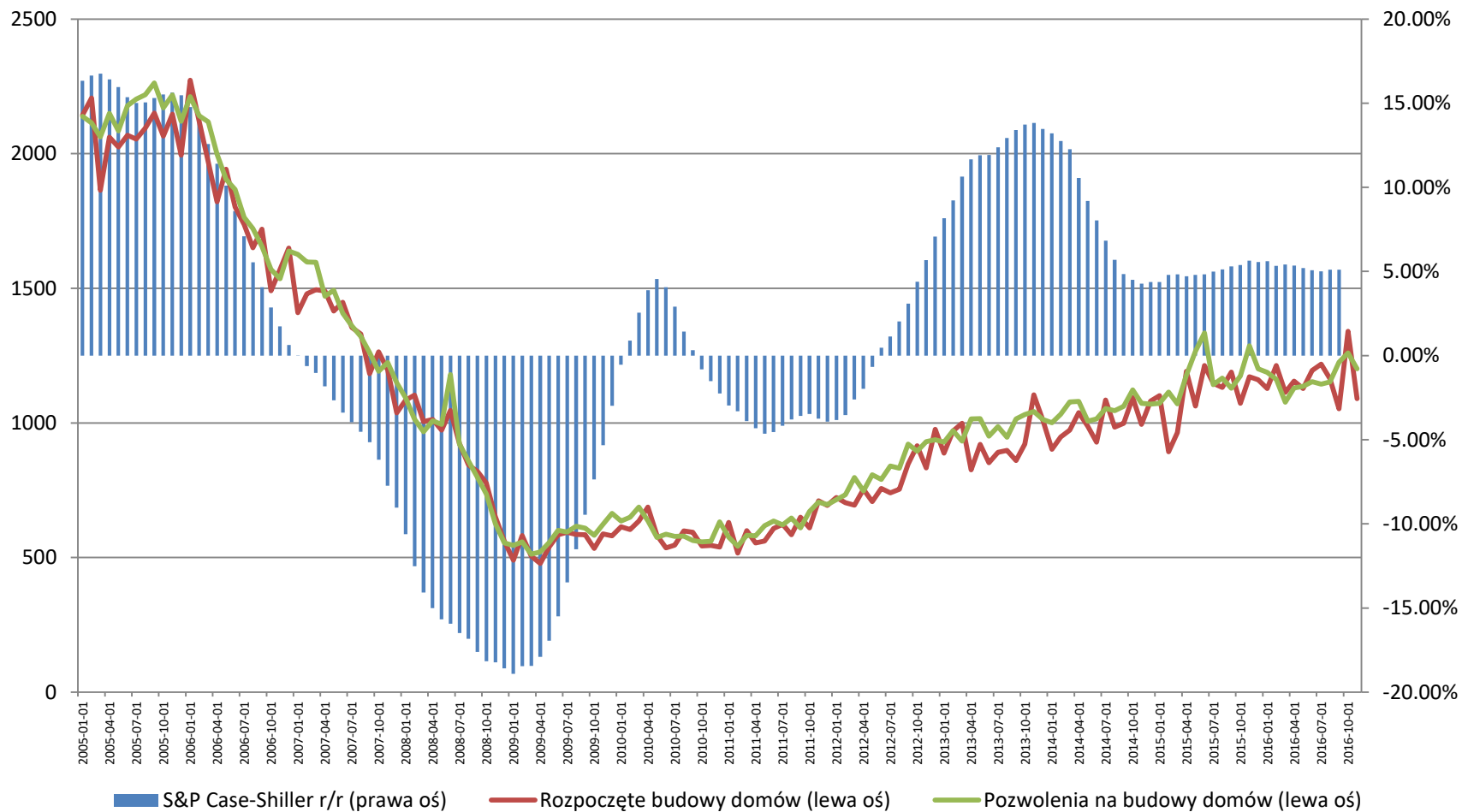
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Luka finansowania w amerykańskich przedsiębiorstwach



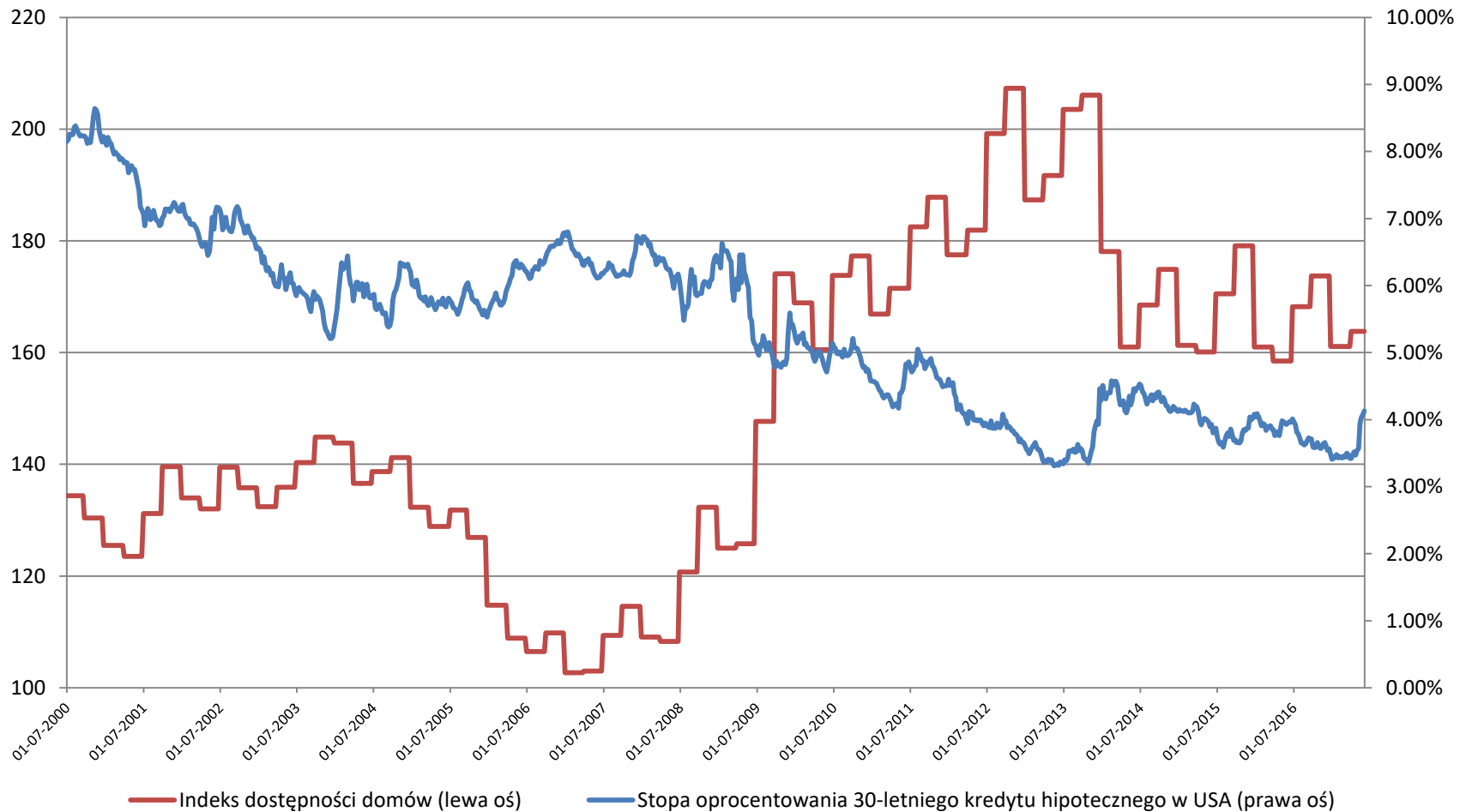
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek nieruchomości w USA



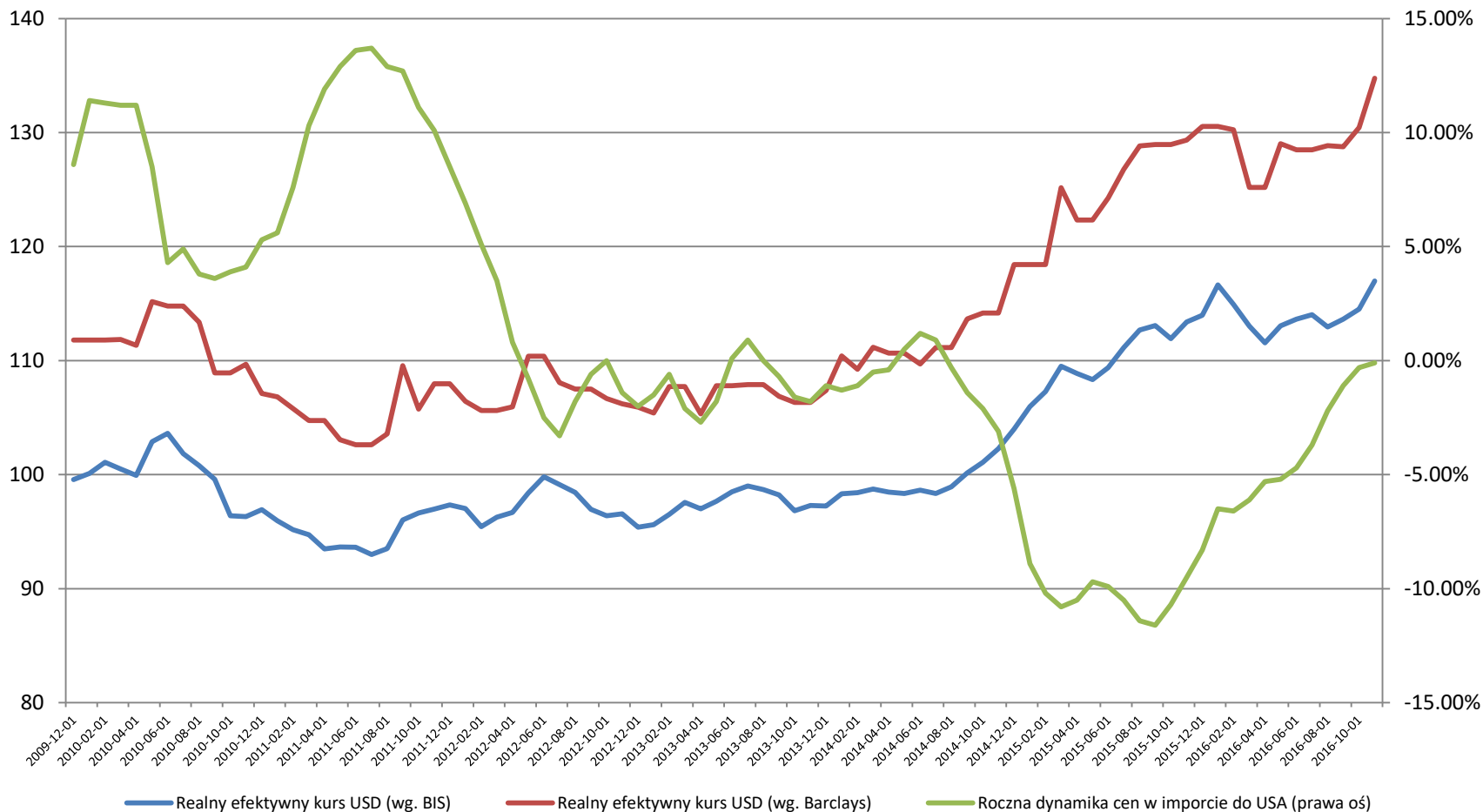
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek nieruchomości w USA



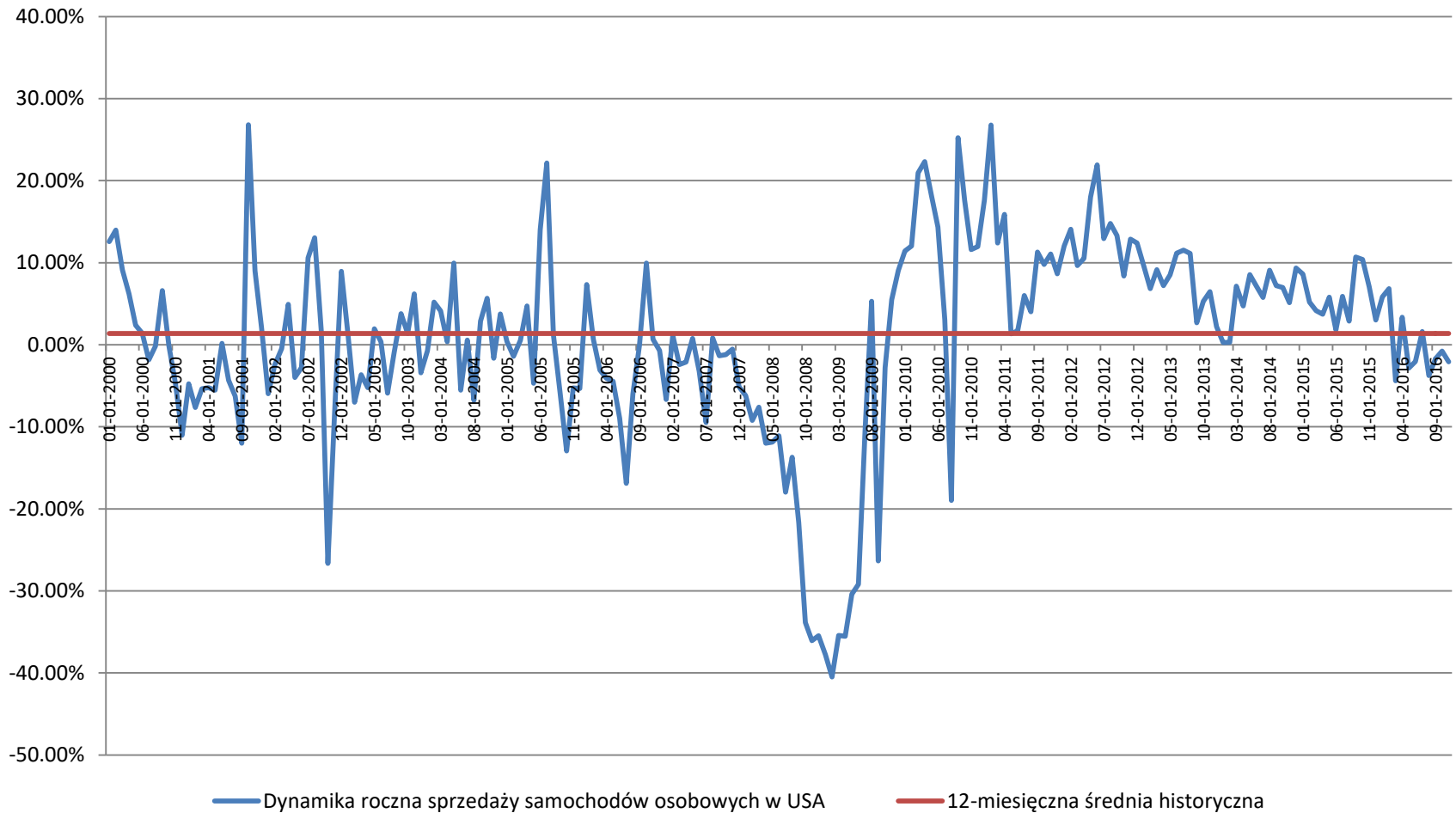
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Siła dolara amerykańskiego vs ceny w imporcie



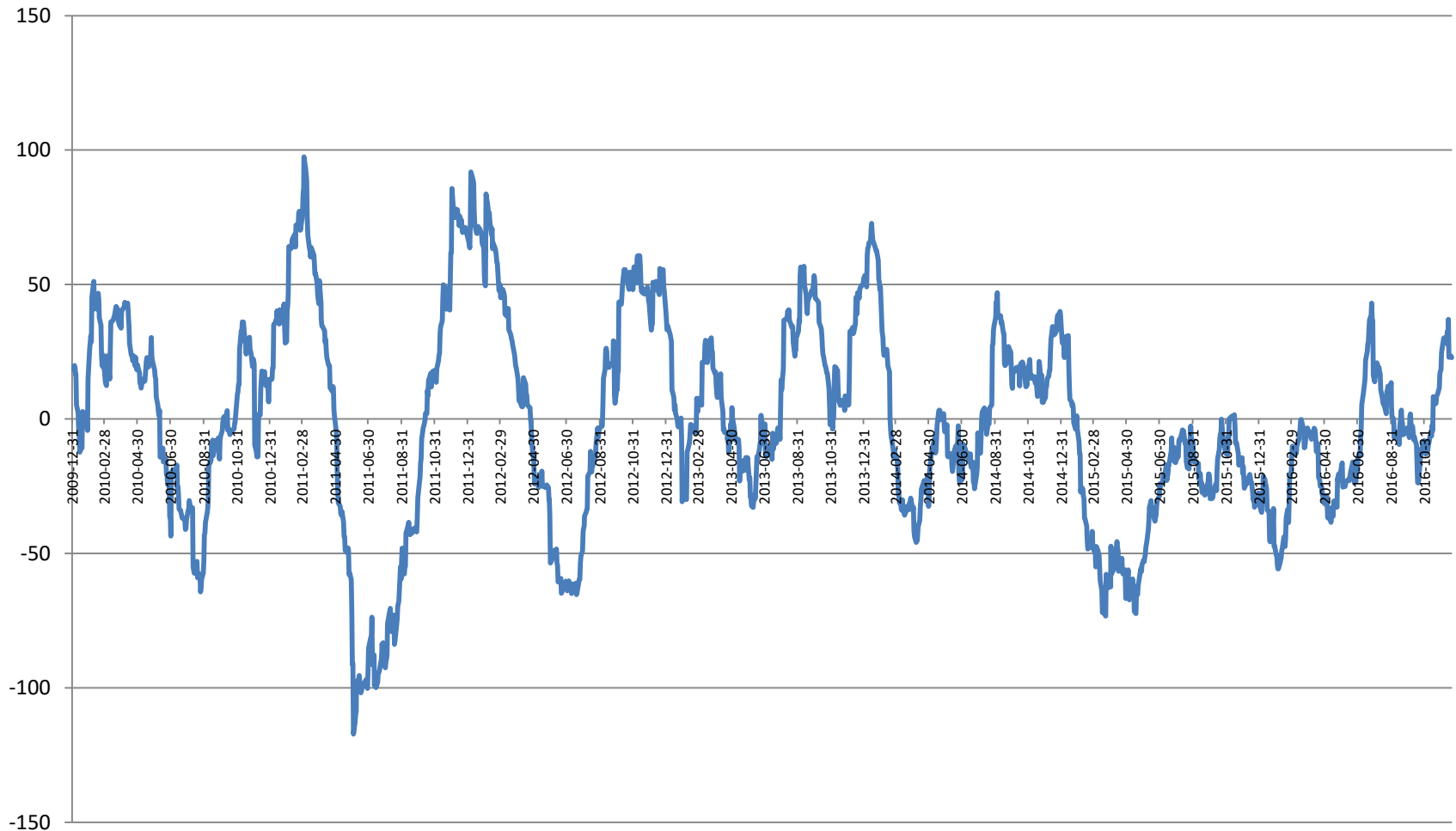
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Sprzedaż samochodów osobowych w USA



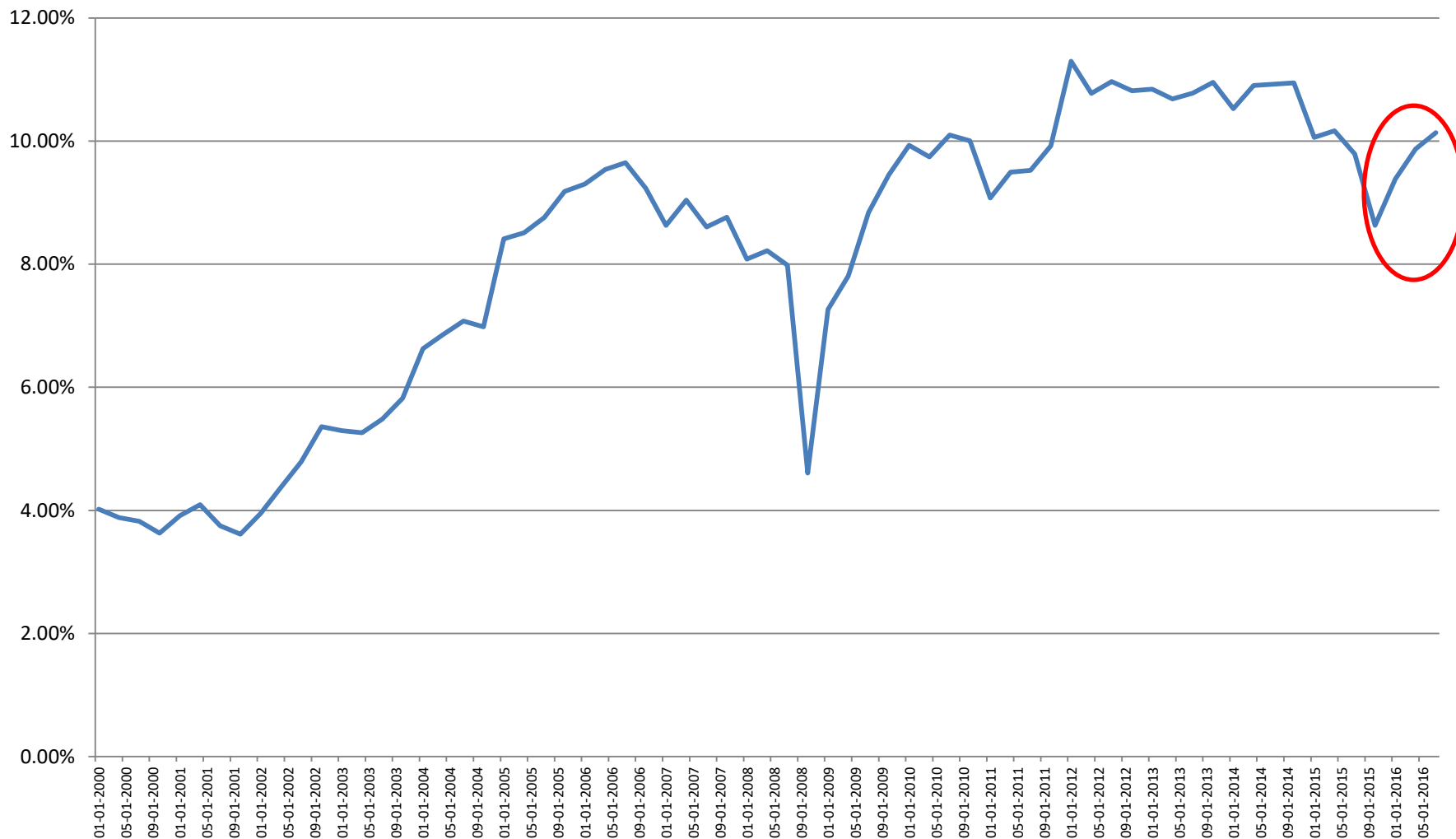
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla USA



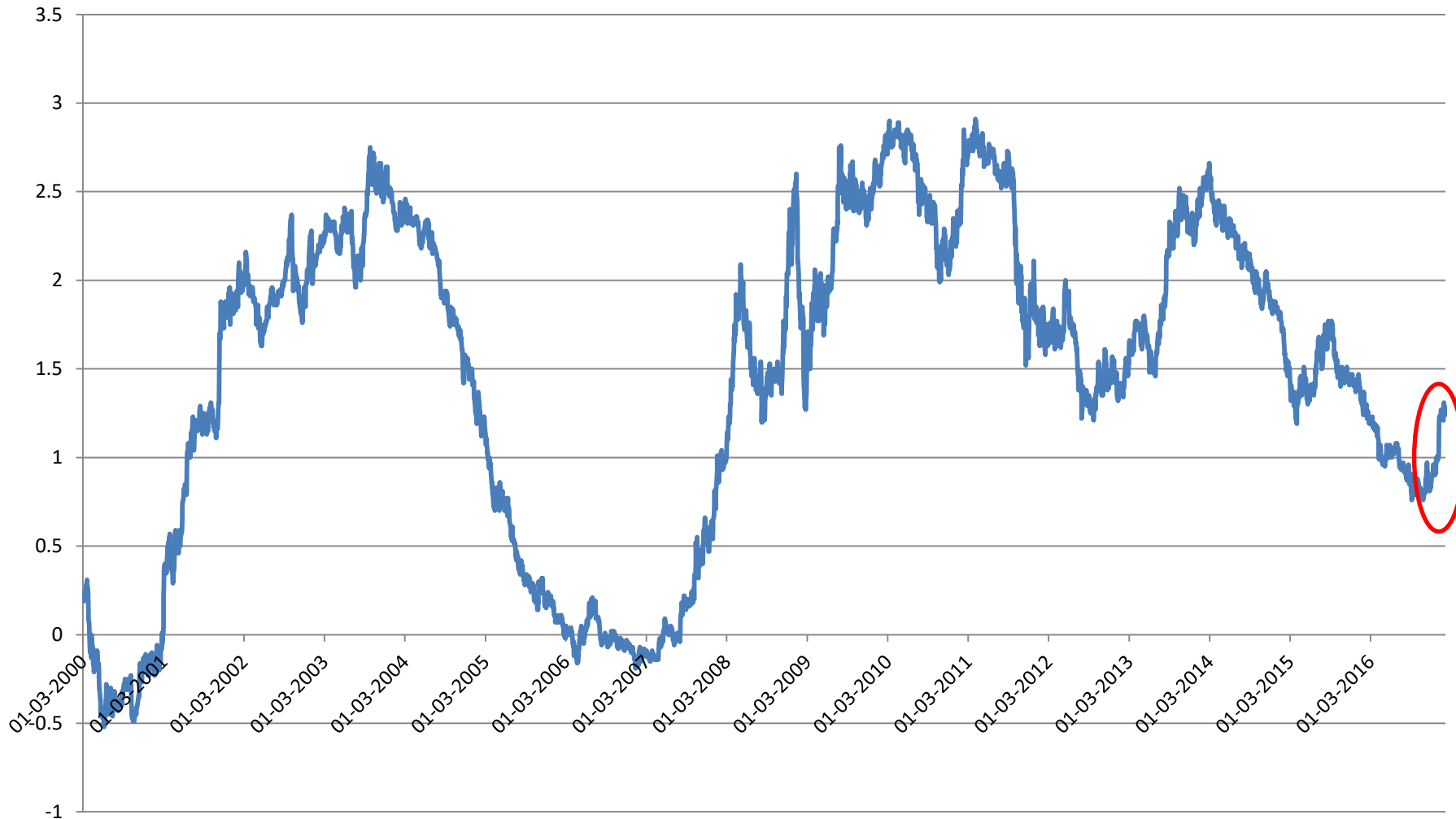
Źródło: Bloomberg

Zyski netto amerykańskich przedsiębiorstw vs PKB



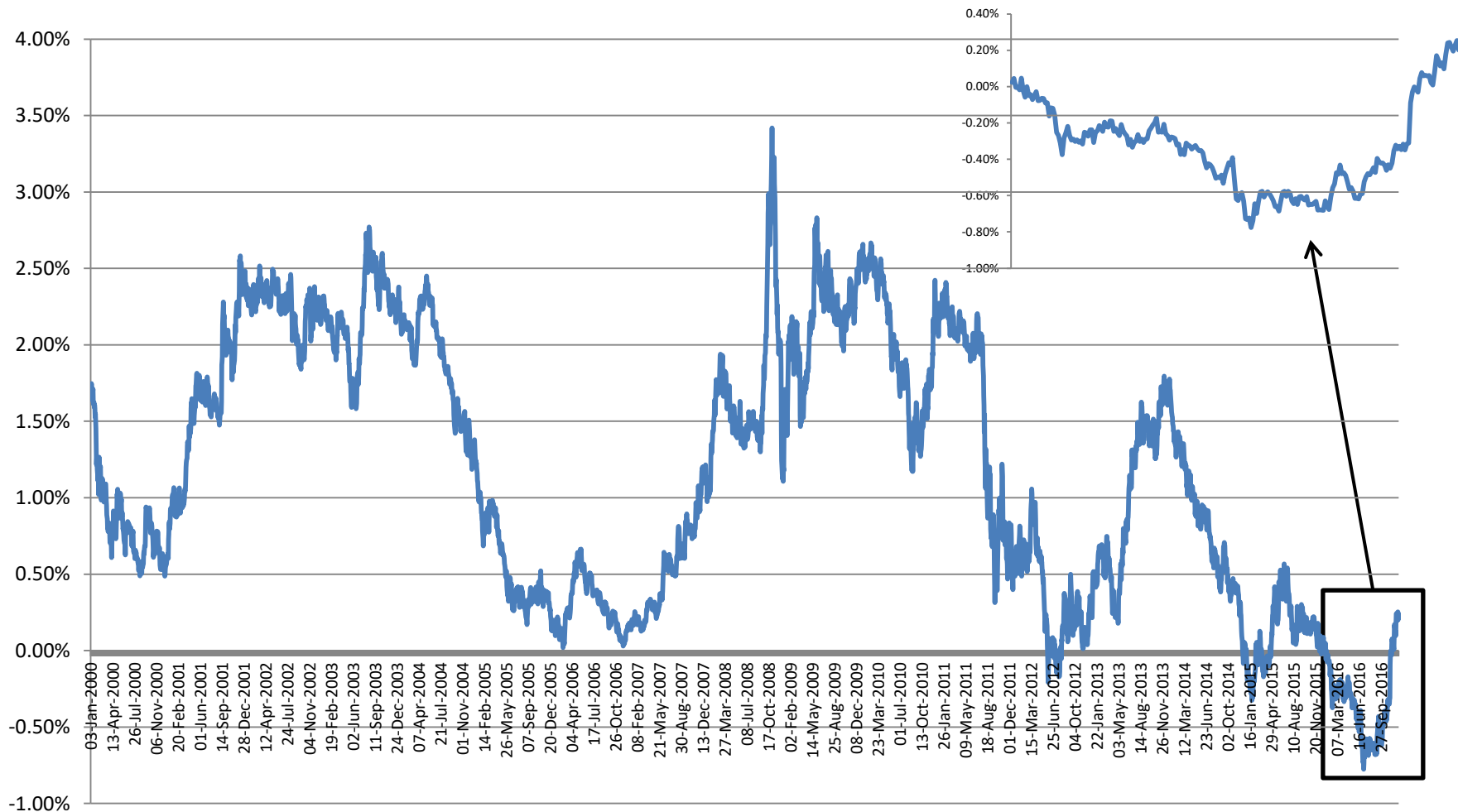
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Spread rentowności 10-latek do obligacji 2-letnich



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

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



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

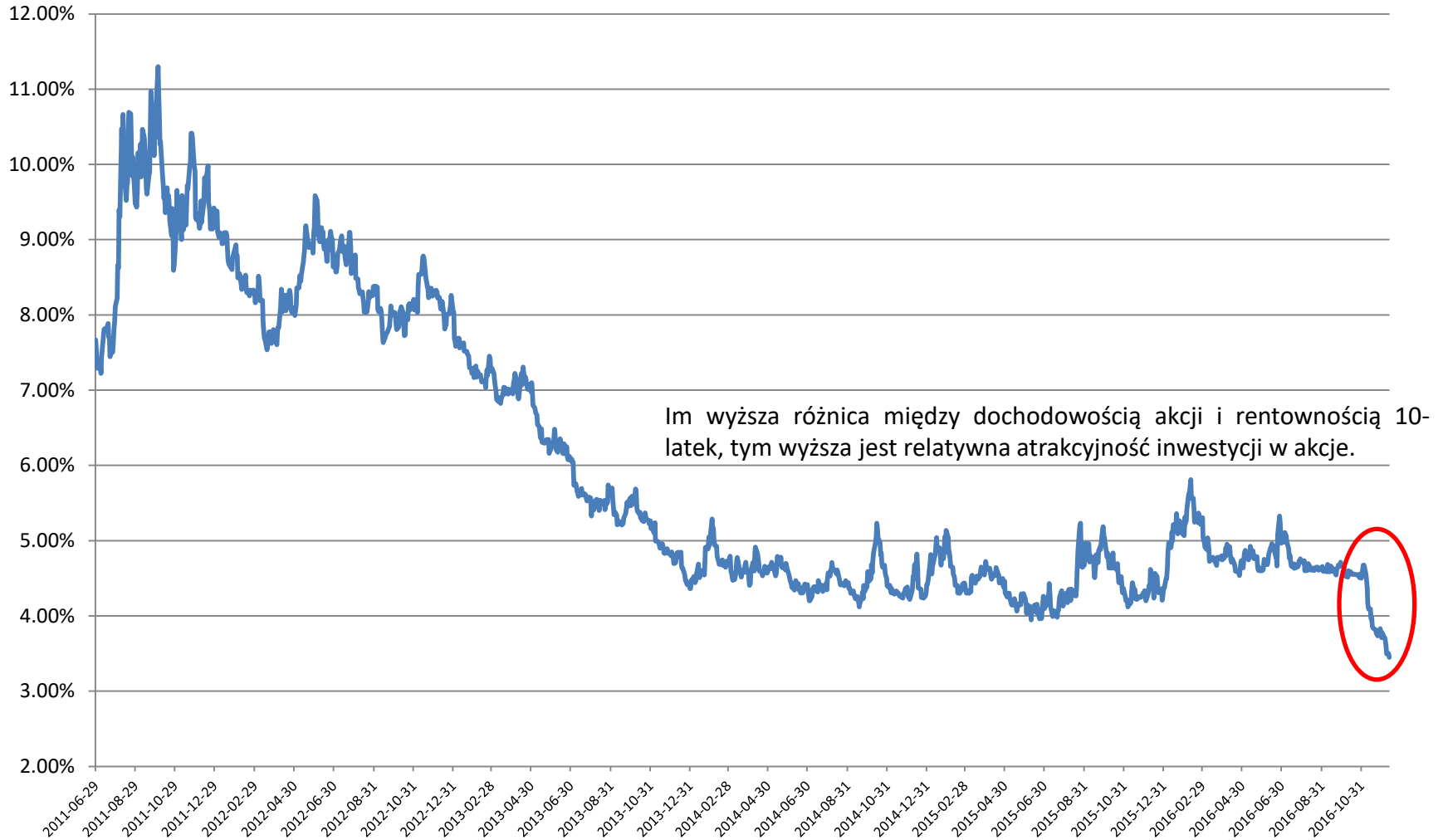
*Model Adriana, Crumpa i Moencha.

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:

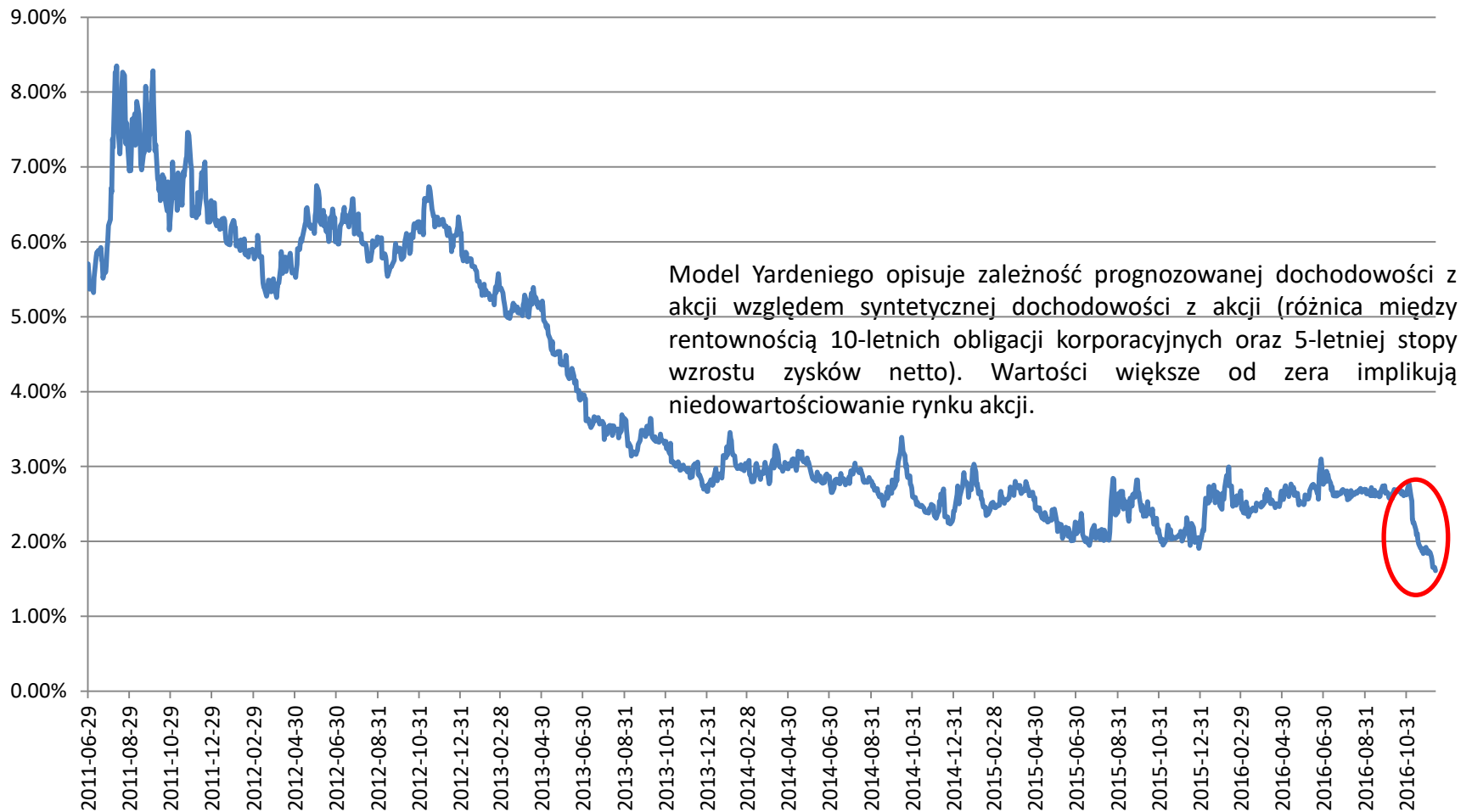
1. Reinwestowanie przez Fed kuponów od utrzymywanych obligacji.
2. Perspektywa wzrostu rentowności w USA i dywergencja polityk monetarnych z ECB i BoJ zwiększa napływy z zagranicy na rynek obligacji.
3. Częste w ostatnich kwartałach szoki na rynku akcji systematycznie „wypychają” część inwestorów na 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.

Model Fed



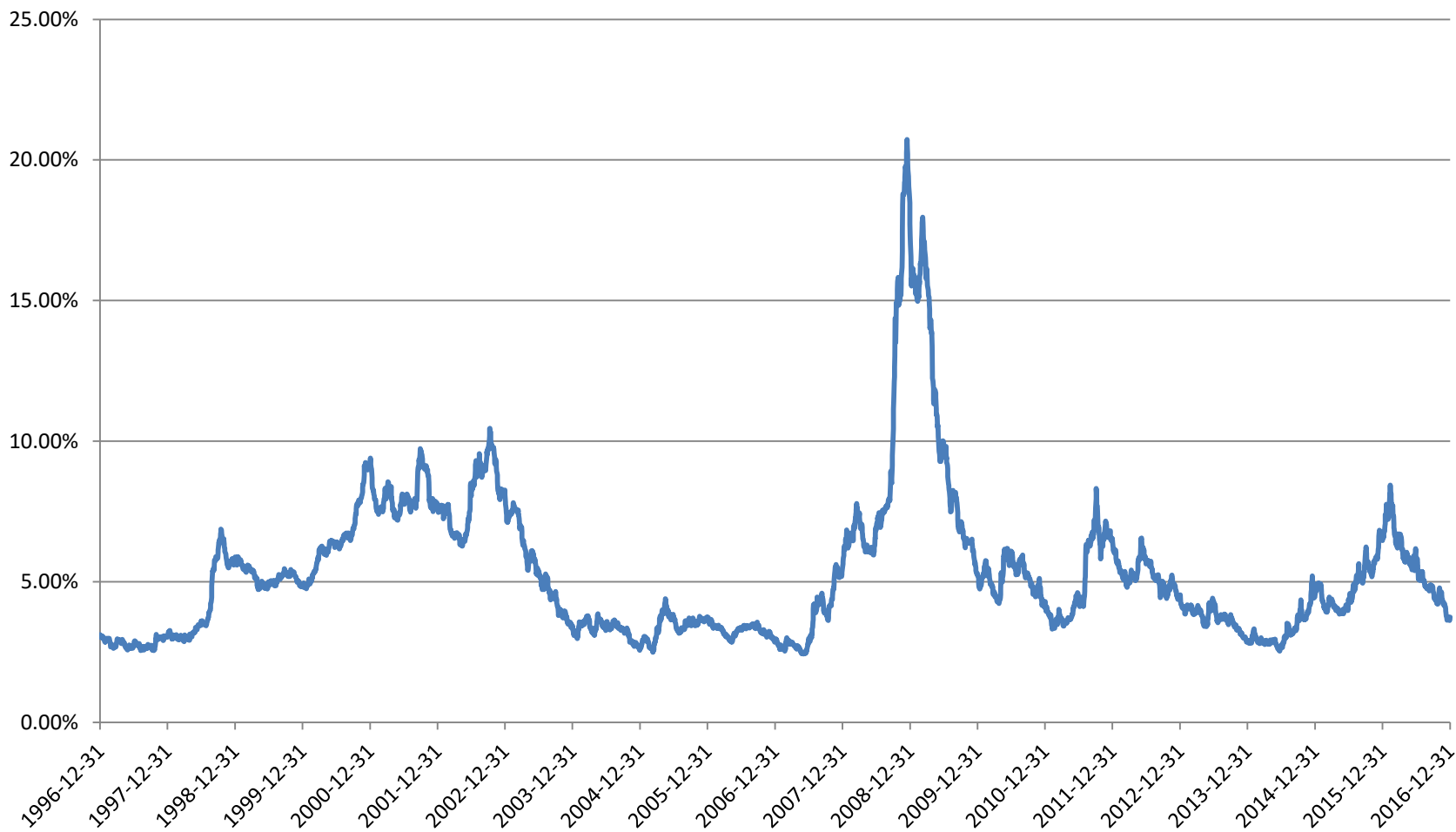
Źródło: Bloomberg, dane dla S&P 500, obliczenia własne.

Model Yardeniego



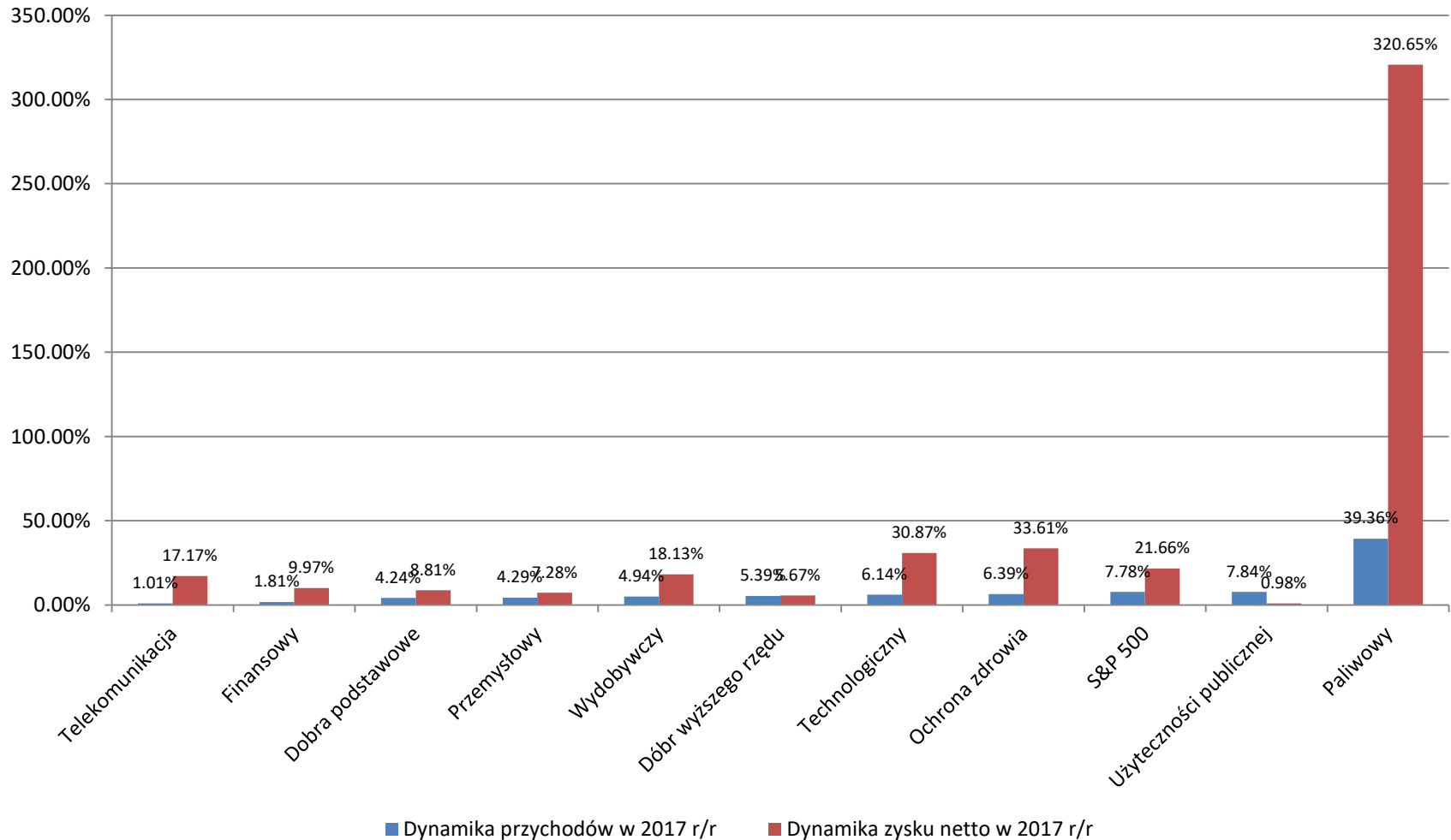
Źródło: Bloomberg, dane dla S&P 500 oraz BofA Merrill Lynch US Corporate 7-10 Year Effective Yield, obliczenia własne.

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



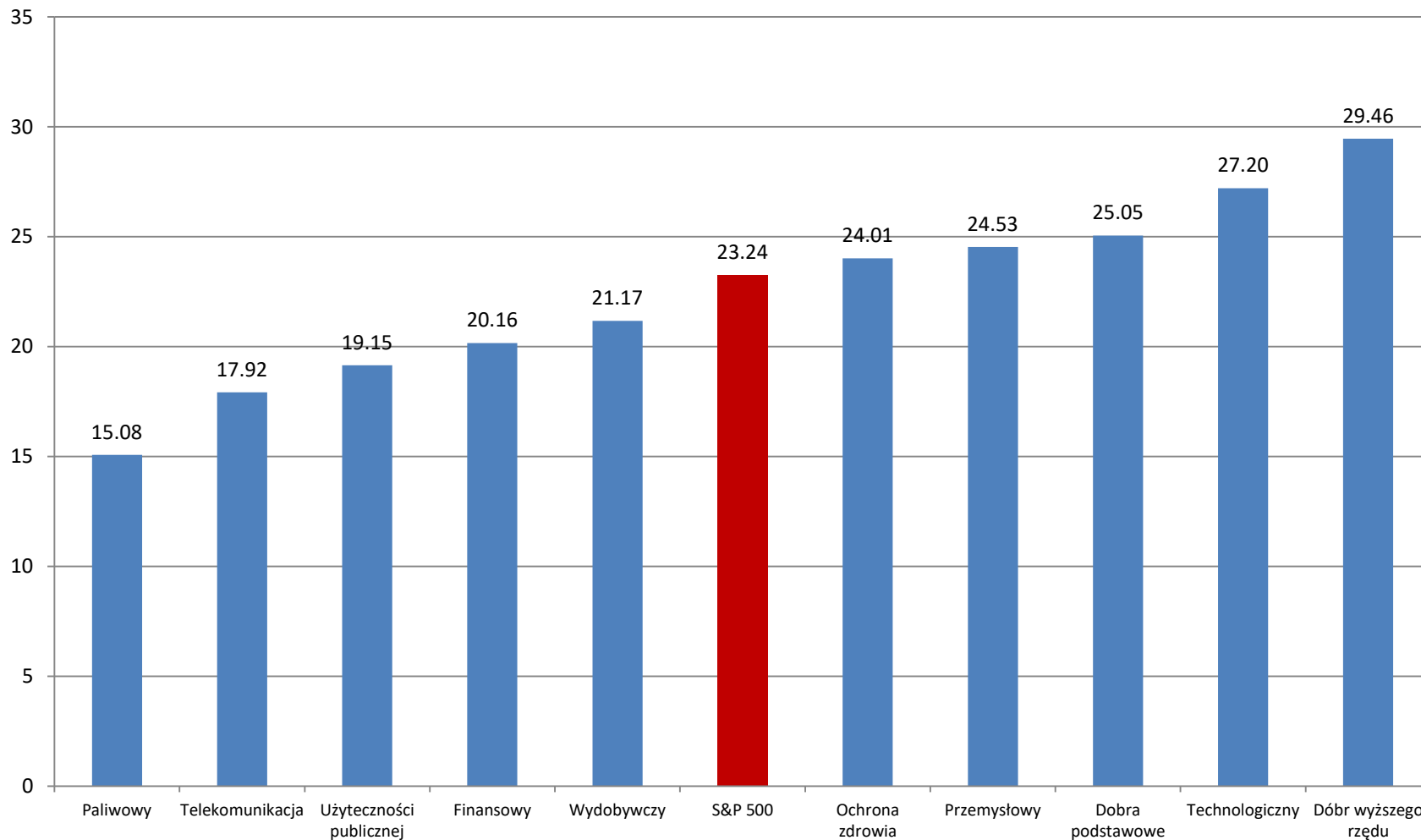
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

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



Źródło: Bloomberg.

Cyklicznie zmodyfikowany wskaźnik C/Z* dla indeksu S&P 500 i sektorów GICS

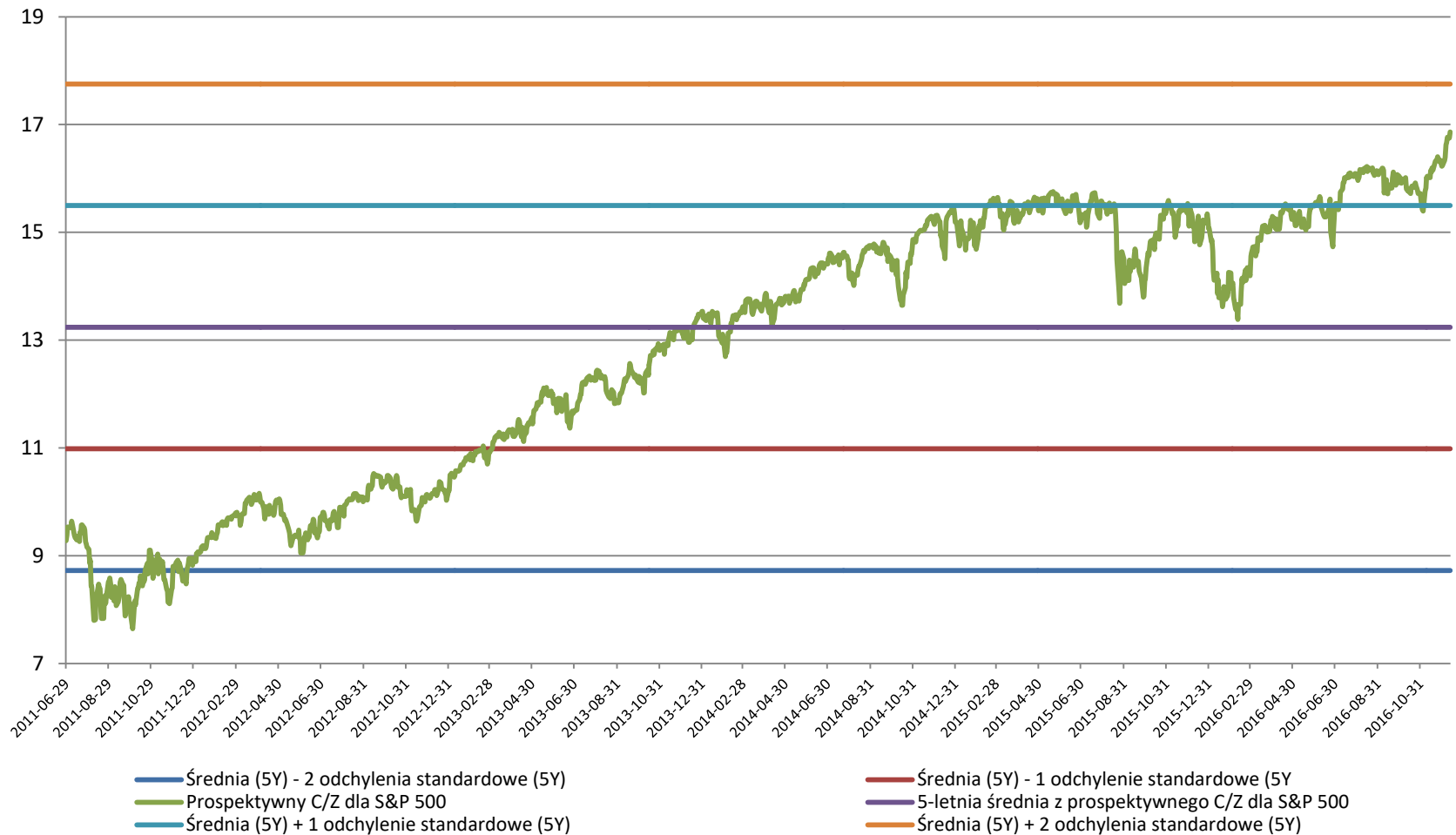


Źródło: Bloomberg.

* Oparty o średnie zyski na akcję za ostatnie 10 lat.

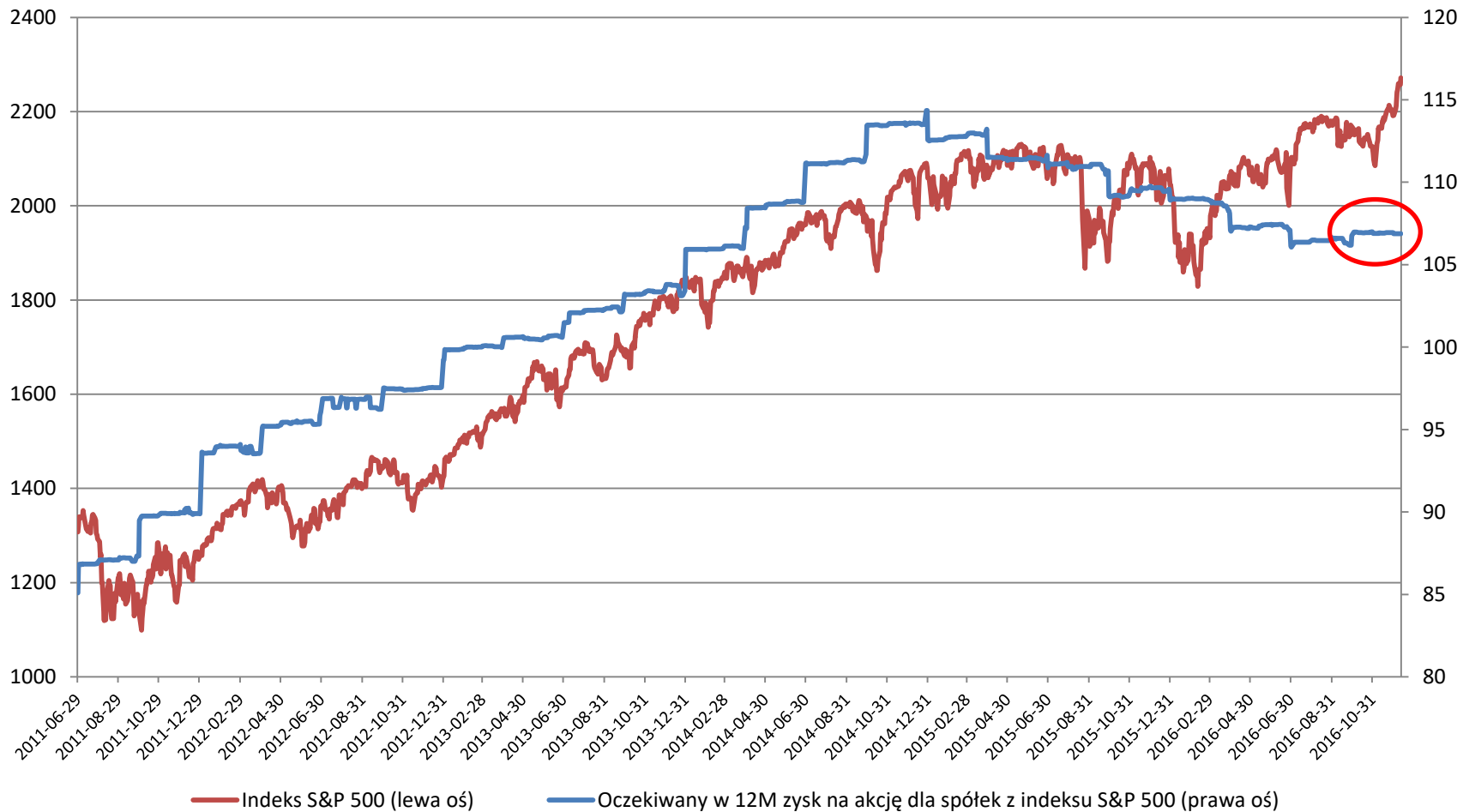
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

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



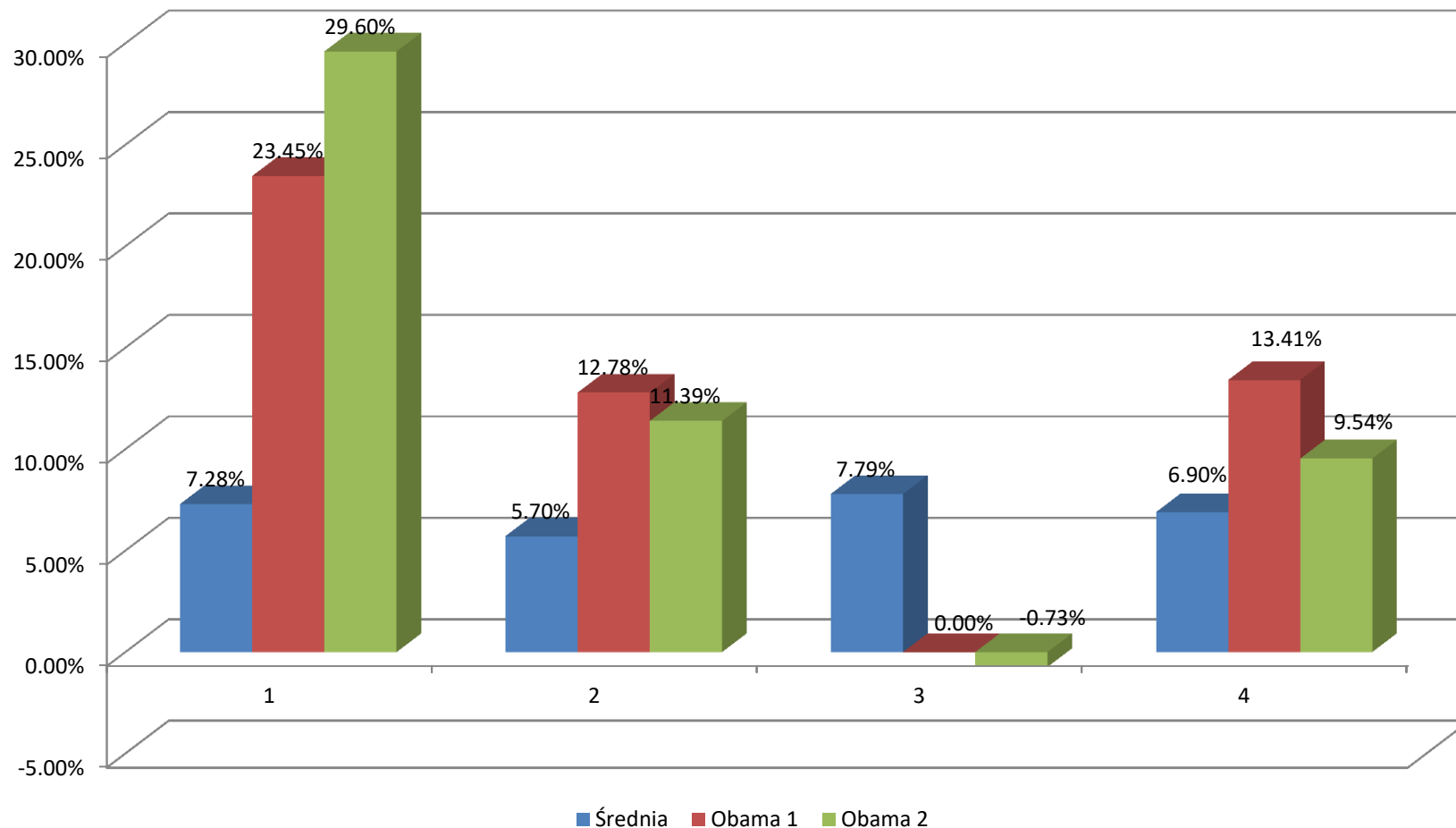
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

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



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Cykl prezydencki w S&P 500



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Analiza i założenia makroekonomiczne – I kwartał 2017

Gospodarki rozwinięte – strefa euro

Departament Zarządzania Aktywami

Gospodarki i rynki strefy euro – główne założenia

1. Zgodnie z prognozami wzrost gospodarczy w strefie euro w 2017 r. powinien nieznacznie spowolnić do 1.4% w 2017 r. Główni hamulcowi to Włochy i Francja, gdzie w obu przypadkach ciąży niepewność polityczna oraz, w przypadku Włoch, słabość sektora bankowego i wysokie poziomy zadłużenia. Dodatkowo, nieco spowolni wzrost w Hiszpanii, mimo że wciąż pozostanie wyraźnie powyżej średniej dla całej strefy.
2. Z drugiej strony, źródeł optymizmu można szukać w indeksach PMI dla głównych gospodarek, które wyraźnie zakreśliły w górę w IV kwartale. Duże rezerwy tkwią też w konsumpcji (popyt wewnętrzny strefy euro jest ok. 1% poniżej szczytu sprzed kryzysu w 2008 r.), a ich uwolnienie powinna wspomagać rosnąca akcja kredytowa wspierana silnie akomodacyjną polityką pieniężną. Spodziewamy się również stopniowego spadku bezrobocia na południu Europy (głównie w Hiszpanii), co powinno wspomagać popyt na kredyty i wspierać konsumpcję.
3. Trudno oczekiwać dalszej silnej kontrybucji popytu zewnętrznego w gospodarce niemieckiej, gdyż saldo rachunku bieżącego urosło do rekordowego 3.2% PKB, co w sytuacji stopniowego spowolnienia w Chinach może być trudne do pokonania.
4. Barierą dla wzrostu powinny być wzrosty cen surowców oraz aura niepewności w związku z napiętym grafikiem wyborczym. Naszym zdaniem, główna bitwa to wybory we Francji, gdzie obserwować będziemy starcie liberała Fillona oraz populistycznej Marine Le Pen. Zwycięstwo Fillona może wpompować sporo optymizmu w europejskie rynki, gdyż jego program jest zorientowany liberalnie (obniżka CIT, zniesienie podatku majątkowego, cięcia w administracji publicznej) i przede wszystkim powinien wyraźnie zmniejszyć szanse populistów w całej Europie.

Ustalenia posiedzenia EBC z 8 grudnia 2016 r.

1. EBC pozostawił główne stopy procentowe na niezmienionym poziomie, jednocześnie oczekuje pozostawienia ich na tym poziomie długo po zakończeniu programu skupu aktywów.
2. Co najważniejsze, zdecydowano o przedłużeniu programu skupu aktywów do grudnia 2017 r., jednocześnie zmniejszając skalę miesięcznych zakupów do 60 mld € (od kwietnia 2017 r.). Podkreślono również chęć i wolę wydłużenia programu, jeśli będzie taka potrzeba. Ponadto, jeśli warunki makroekonomiczne ulegną pogorszeniu, EBC jest gotowy program wydłużyć i/lub zwiększyć.

Wnioski:

1. Decyzja o modyfikacji programu skupu aktywów była oczekiwana przez rynek, lecz nie była pewna jej forma. W naszej ocenie EBC podjęło bardzo rozsądną decyzję, gdyż spełnione oczekiwania rynkowe, a zarazem zostawiona furtka na istotne rozszerzenie programu w przyszłości.
2. Ponadto, istotne jest kolejne podkreślenie chęci utrzymania stóp procentowych na obecnych poziomach, co powinno stabilizować marże odsetkowe w europejskim sektorze bankowym. Przypominamy, że rentowność sektora bankowego jest jedną z głównych bolączek w Europie i do tego również odnosił się Mario Draghi oraz ostatni raport o stabilności finansowej.
3. Naszym zdaniem decyzja EBC jest istotna w kontekście ostatnich znacznych wzrostów rentowności obligacji na świecie, natomiast skala modyfikacji programu skupu aktywów ogranicza pole do dalszej deprecjacji wspólnej waluty.

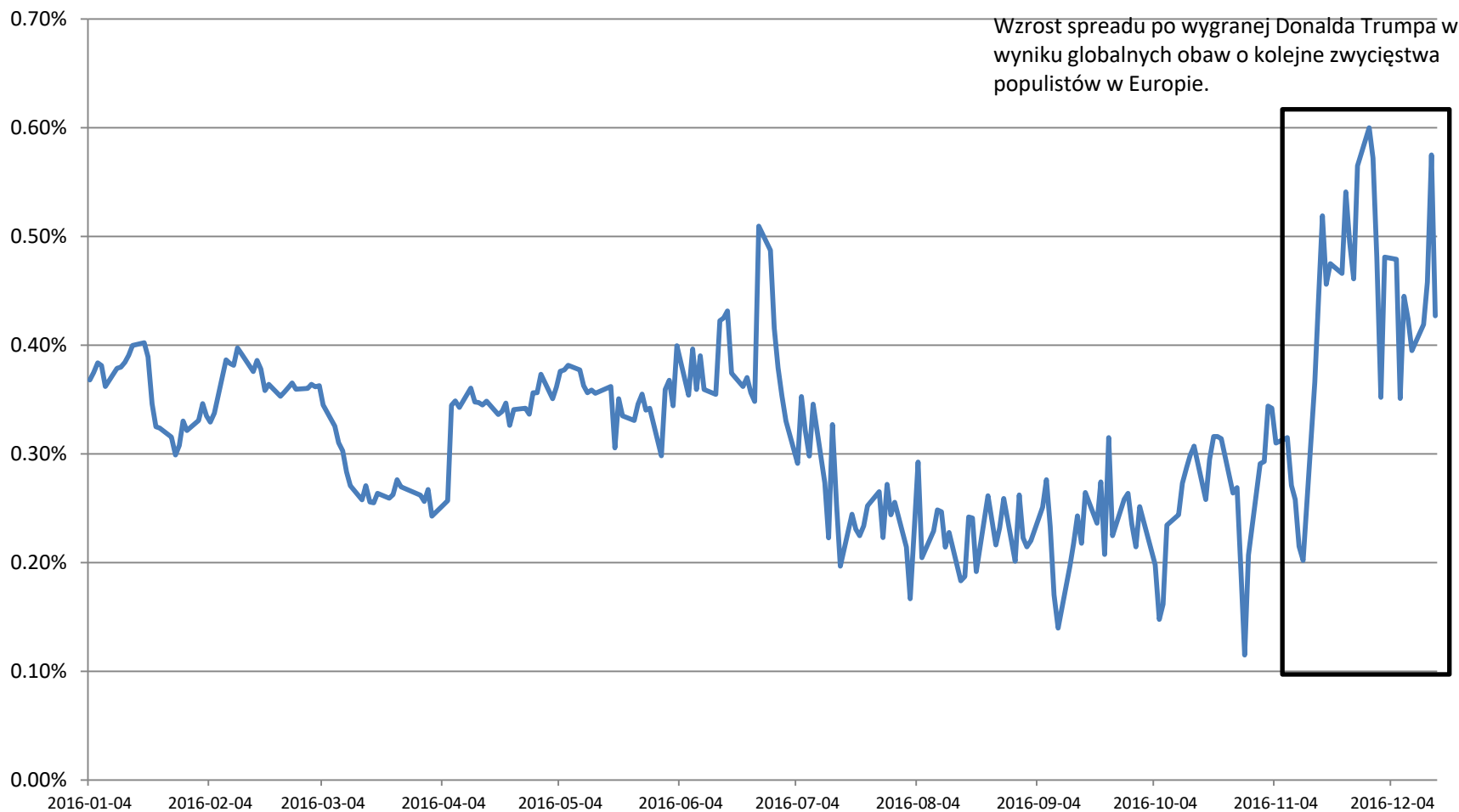
Kalendarz wyborczy w 2017 r. w Europie

22 stycznia 2017 r.	I runda prawyborów Socjalistów we Francji
29 stycznia 2017 r.	II runda prawyborów Socjalistów we Francji
12 lutego 2017 r.	wybory prezydenckie w Niemczech
15 marca 2017 r.	wybory parlamentarne w Holandii
23 kwietnia 2017 r.	I runda wyborów prezydenckich we Francji
7 maja 2017 r. –	II runda wyborów prezydenckich we Francji
17 czerwca 2017 r.	wybory do niższej izby parlamentu we Francji
Wrzesień 2017 r.	wybory parlamentarne w Niemczech

Grafik wyborczy na 2017 r. jest dość napięty i z tego tytułu można spodziewać się okresów podwyższonej zmienności na europejskich rynkach akcji, obligacji i rynku walutowym.

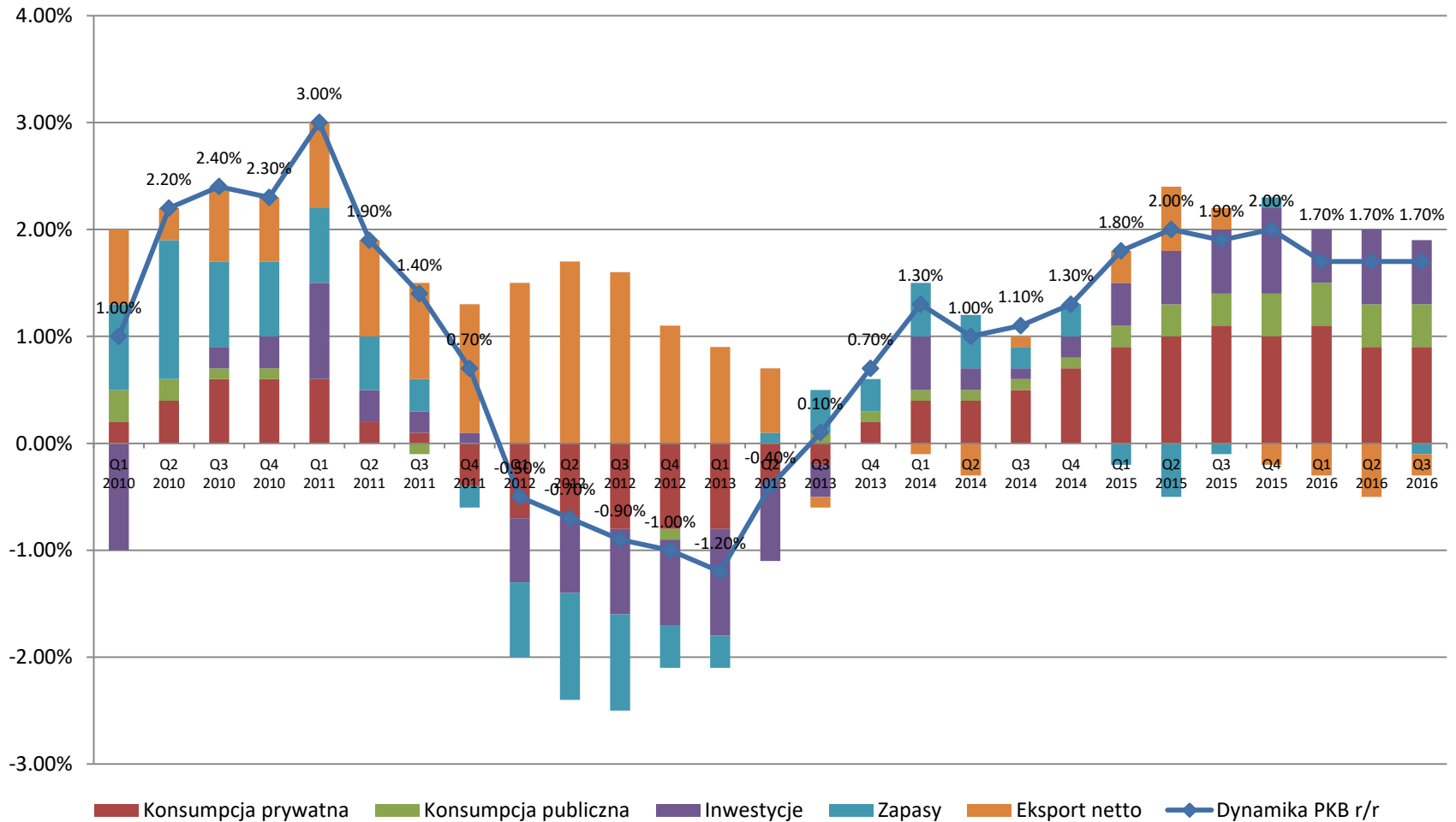
Spośród powyższych wydarzeń najważniejsze są wybory prezydenckie we Francji oraz wybory parlamentarne w Niemczech. Uwaga rynków będzie zwrócona na notowania populistycznych partii i kandydatów, aczkolwiek inwestorzy wyciągają wnioski z wydarzeń 2016 r. i z ostrożnością podchodzą do sondaży przedwyborczych czy też przedreferendalnych.

Spread 10-latek francuskich do 10-latek niemieckich



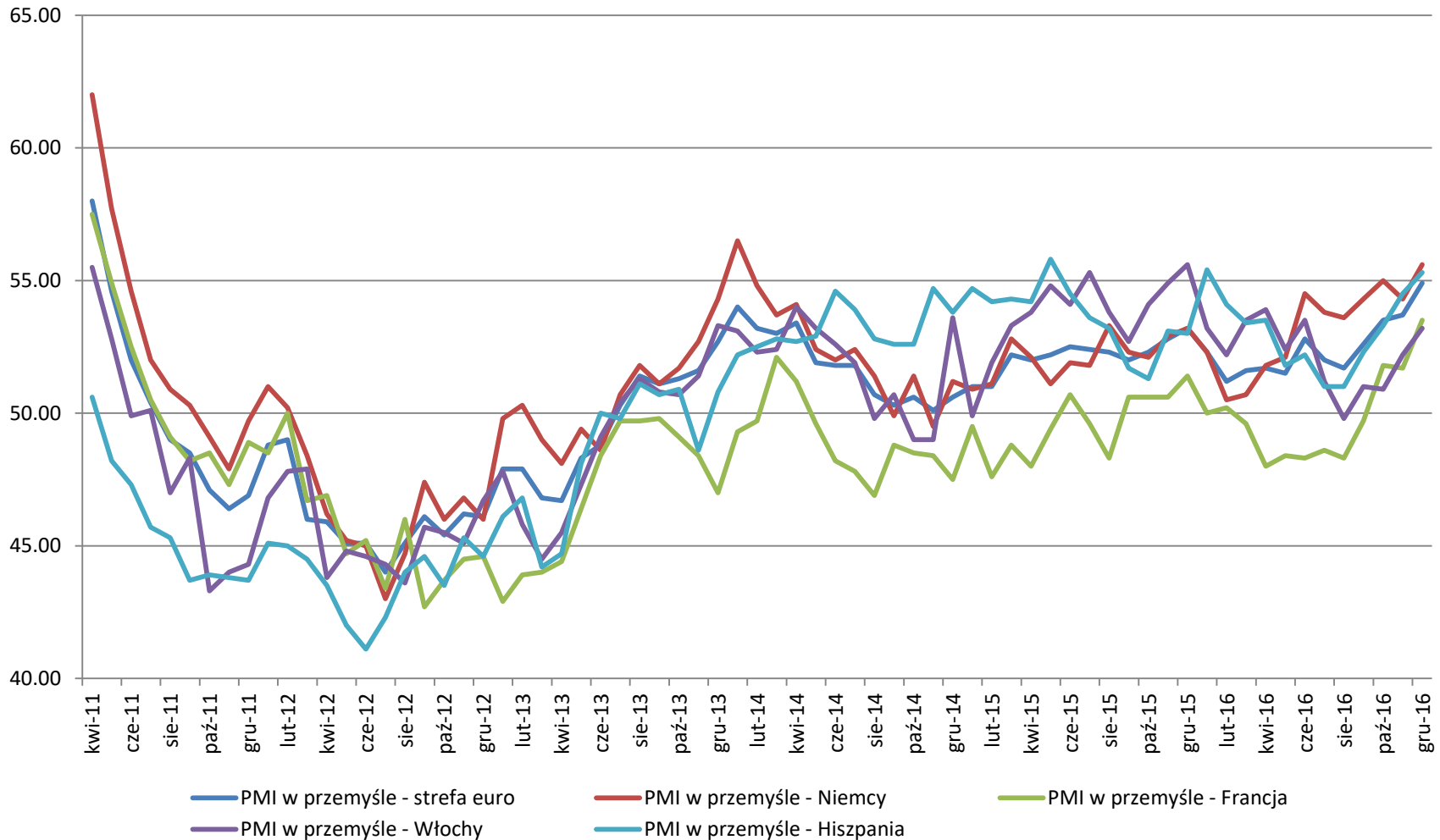
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika i kontrybucje do PKB strefy euro



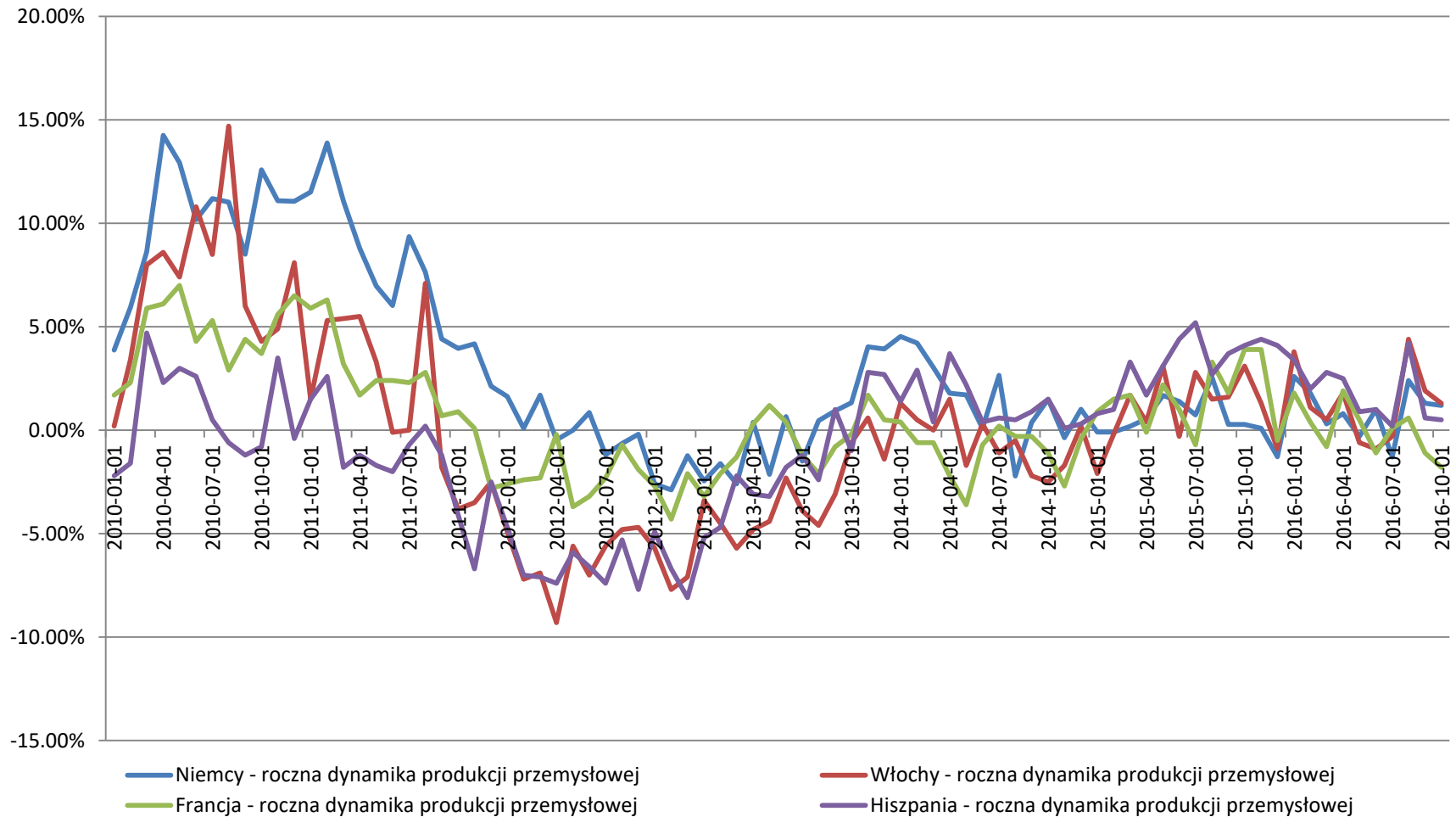
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

PMI w przemyśle w krajach strefy euro



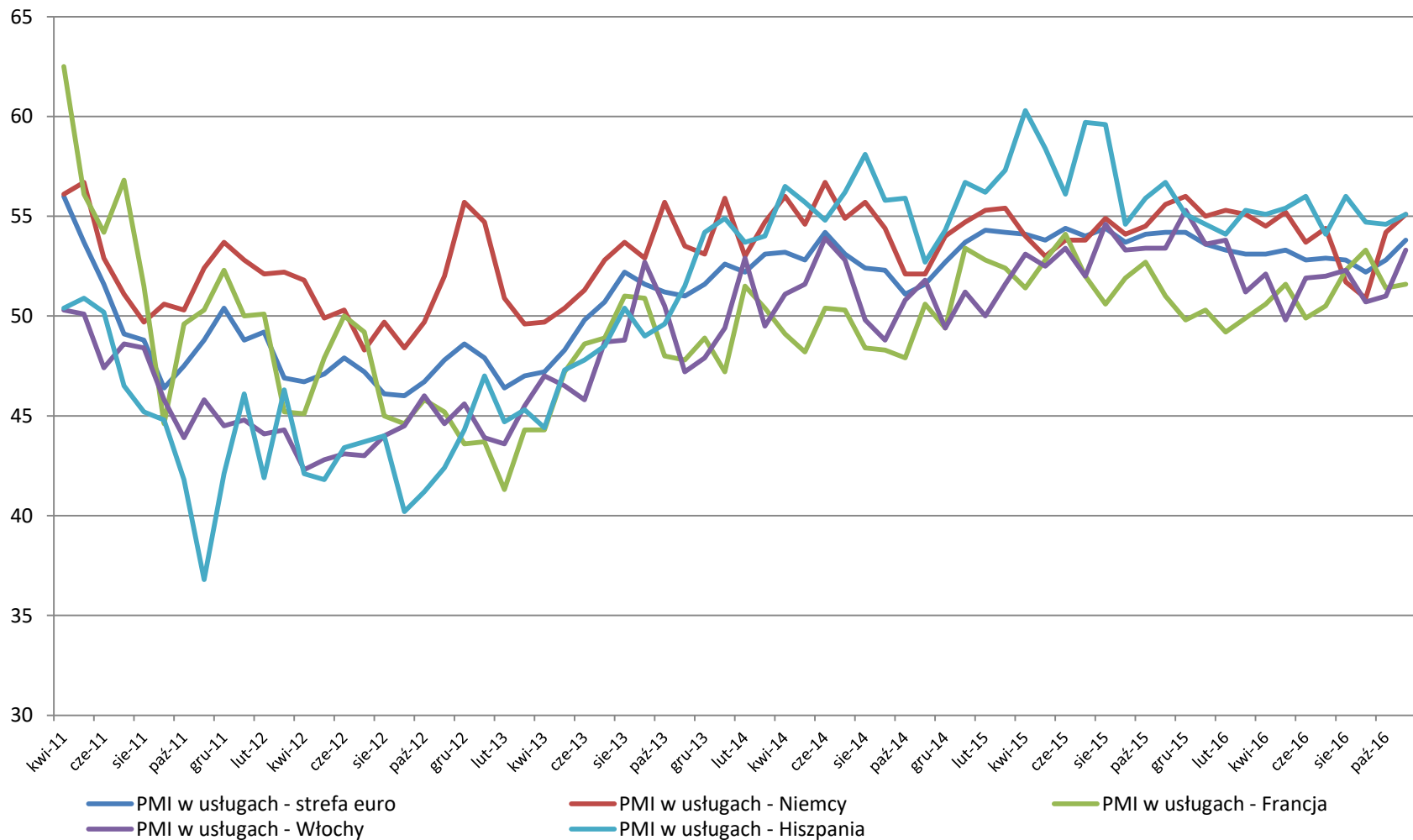
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika produkcji przemysłowej



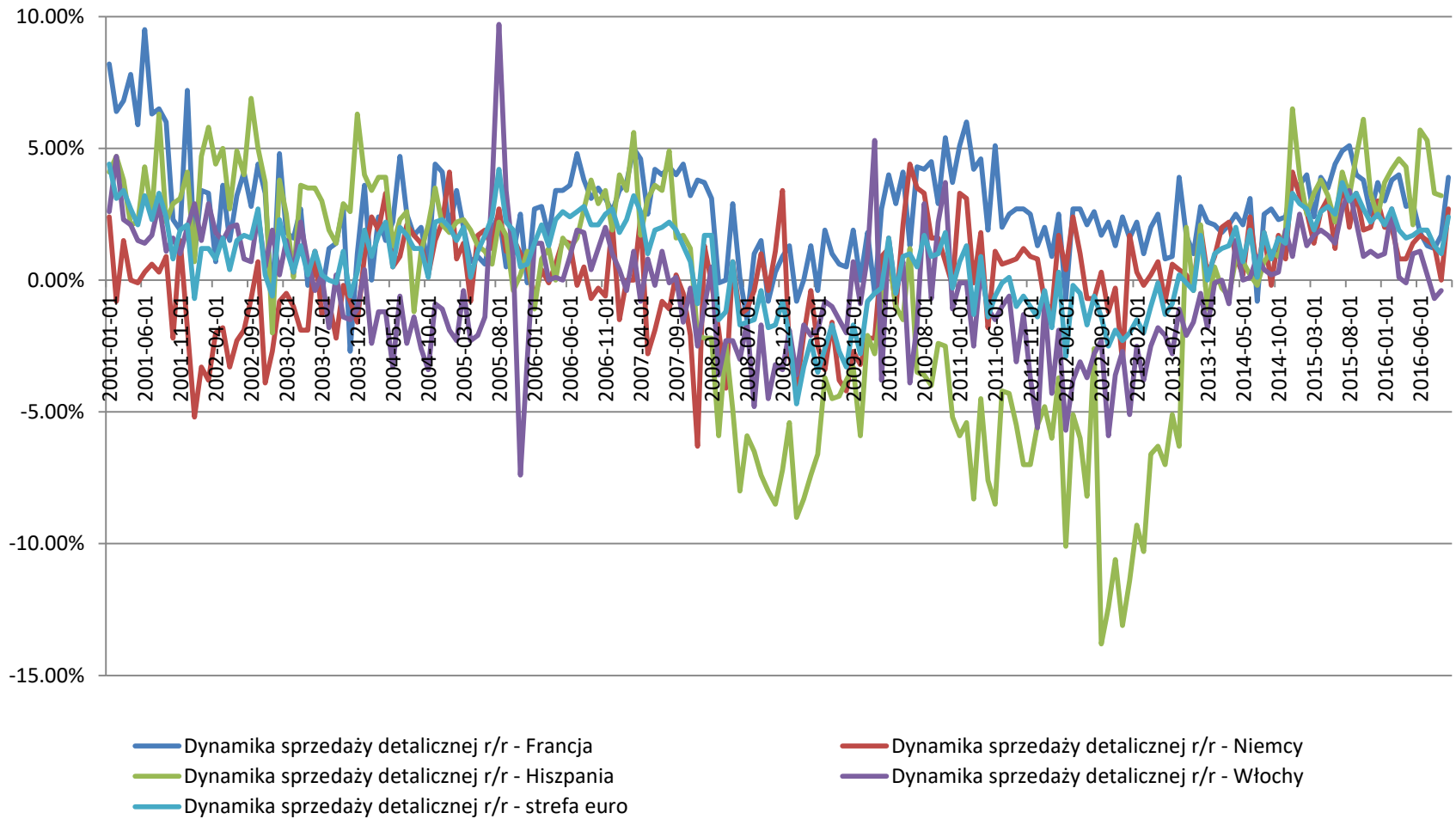
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

PMI w usługach – strefa euro



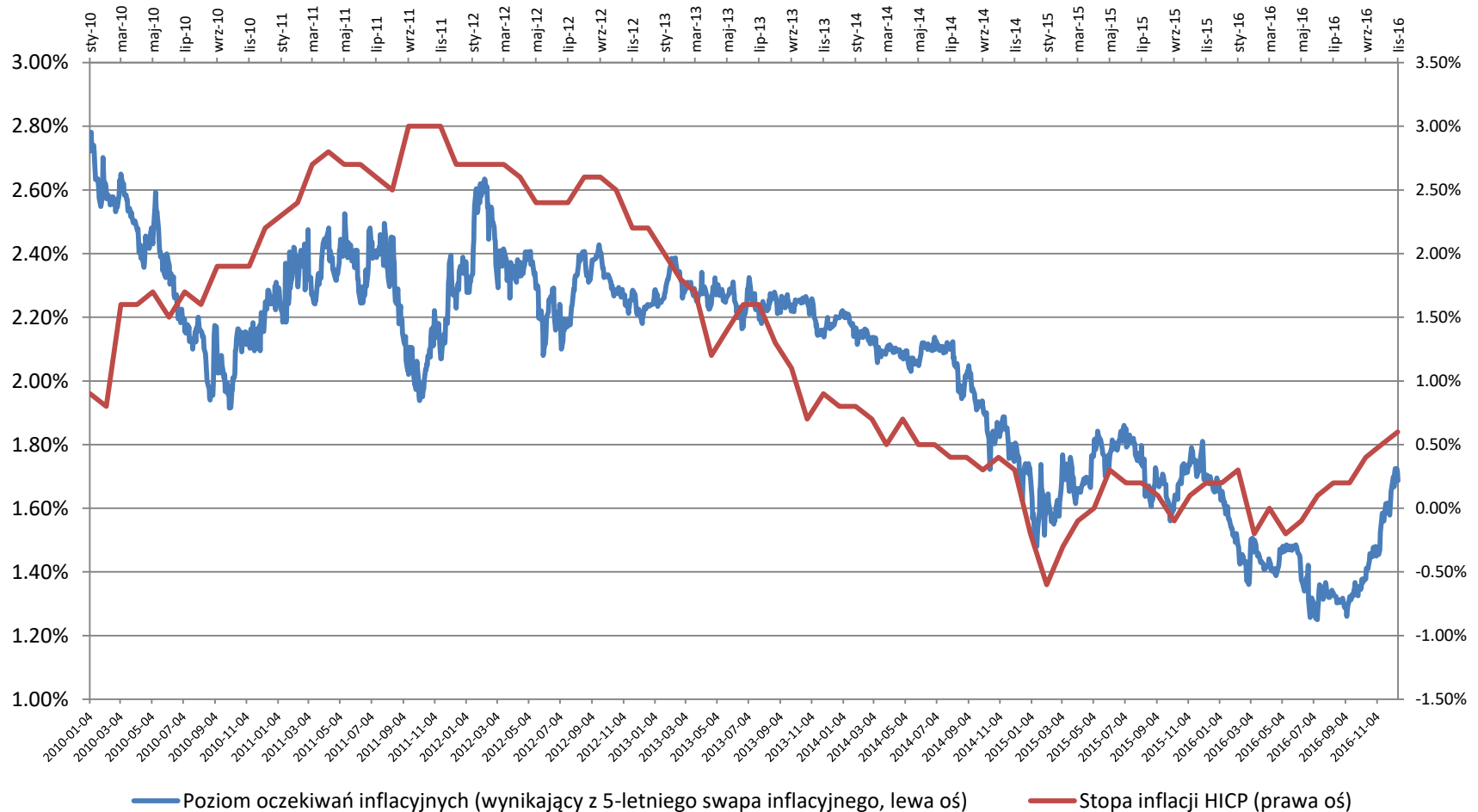
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro



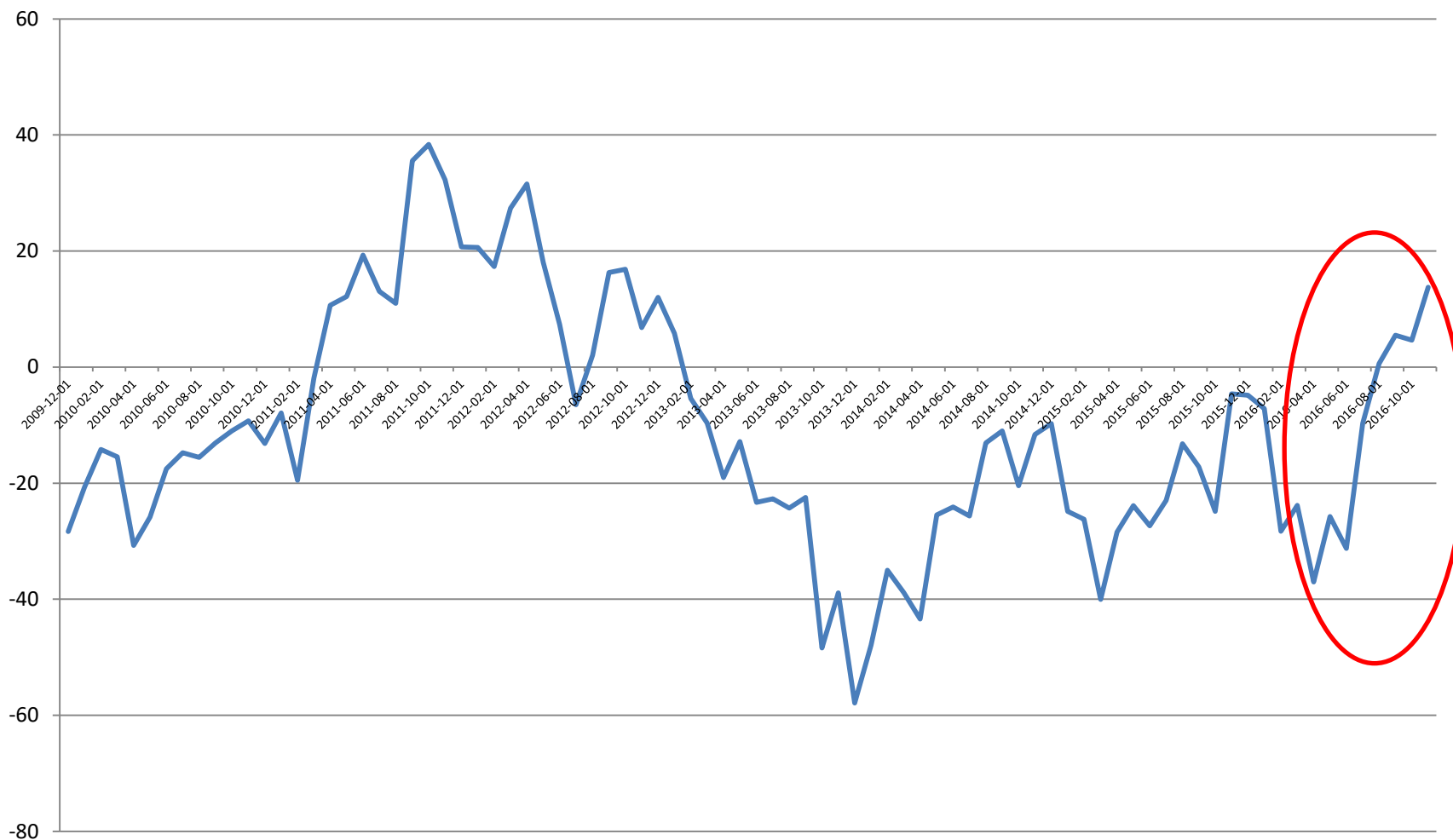
Źródło: Eurostat, obliczenia własne.

Inflacja HICP vs oczekiwania inflacyjne w strefie euro



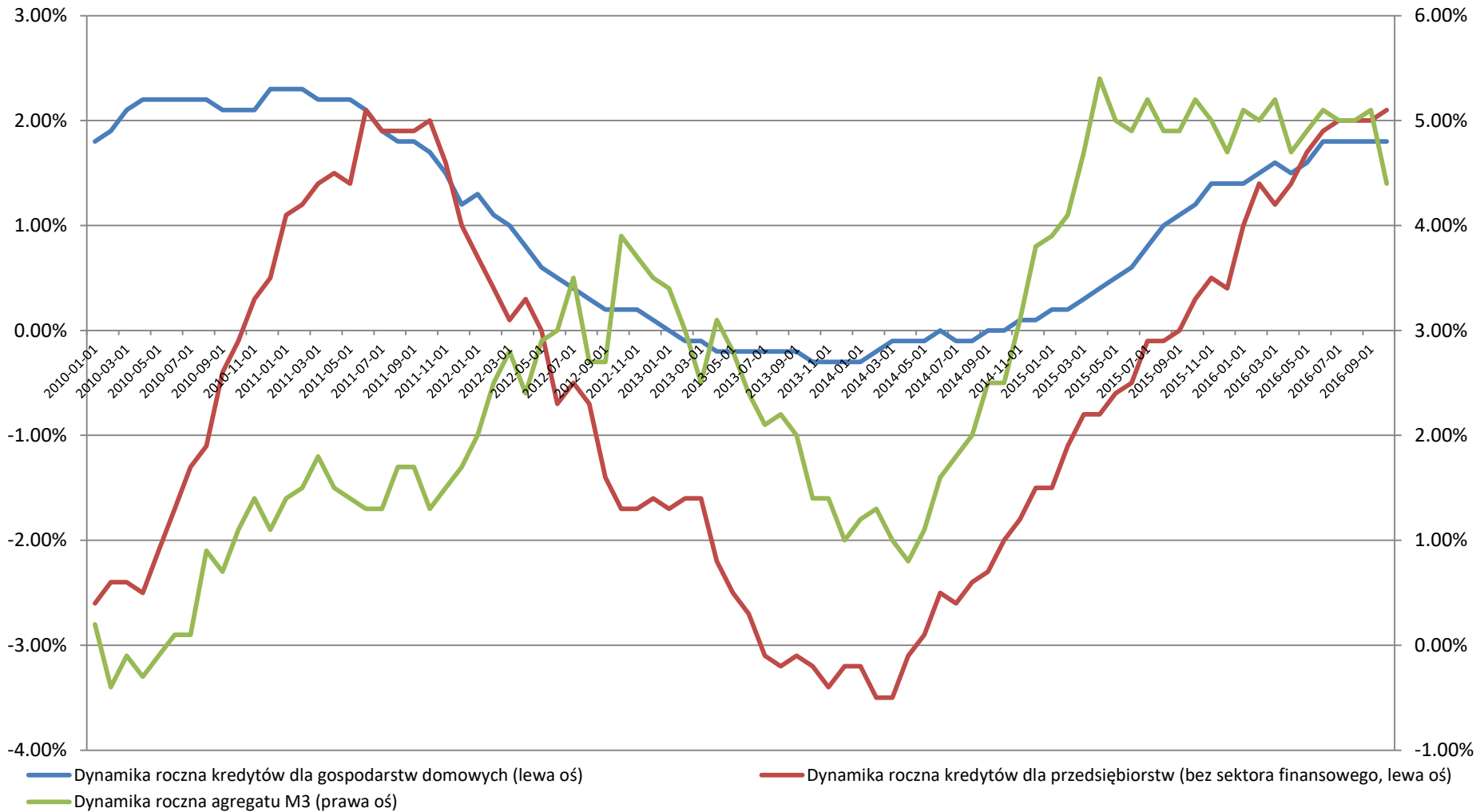
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Citi Inflation Surprise Index – strefa euro



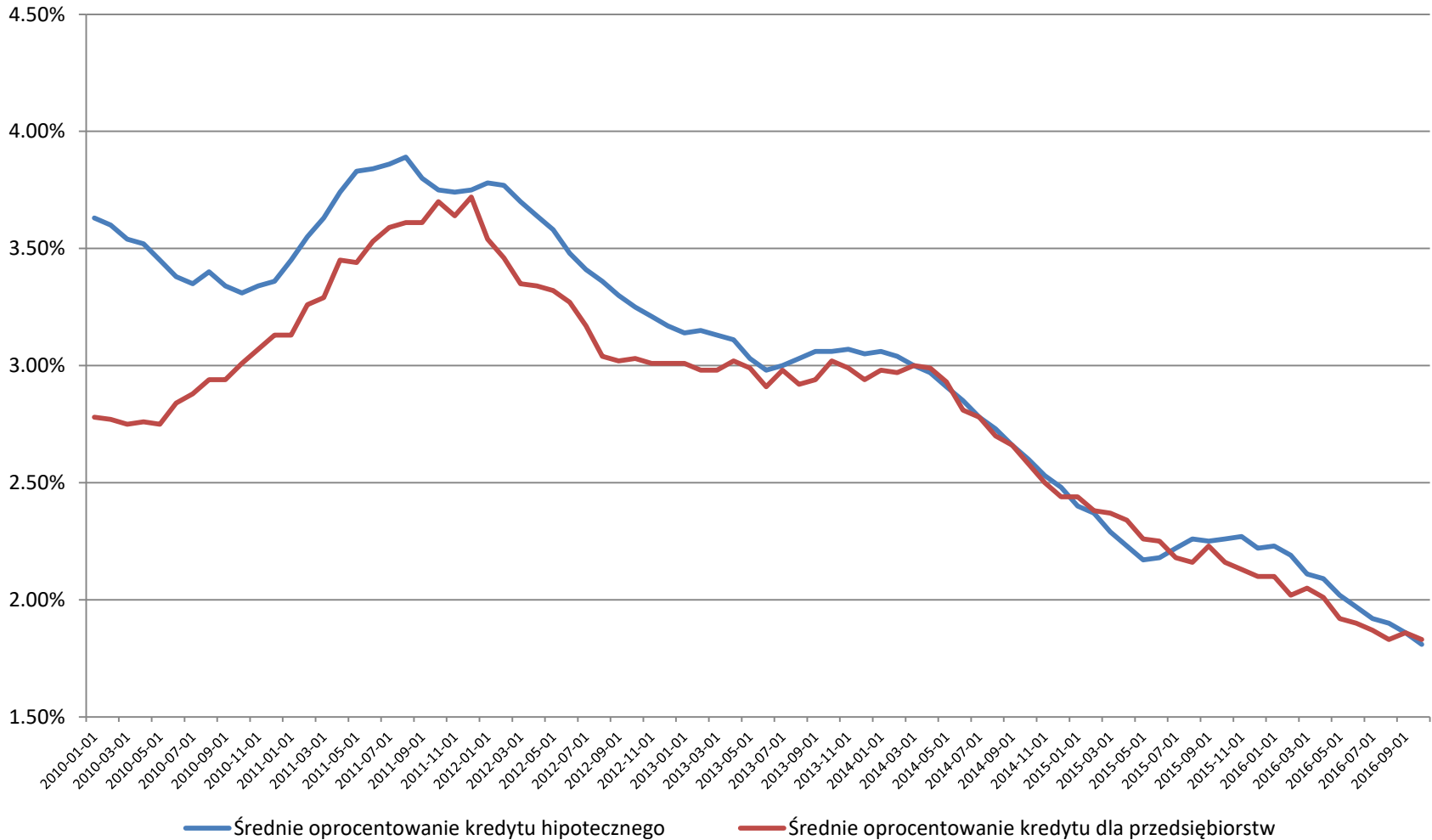
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek kredytów w strefie euro



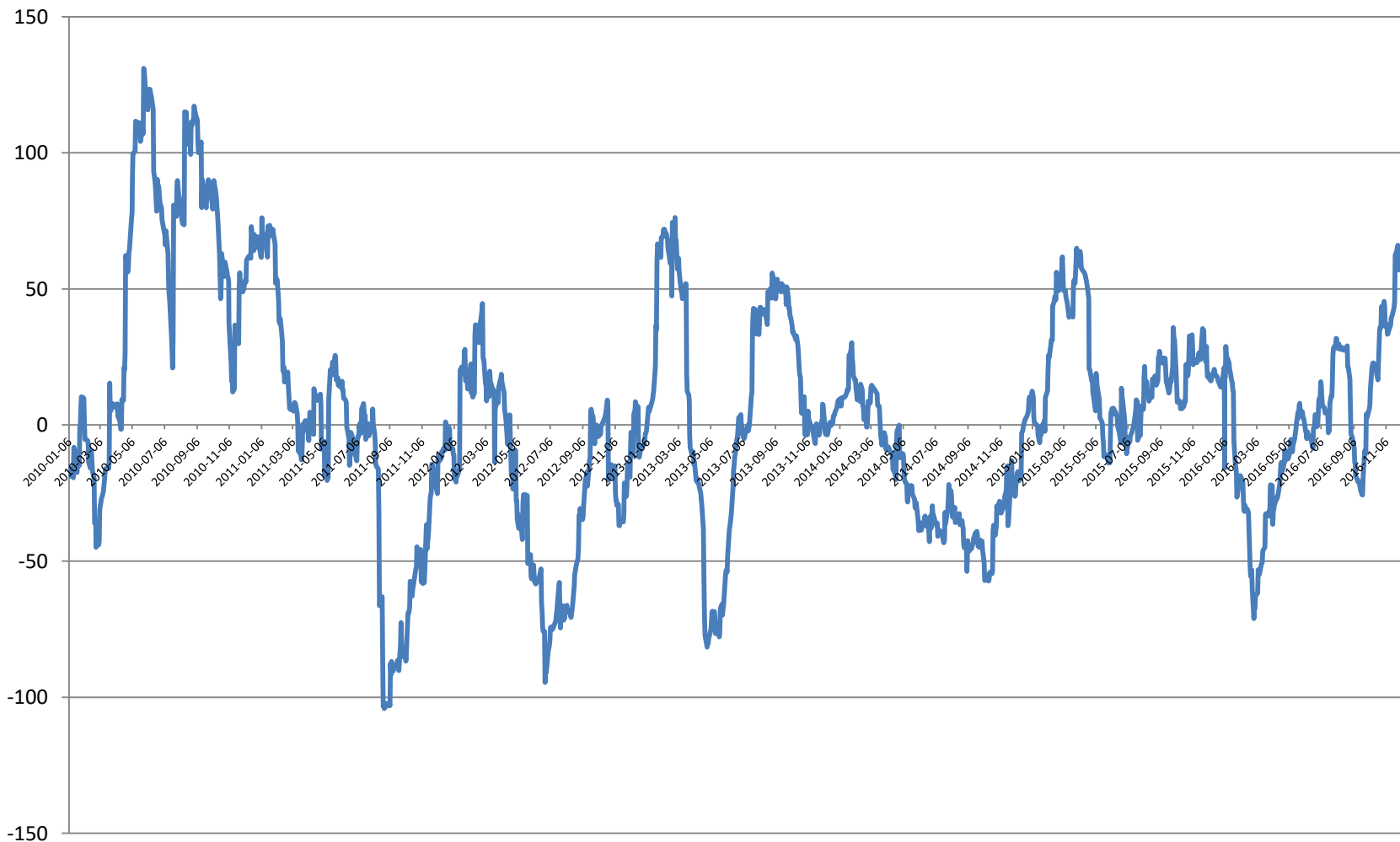
Źródło: EBC, obliczenia własne.

Koszty kredytów w strefie euro



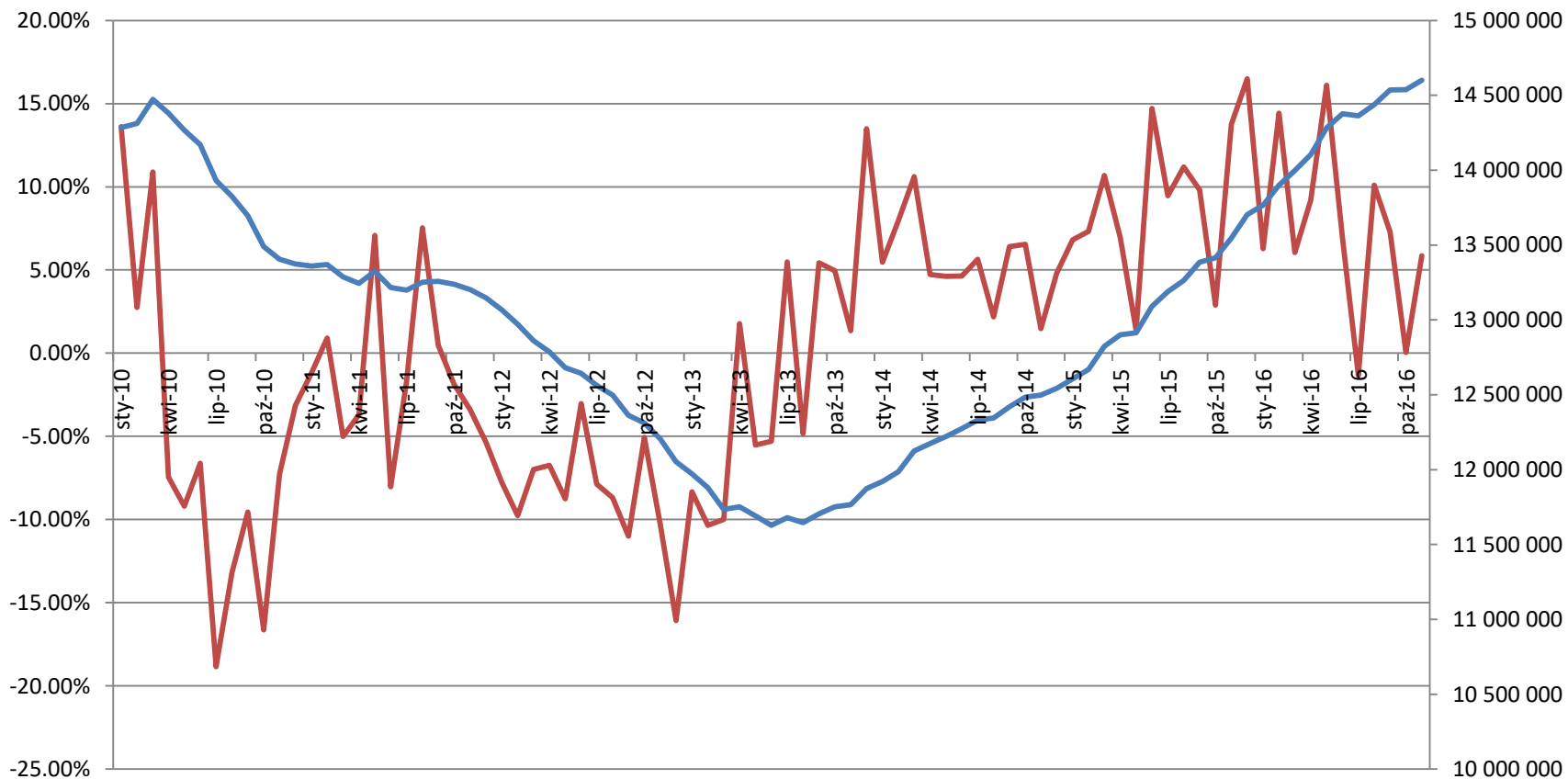
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla strefy euro



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

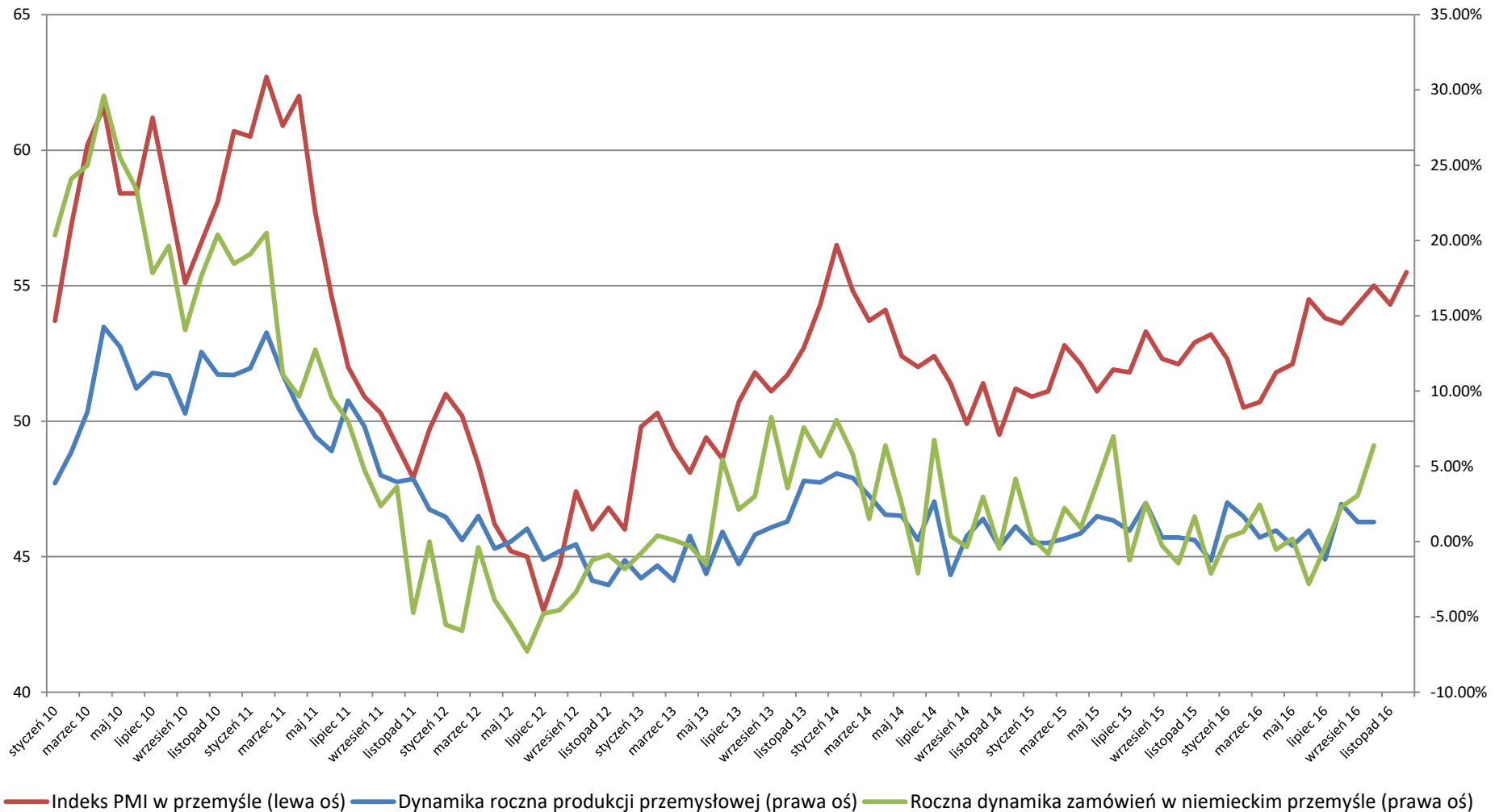
Rynek aut osobowych w UE



— Dynamika roczna rejestracji samochodów osobowych (lewa oś) — Rejestracje samochodów osobowych w UE (skumulowane ostatnie 12M, prawa oś)

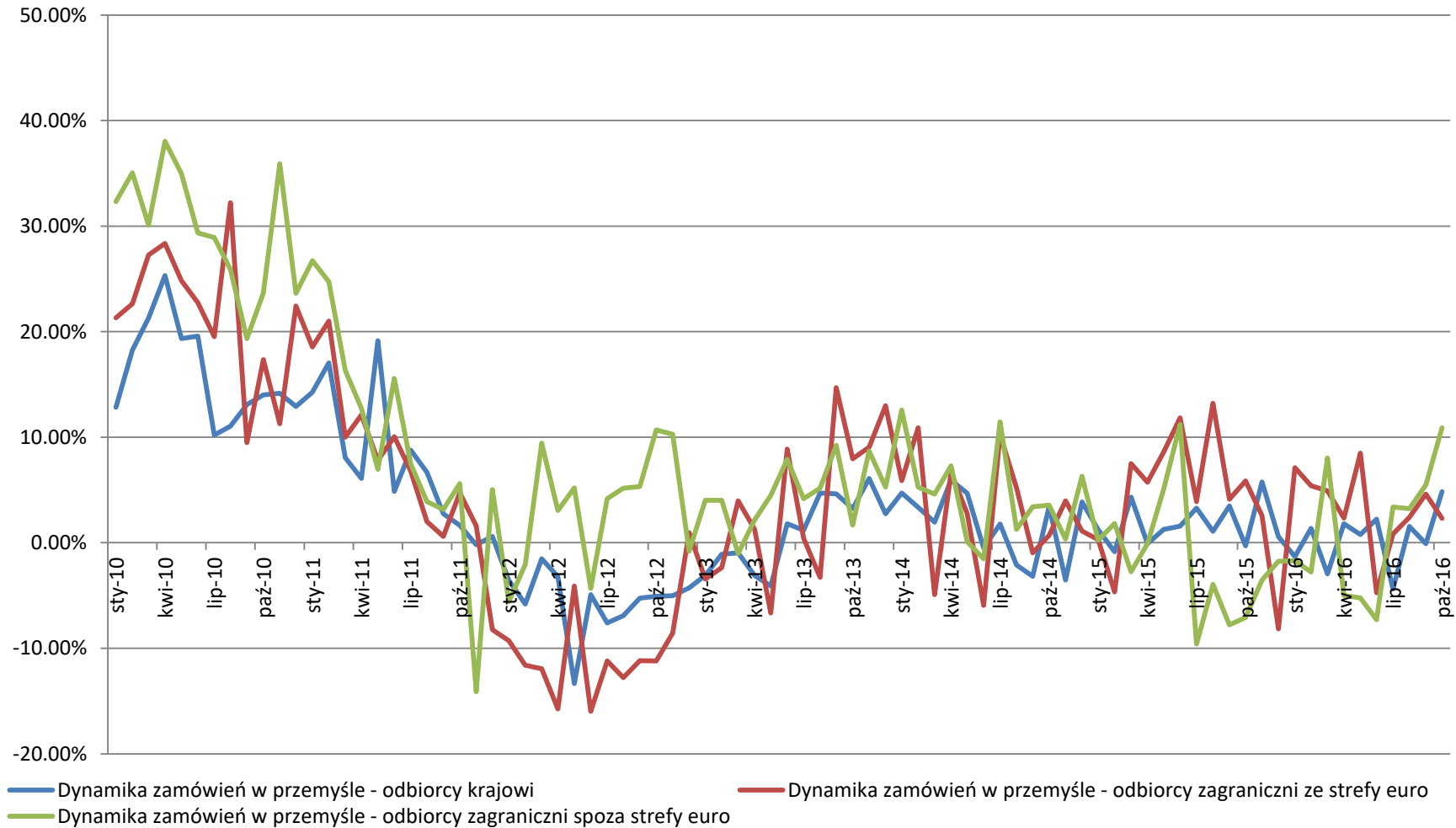
Źródło: ACEA, obliczenia własne.

Wskaźniki aktywności w niemieckim przemyśle



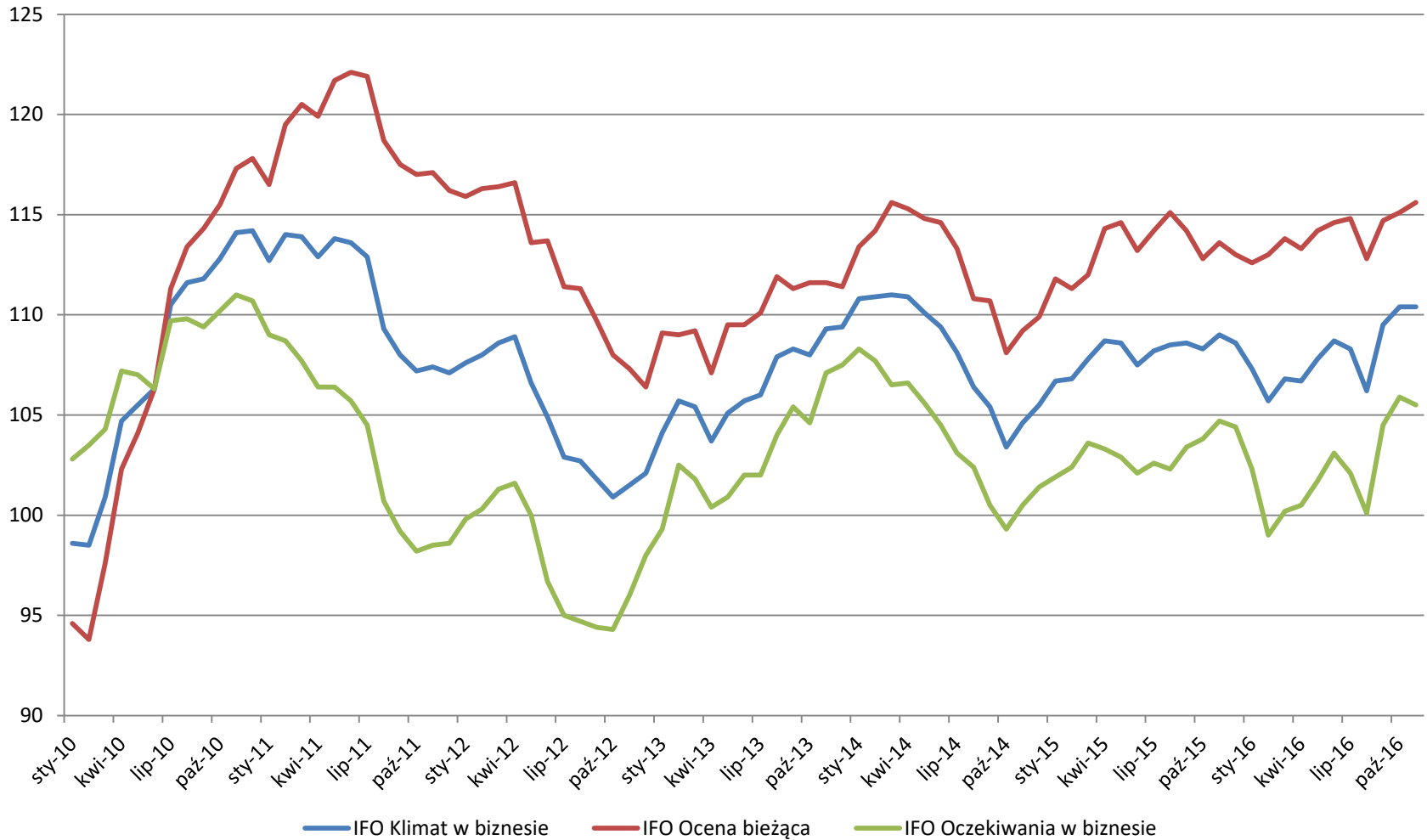
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Roczne dynamiki nowych zamówień w niemieckim przemyśle



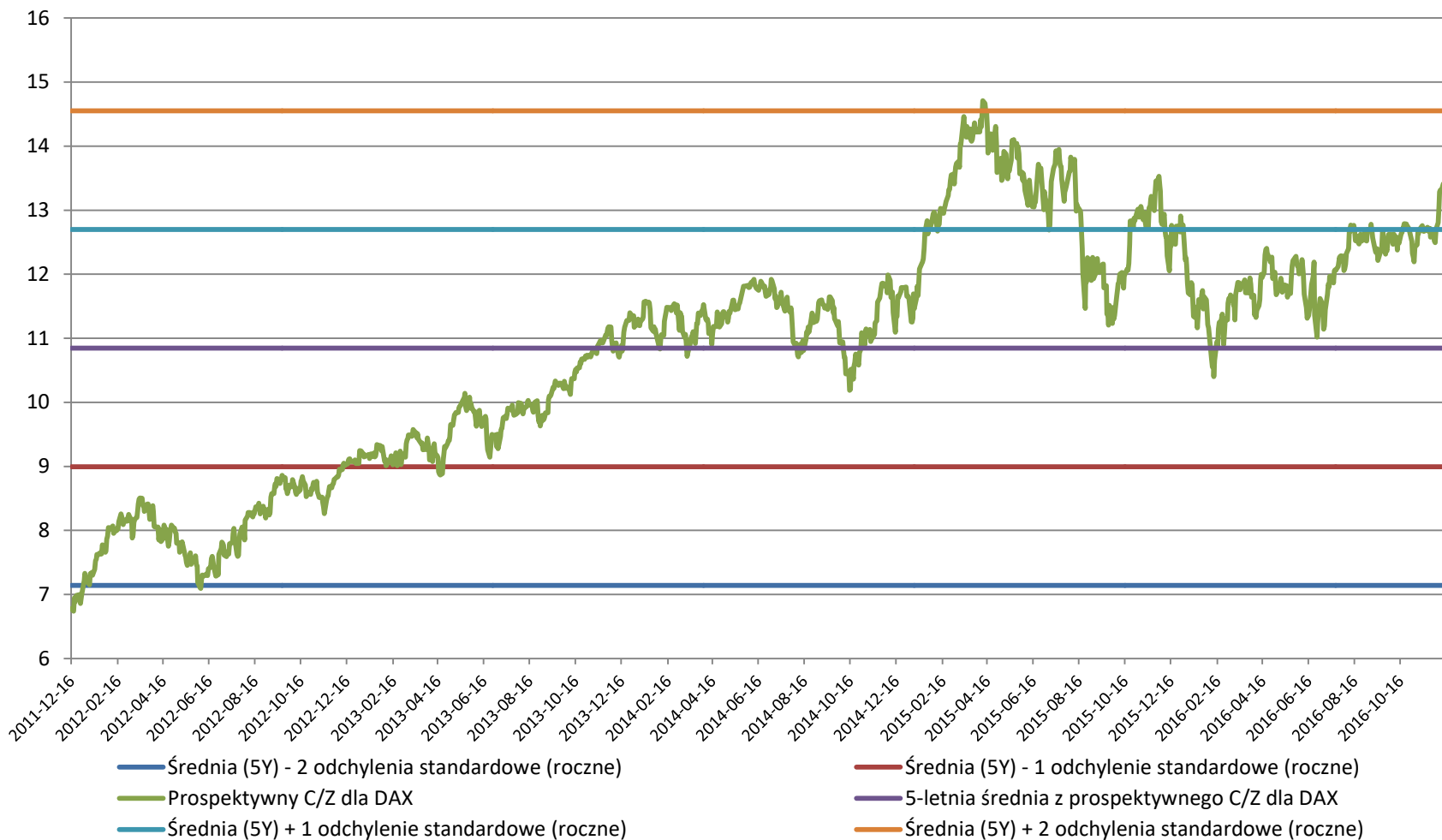
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Sentyment biznesowy – wskaźniki Instytutu Ifo



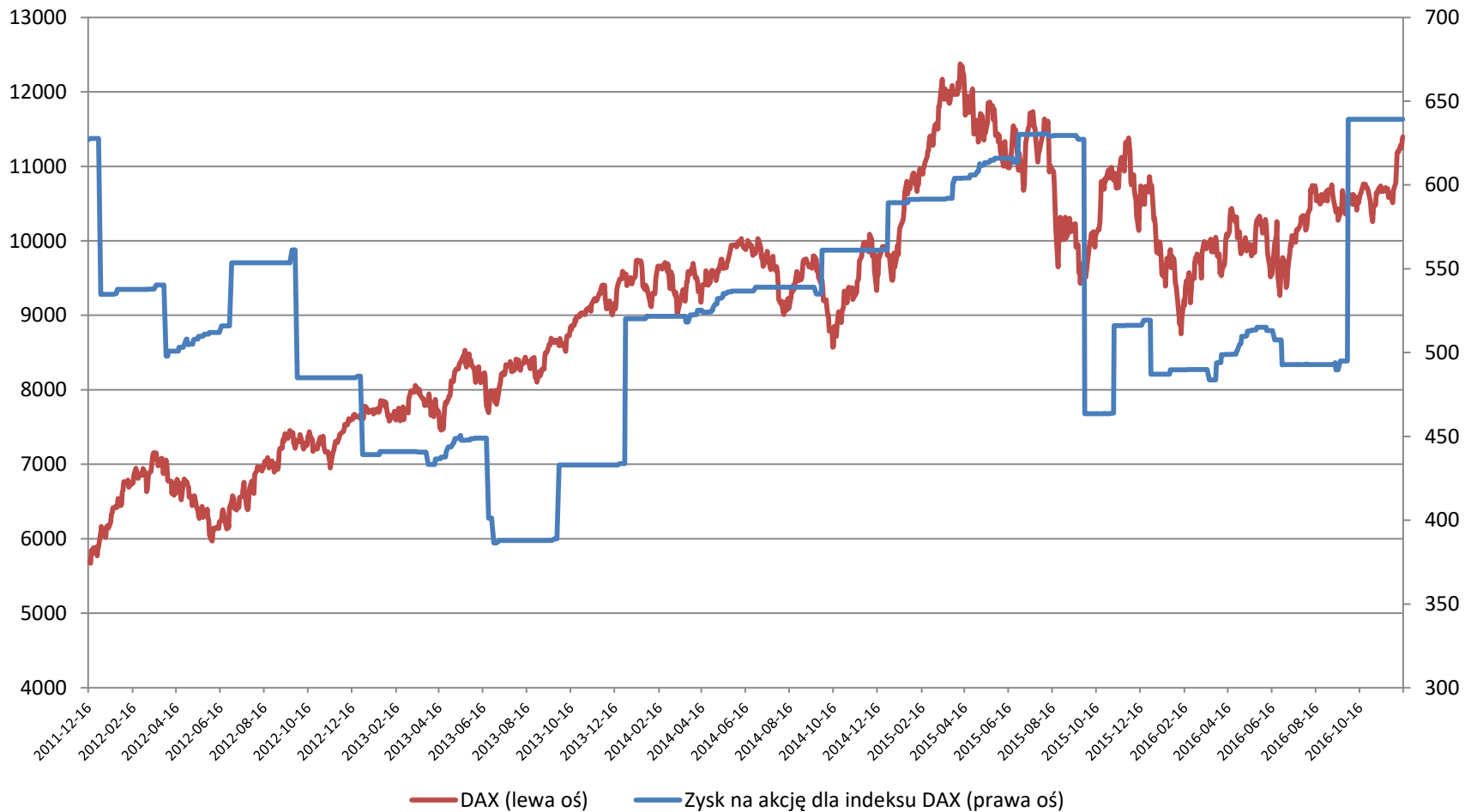
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

DAX – prospektywne C/Z historycznie



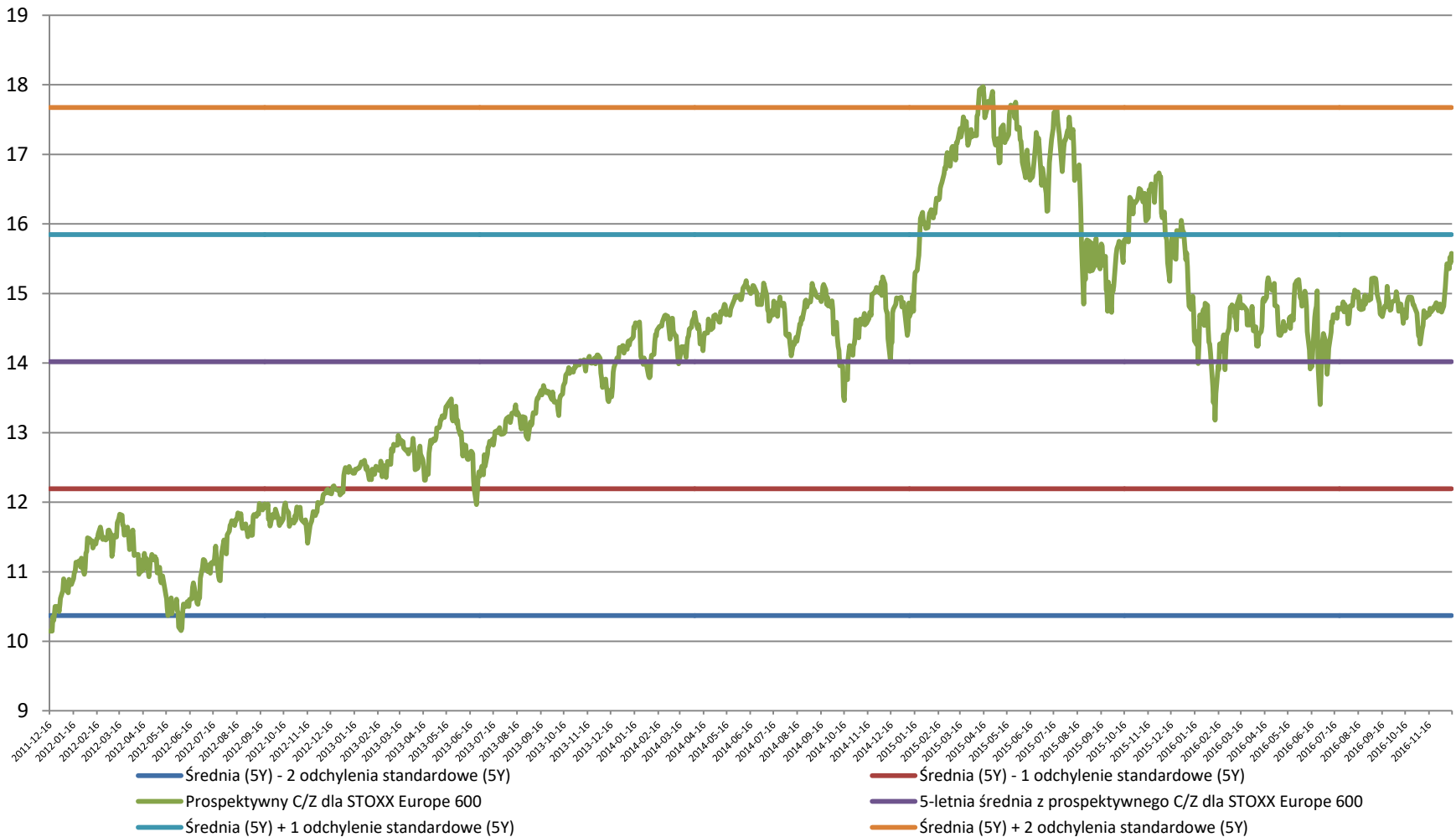
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

DAX vs oczekiwany w 12M zysk na akcję

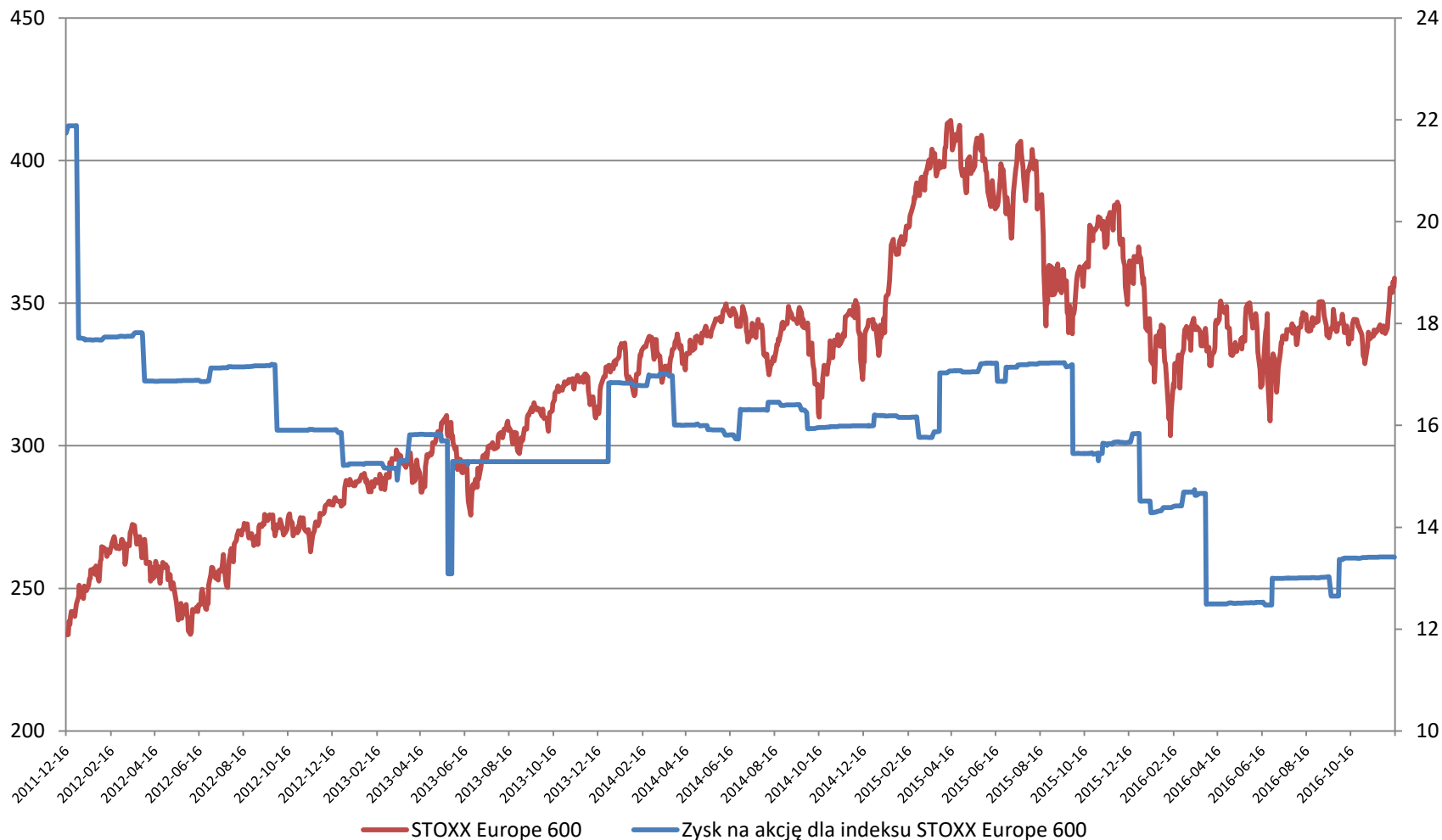


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

STOXX Europe 600 – prospektywne C/Z historycznie

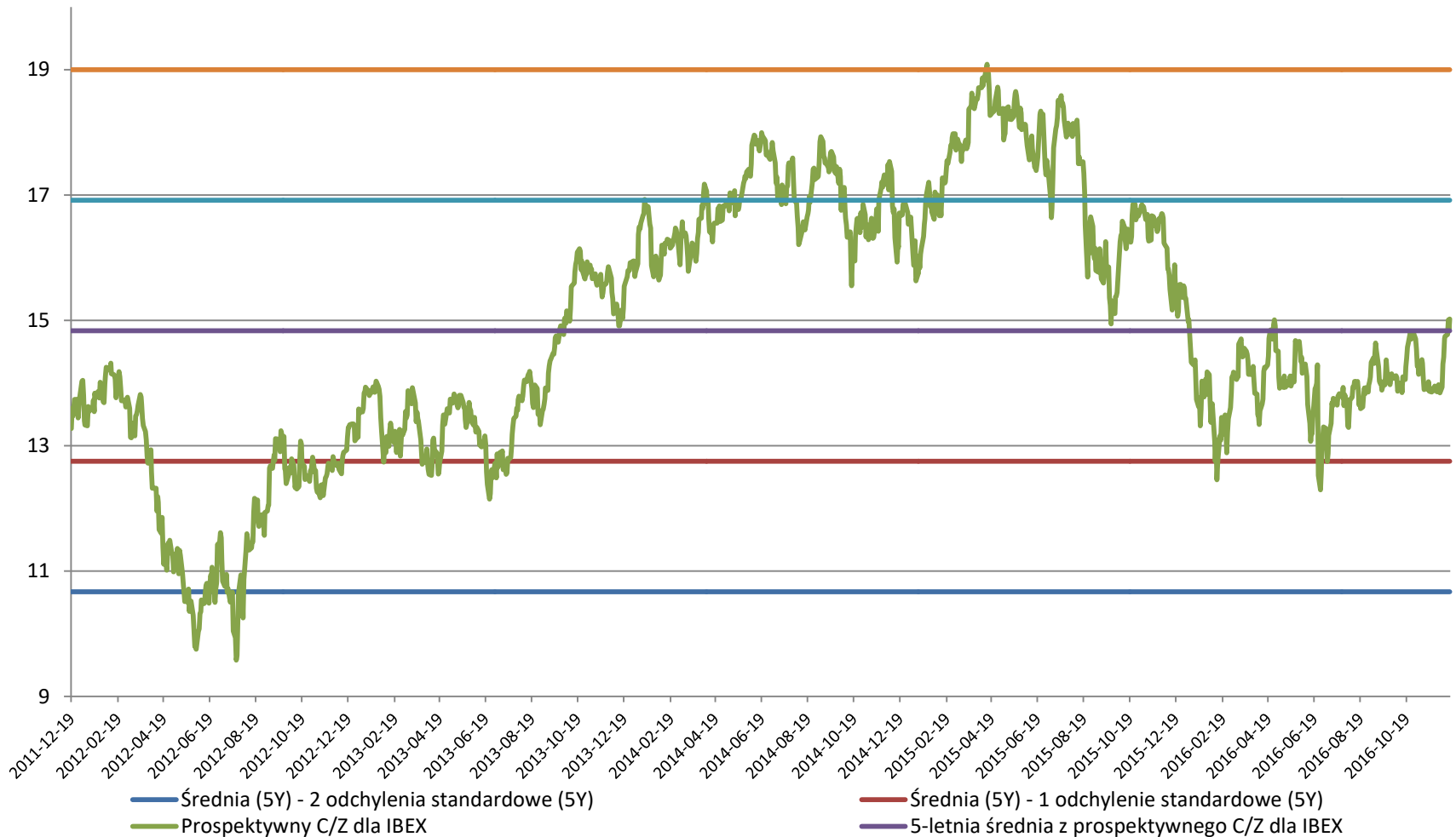


STOXX Europe 600 vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



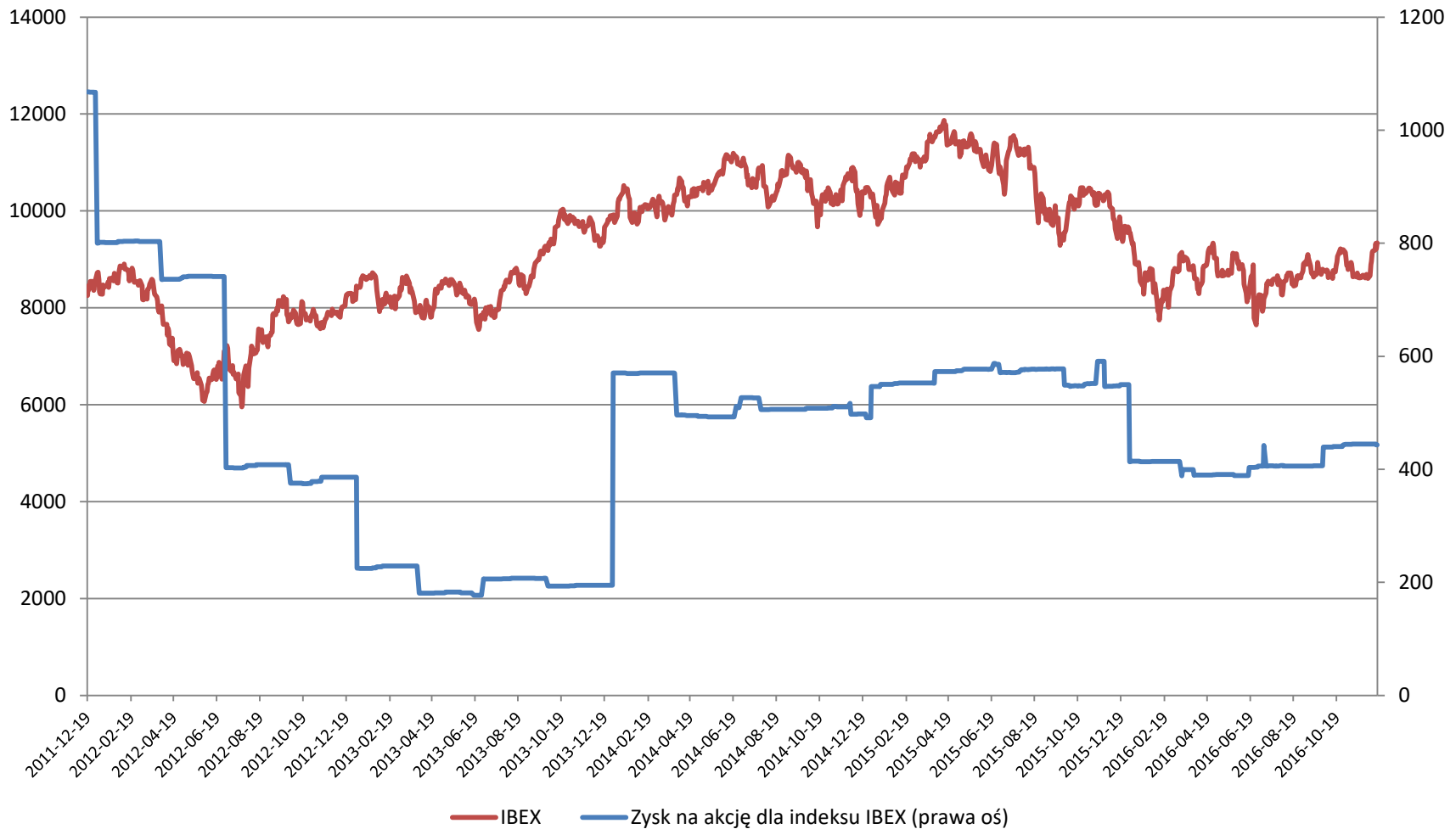
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

IBEX – prospektywne C/Z historyczne



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

IBEX vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Analiza i założenia makroekonomiczne – I kwartał 2017

Chiny, Polska, Indie, Brazylia, Rosja

Departament Zarządzania Aktywami

Gospodarki wschodzące – główne założenia

1. Dla gospodarek wschodzących głównym ryzykiem jest siła USD oraz potencjalne wojny handlowe prowokowane przez nową administrację amerykańską, w szczególności dotyczy to Chin. Z drugiej strony, historycznie zdarzały się dłuższe okresy, gdy mocny USD nie przeszkadzał aktywom z rynków wschodzących, gdyż jednocześnie obserwowaliśmy silny rynek surowcowy (taka sytuacja miała miejsce w całym 2005 r.).
2. Akcje z rynków wchodzących powinny w 2017 r. pokazać wyższe dynamiki zarówno przychodów, jak i zysków netto od rynków rozwiniętych (MSCI EM vs MSCI World), co skłania do przeważania tego segmentu w koszyku akcyjnym. Dodatkowo, po raz pierwszy od 2013 r. na dynamice zysków netto nie ciężą spadające ceny surowców oraz EPS w sektorze wydobywczym.
3. W sferze makro warto podkreślić koniec 54-miesięcznej ujemnej dynamiki inflacji PPI w Chinach, która jest istotnie skorelowana z zyskami tamtejszych spółek. Fakt ten idealnie wpisuje się w globalną grę „kartą reflacyjną” zapoczątkowaną po wyborze Donalda Trumpa.
4. Top pickiem w koszyku EM na 2017 r. pozostaje rynek rosyjski. Przede wszystkim, kluczowym czynnikiem jest ustabilizowanie cen surowców, co ma bardzo istotny wpływ na EPS spółek rosyjskich (95% korelacja zysków netto z cenami ropy) oraz, co ważne, stopę dywidendy, która jest najwyższa spośród rynków wchodzących (ok. 5% w 2017 r.). Ponadto, ekspansja fiskalna w USA każe przeważać spółki cykliczne, a rynek rosyjski oferuje najlepszą koncentrację takowych.

Gospodarki wschodzące – główne założenia

5. Pozytywnie oceniamy również rynek brazylijski z uwagi na niską bazę wynikową i dwucyfrowy wzrost EPS (+18%) w 2017 r. i silne dźwignie operacyjne w tamtejszych spółkach. Dodatkowo, obecna administracja zakłada ambitny plan reform z limitem wydatków oraz zmianami w systemie emerytalnym na czele. Oba wymagają jednak zmian w konstytucji, co stanowi pewien czynnik ryzyka. W sferze polityki pieniężnej oczekujemy dalszych cięć stóp procentowych, co powinno dalej wspierać rosnące wskaźniki zaufania konsumentów i w przemyśle.
6. W Polsce rok 2017 r. powinien przynieść odreagowanie po słabym 2016 r., lecz naszym zdaniem jego skala będzie niższa niż się oczekuje i całoroczny wynik powyżej 3% wydaje się nierealny. W sferze inwestycji, argumentacja iż za ich spadek odpowiada głównie niskie wydatkowanie środków unijnych oraz silny spadek inwestycji publicznych jest tylko częścią prawdy.
7. W III kw. 2016 r. odnotowano spadek inwestycji we wszystkich typach, w maszynach i urządzeniach po raz pierwszy od IV kw. 2012 r., a sektor nieruchomości w zasadzie nie jest beneficjentem środków unijnych. Do tego należy zauważyć silny spadek wskaźnika klimatu w przemyśle, co skłania do wniosku, iż niepewność polityczno-legislacyjna wpływa na pogorszenie oczekiwań w biznesie i niechęci do inwestowania. Jest to groźne i trudno odwracalne zjawisko, dlatego naszym zdaniem prognozowane odbicie w inwestycjach publicznych nie wystarczy do osiągnięcia 3% wzrostu gospodarczego w 2017 r. Szczególnie, że szczyt umów związanych z nową perspektywą unijną spodziewany jest dopiero na III-IV kw. 2017 r.

Gospodarki wschodzące – główne założenia

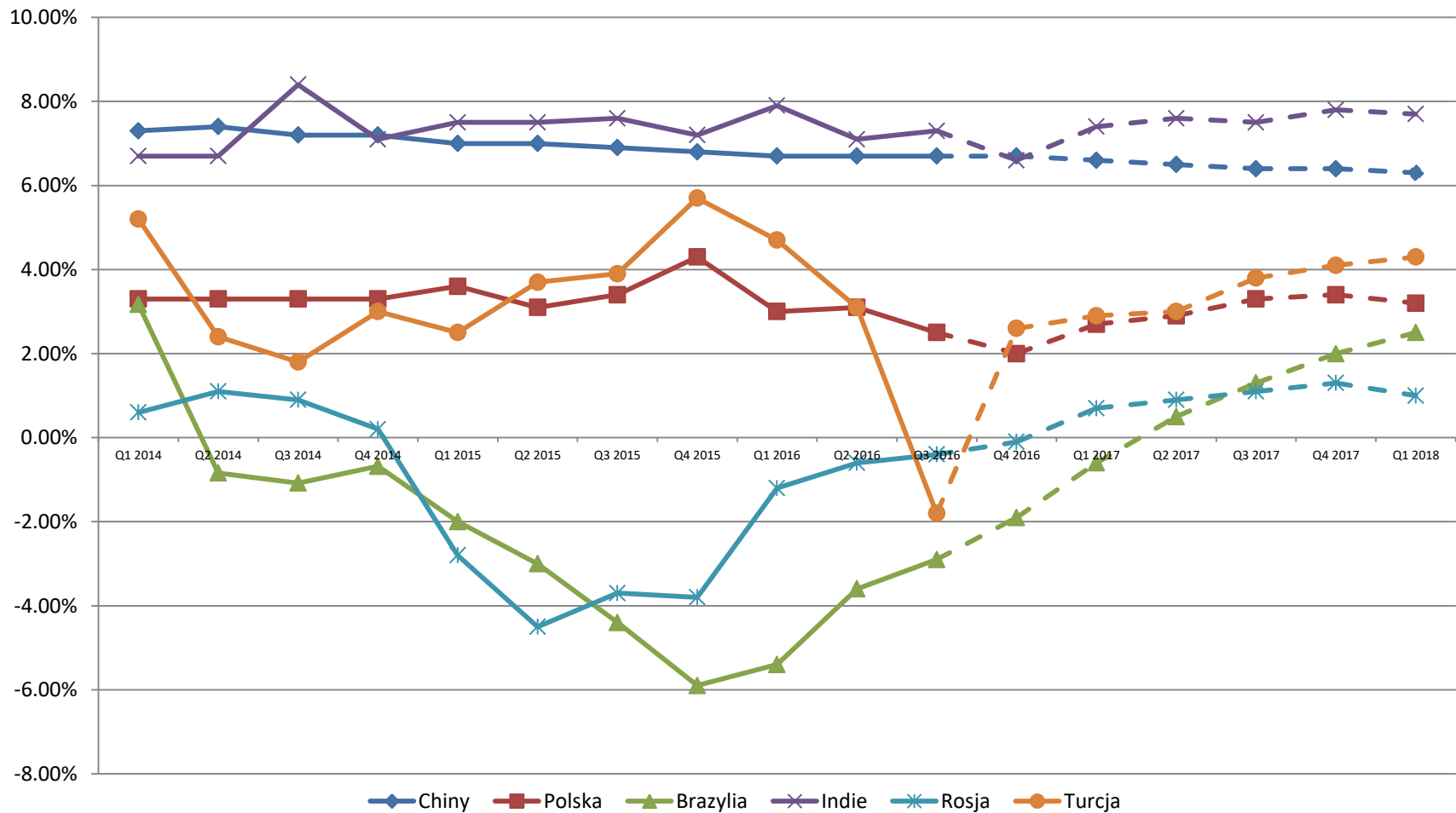
8. Po stronie konsumpcji efekt programu 500+ jest wyraźnie niższy od pierwotnych oczekiwań. Szacunki instytucji analitycznych mówią o niewielkim przełożeniu środków z płatności 500+ na wydatki. Gospodarstwa domowe o niższych dochodach przede wszystkim oddłużają się (co jest pozytywne w długim okresie), natomiast te o wyższych dochodach nie odczuły istotnego zwiększenia dochodu rozporządzalnego i nie zwiększyły konsumpcji. Co więcej, zamożne gospodarstwa domowe mogą antycypować przyszły wzrost podatków i, w związku z tym, nawet zmniejszać konsumpcję na rzecz oszczędności. Z drugiej strony, obecnie nie da się wykluczyć, że efekt programu 500+ jest póki co opóźniony i dopiero w II kw. 2017 r. będzie można ocenić jego skutki.
9. W kontekście polskiego rynku nadal istotnym tematem jest transfer środków z OFE do Funduszu Rezerwy Demograficznej oraz „funduszy inwestycyjnych”. O ile kwestia transferu do FRD (25% aktywów OFE) jest raczej jasna, o tyle przeniesienie reszty aktywów do funduszy inwestycyjnych jest mocno niejasne i problematyczne. Przede wszystkim, utworzenie funduszu wymaga każdorazowo zgody KNF. Nie jest jasne, do których TFI trafiłyby środki. W scenariuszu bazowym zakładamy, że aktywa OFE pozostaną w ramach danej grupy kapitałowej (tzn. aktywa PKO OFE do PKO TFI, NN OFE do NN TFI itd.).
10. Niemniej, mimo braku ryzyka oficjalnej nacjonalizacji OFE, uważamy że takie rozwiązanie i tak generuje ryzyko zbyt dużej pośredniej koncentracji w akcjonariacie części spółek, co może powodować wzrost ryzyka politycznego i trwałe dyskonto w stosunku do spółek, które do tej pory były stricte w prywatnych rękach. W długim terminie może to ciążyć na wycenach polskich spółek i utrzymywać lub poszerzać dyskonto MSCI Poland do MSCI Emerging Markets.

Rynki wchodzące vs USD oraz stopy procentowe w USA



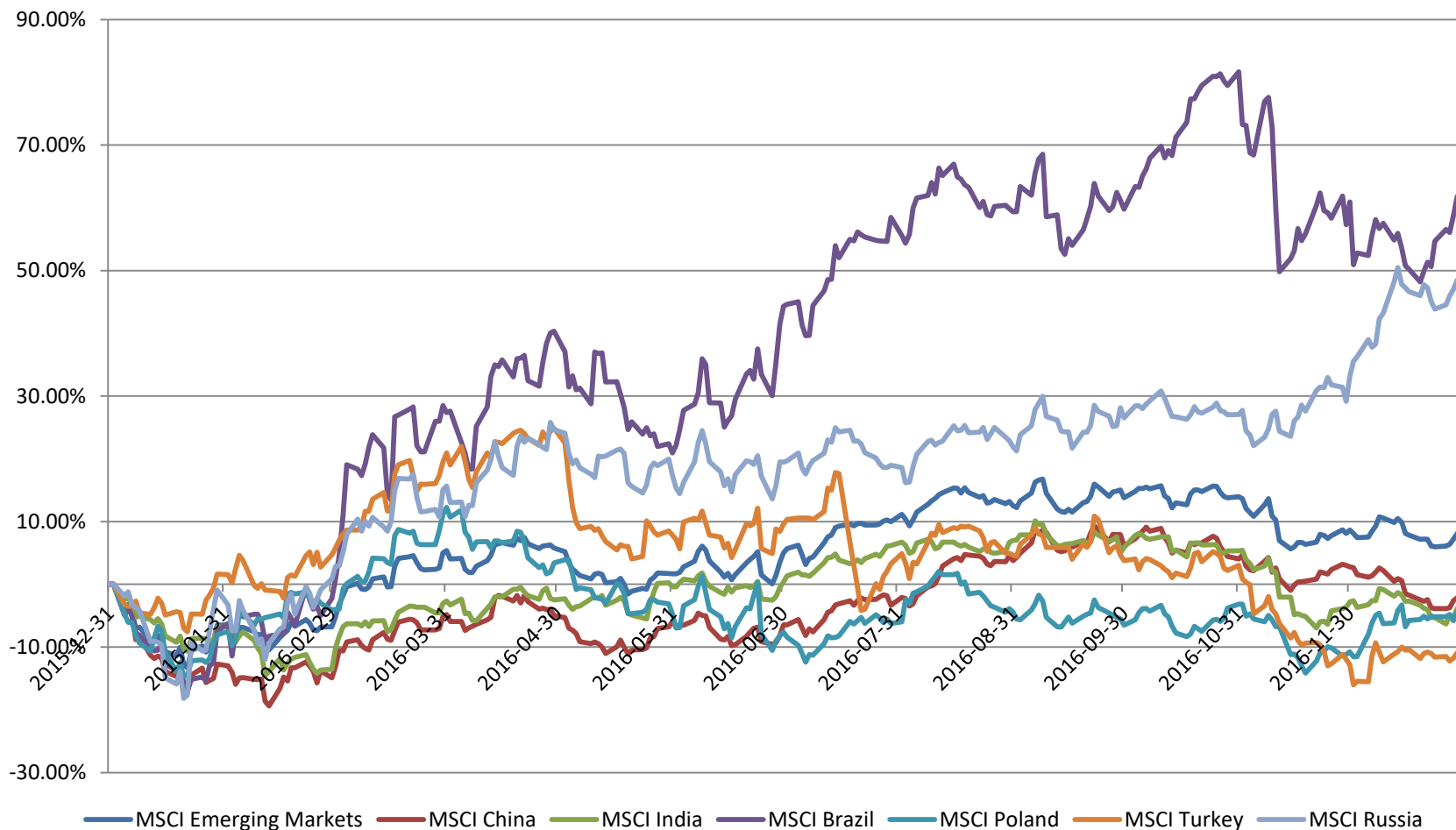
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamiki roczne PKB w krajach rozwijających się



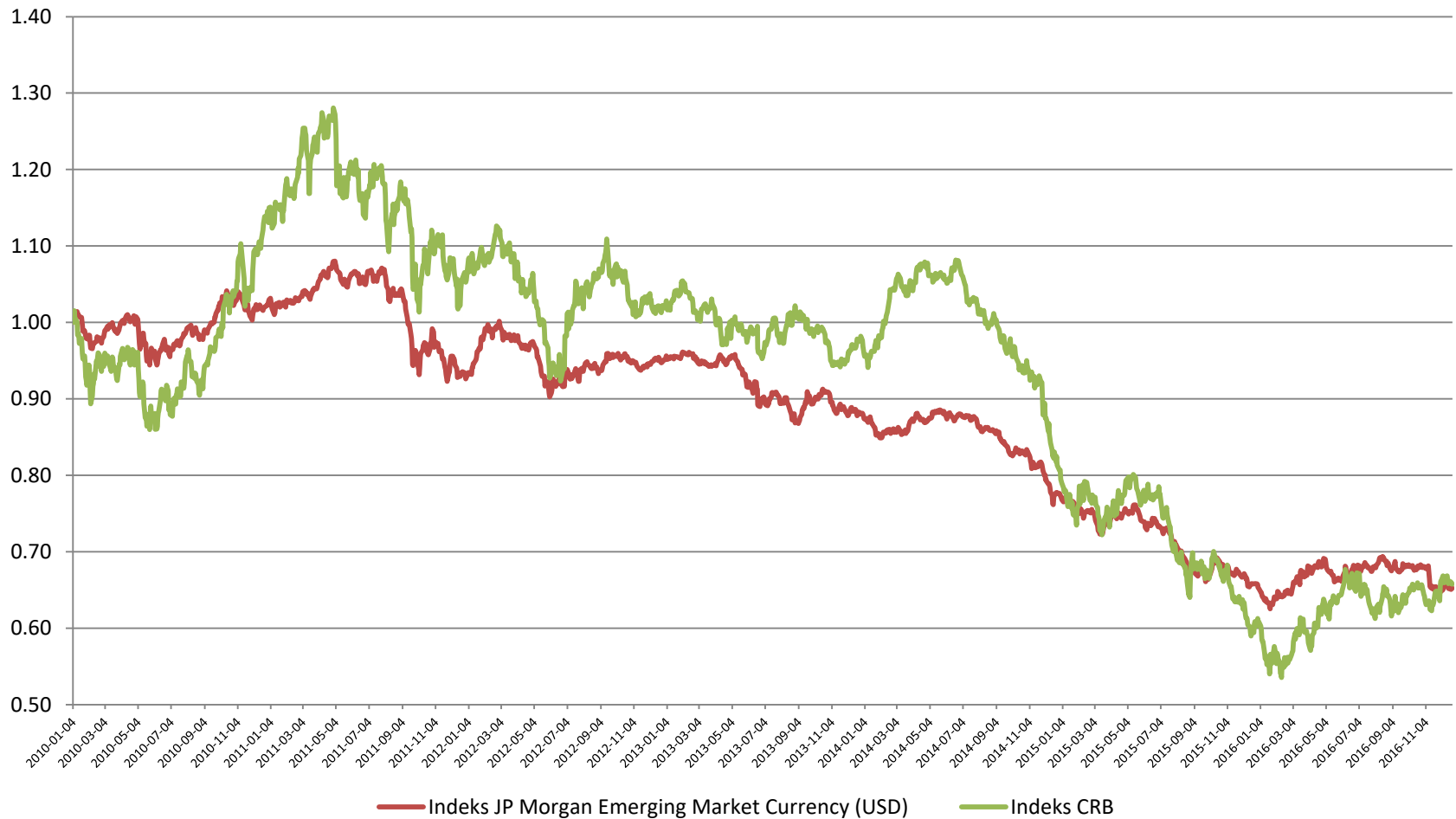
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Zachowanie wybranych rynków akcji w grupie *emerging markets*



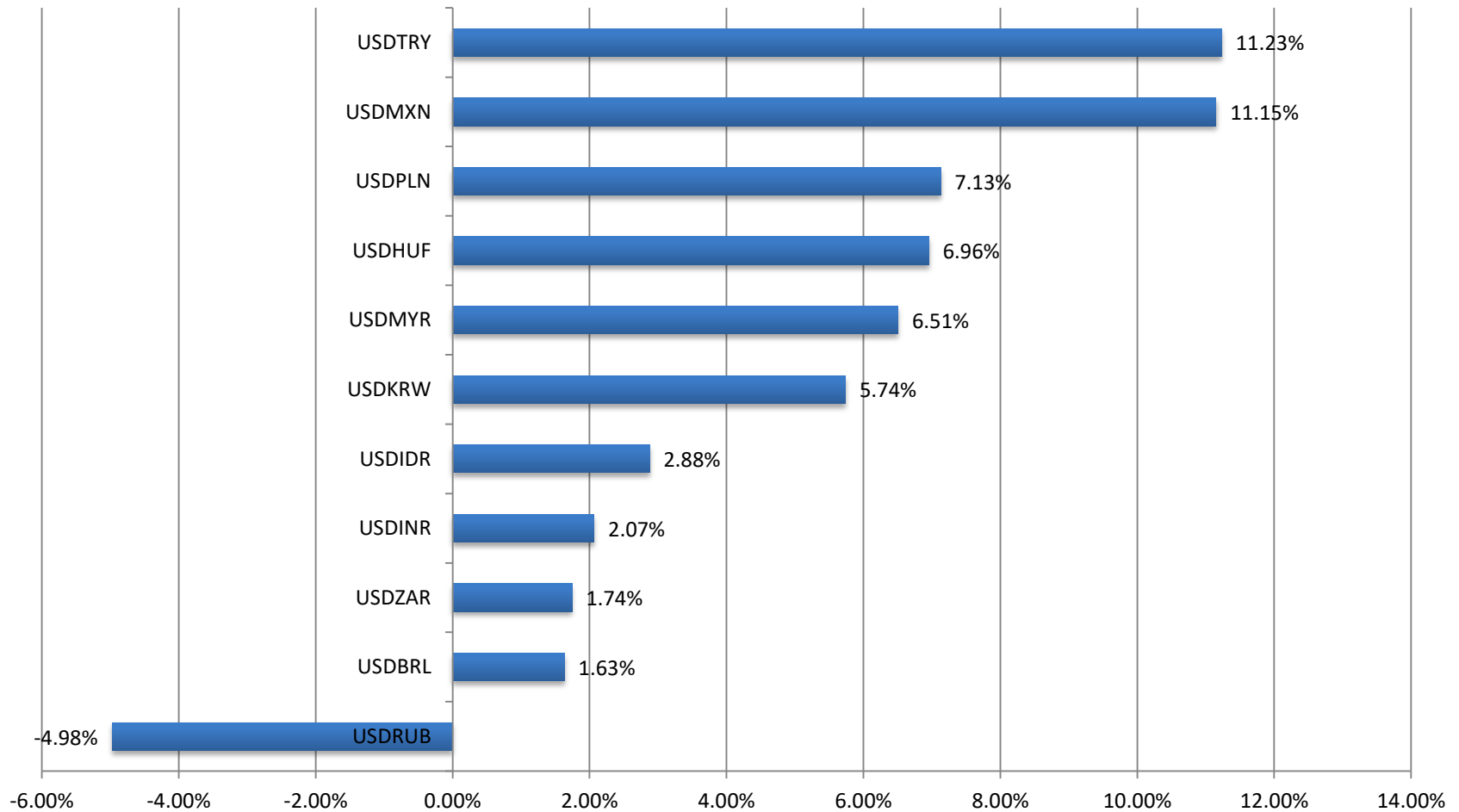
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynki surowcowe vs waluty rynków wschodzących



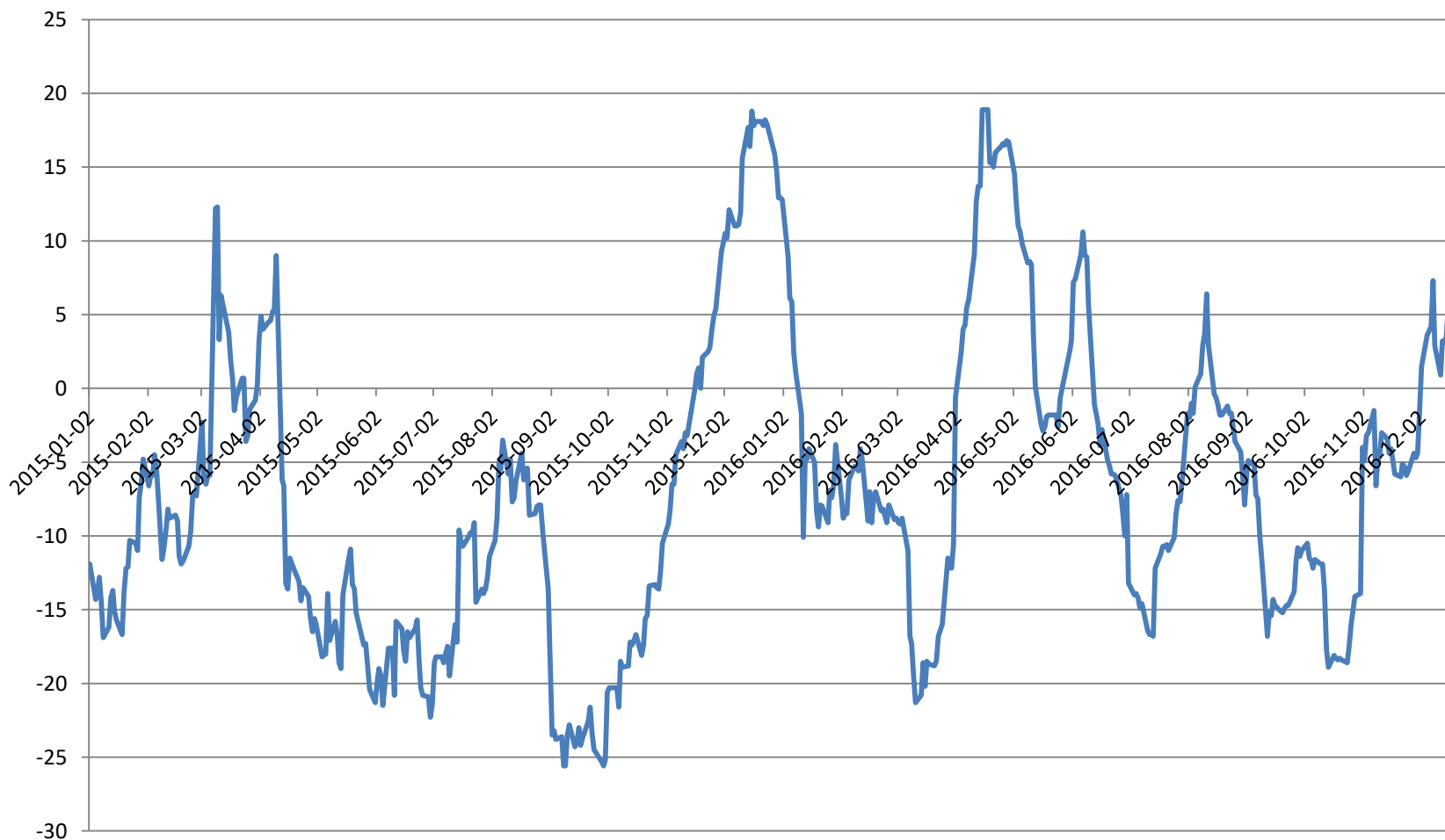
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Zachowanie walut wschodzących względem USD po wygranej Donalda Trumpa



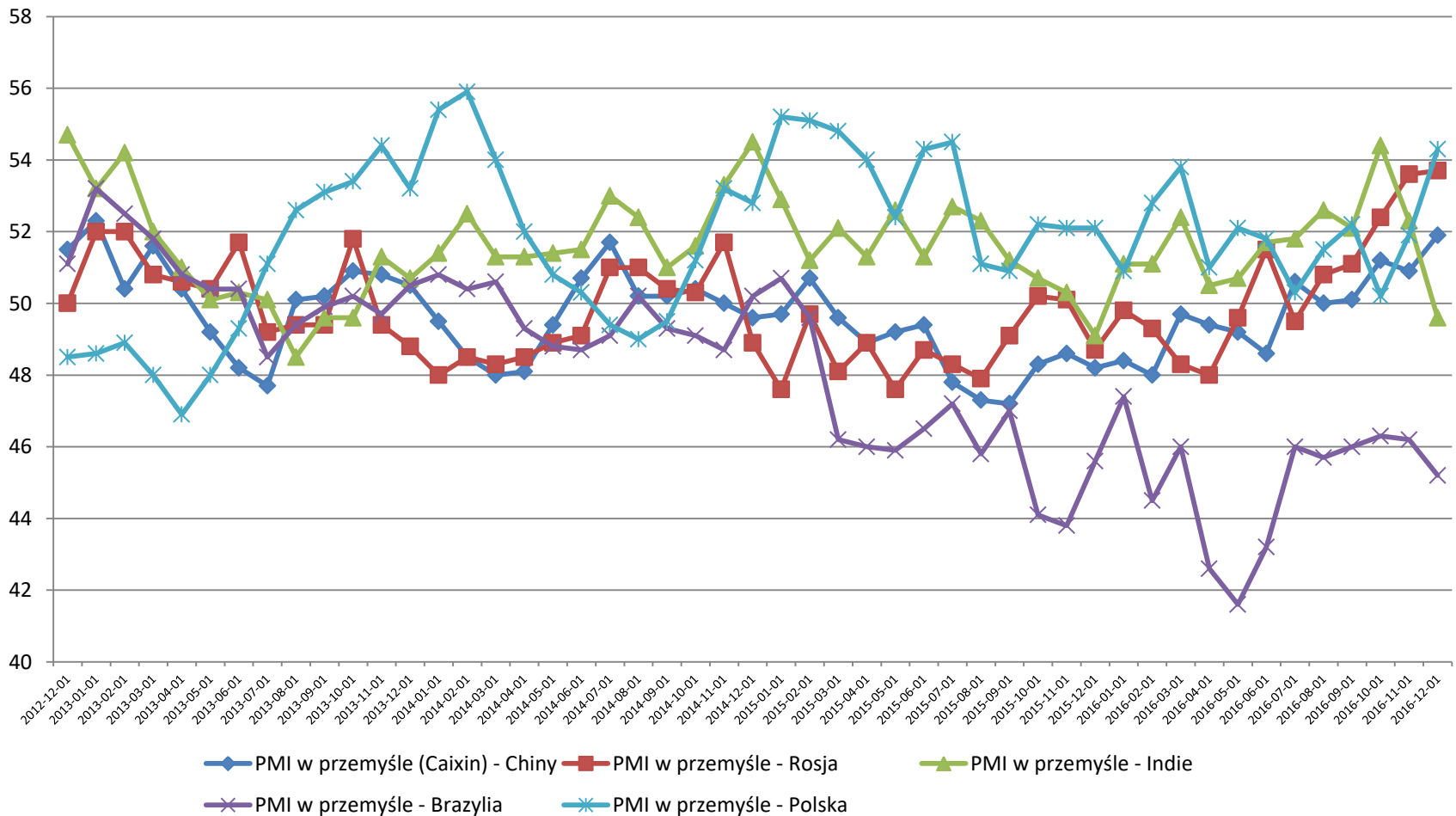
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne dane za okres 7.11-29.12.2016.

Indeks Citi Economic Surprise dla rynków wschodzących



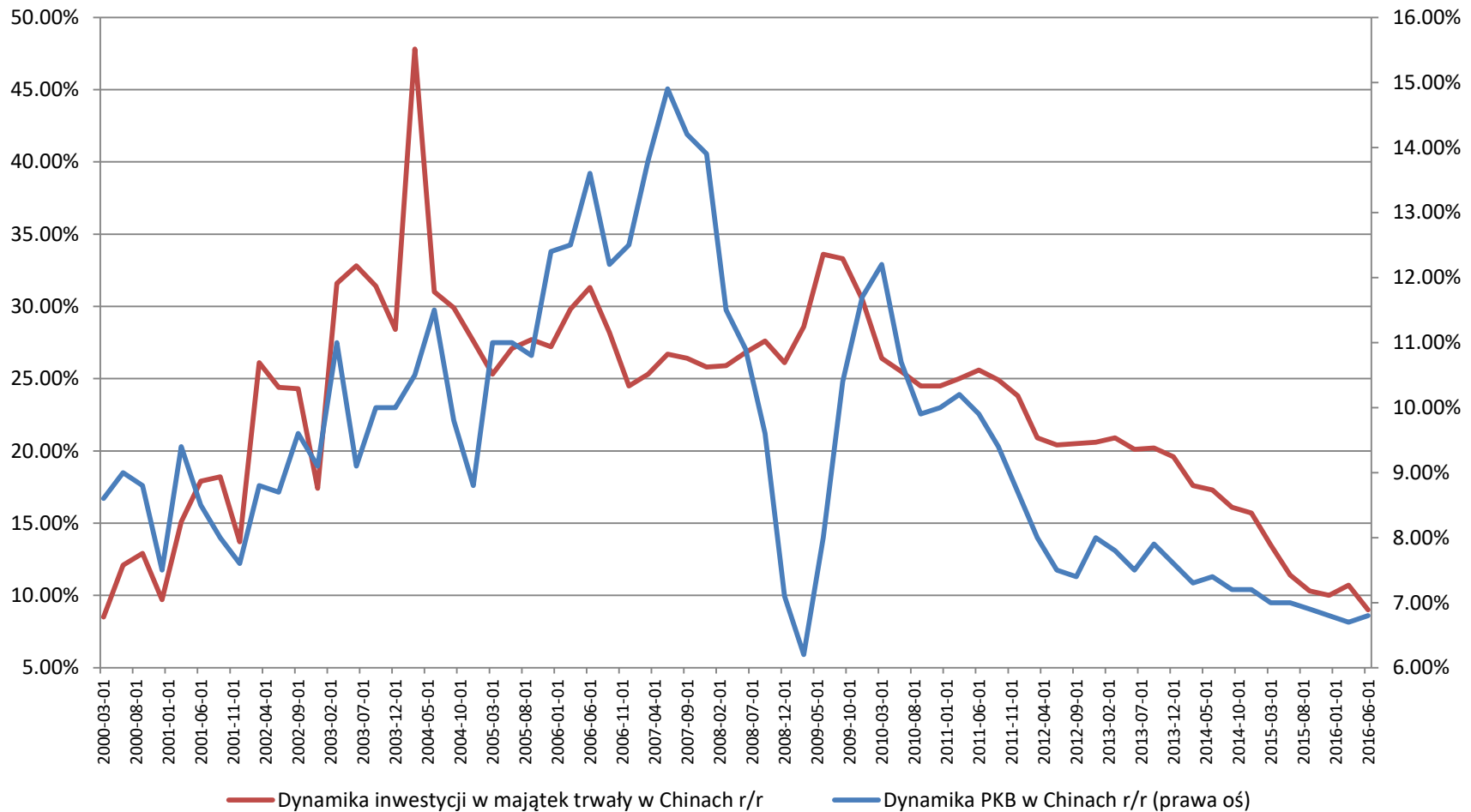
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeksy PMI w przemyśle dla gospodarek rozwijających się



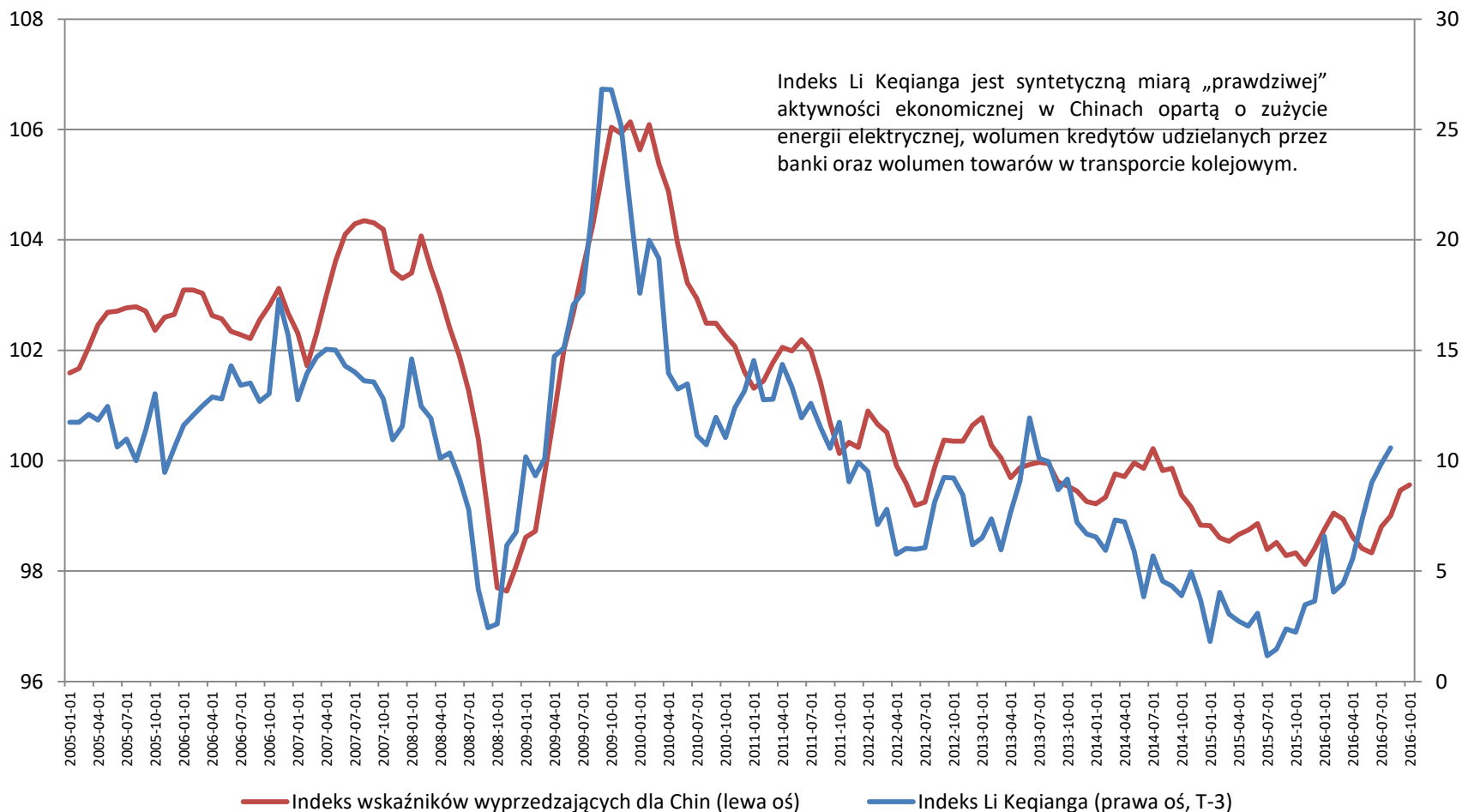
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika chińskiego wzrostu gospodarczego vs inwestycje w majątek trwały



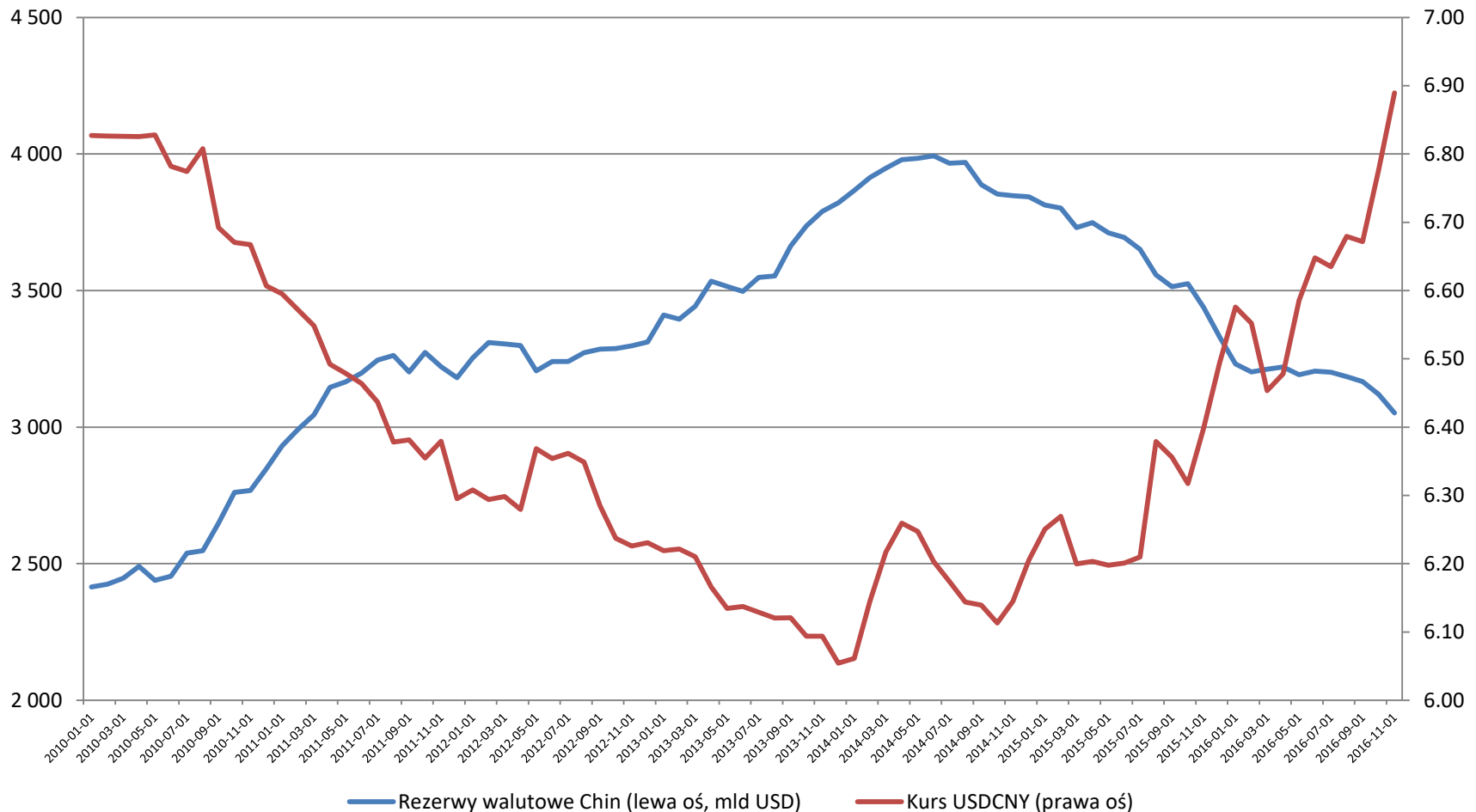
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Li Keqiang vs indeks wskaźników wyprzedzających



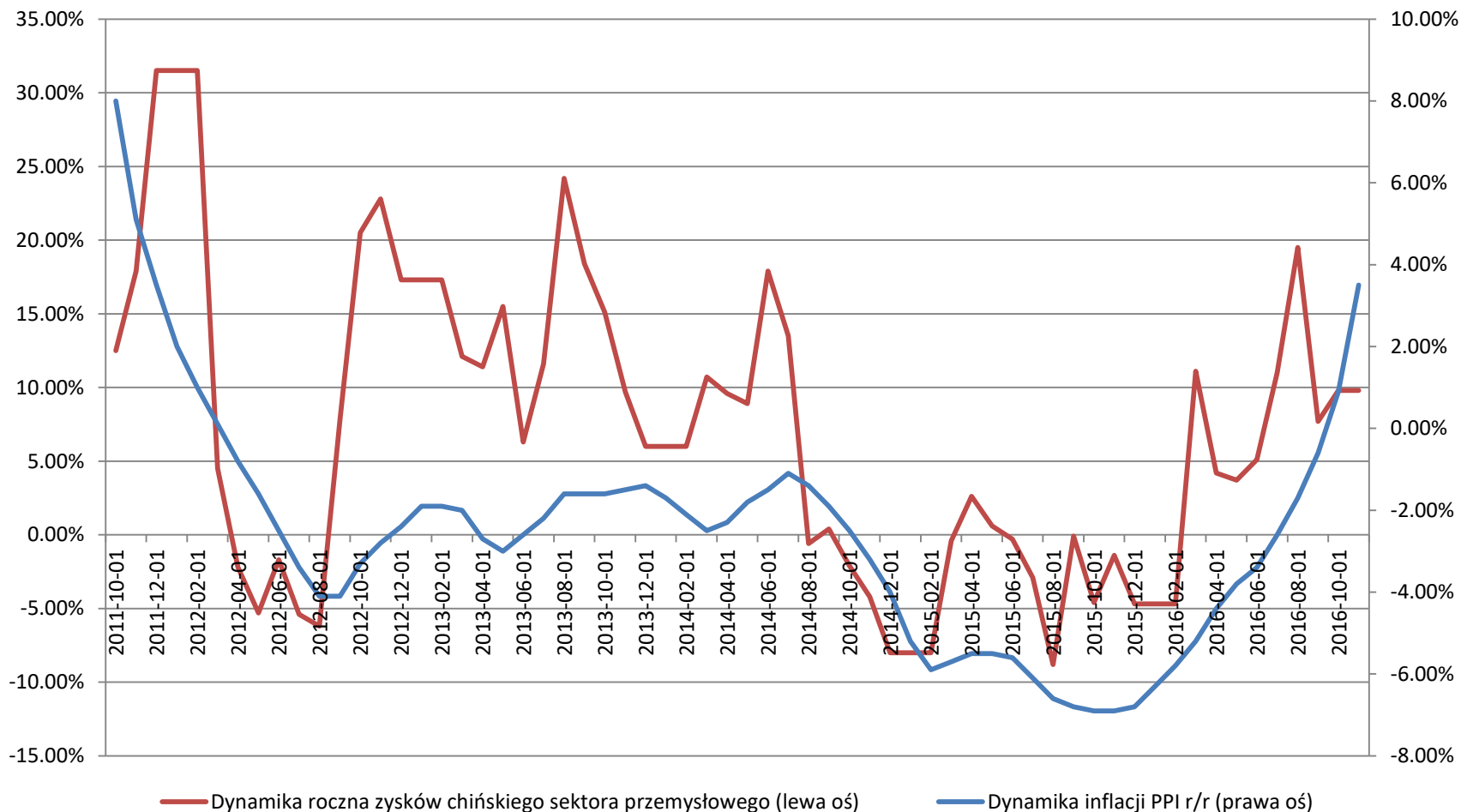
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rezerwy walutowe Chin oraz kurs yuana wobec USD



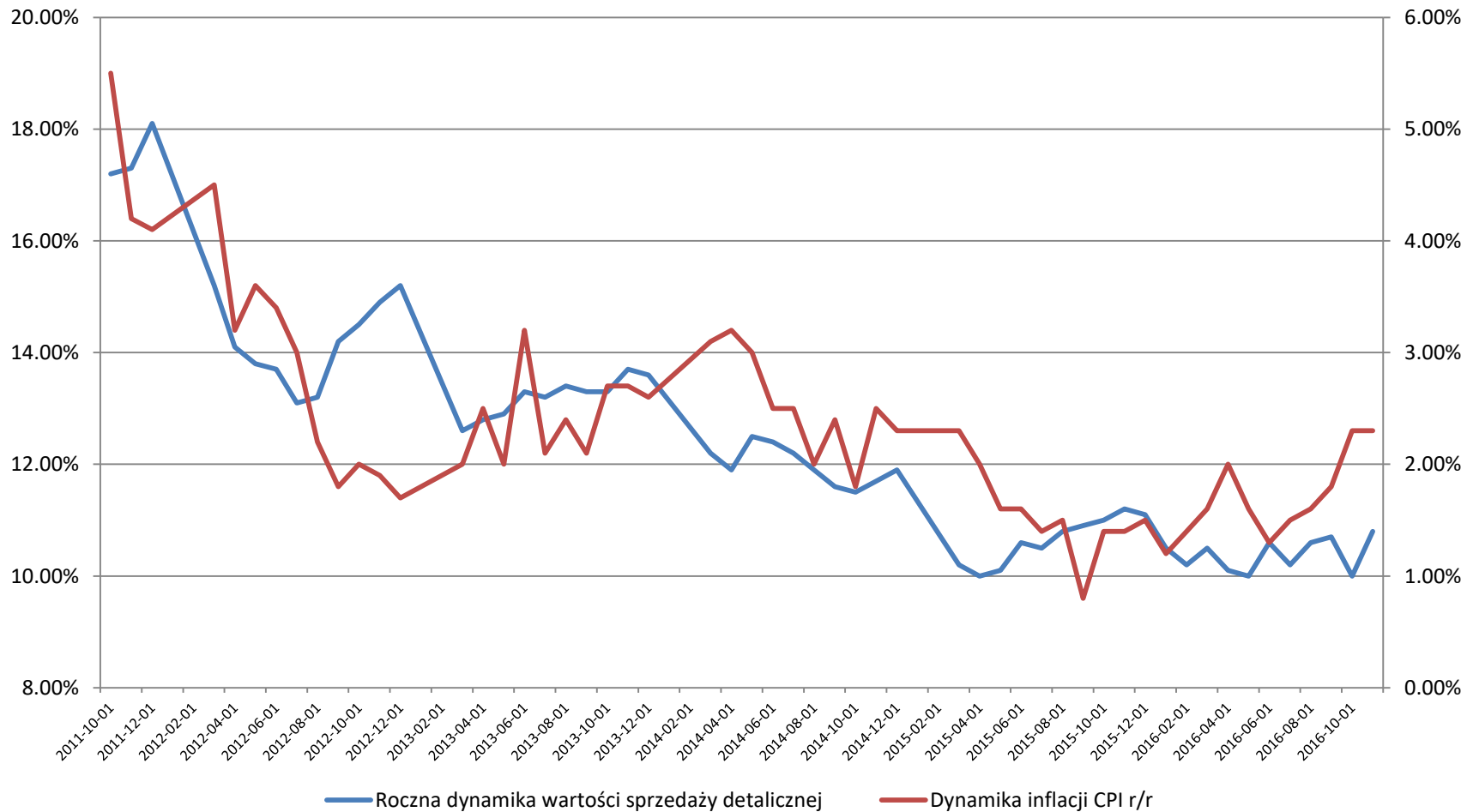
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika inflacji PPI vs rentowność w chińskim przemyśle



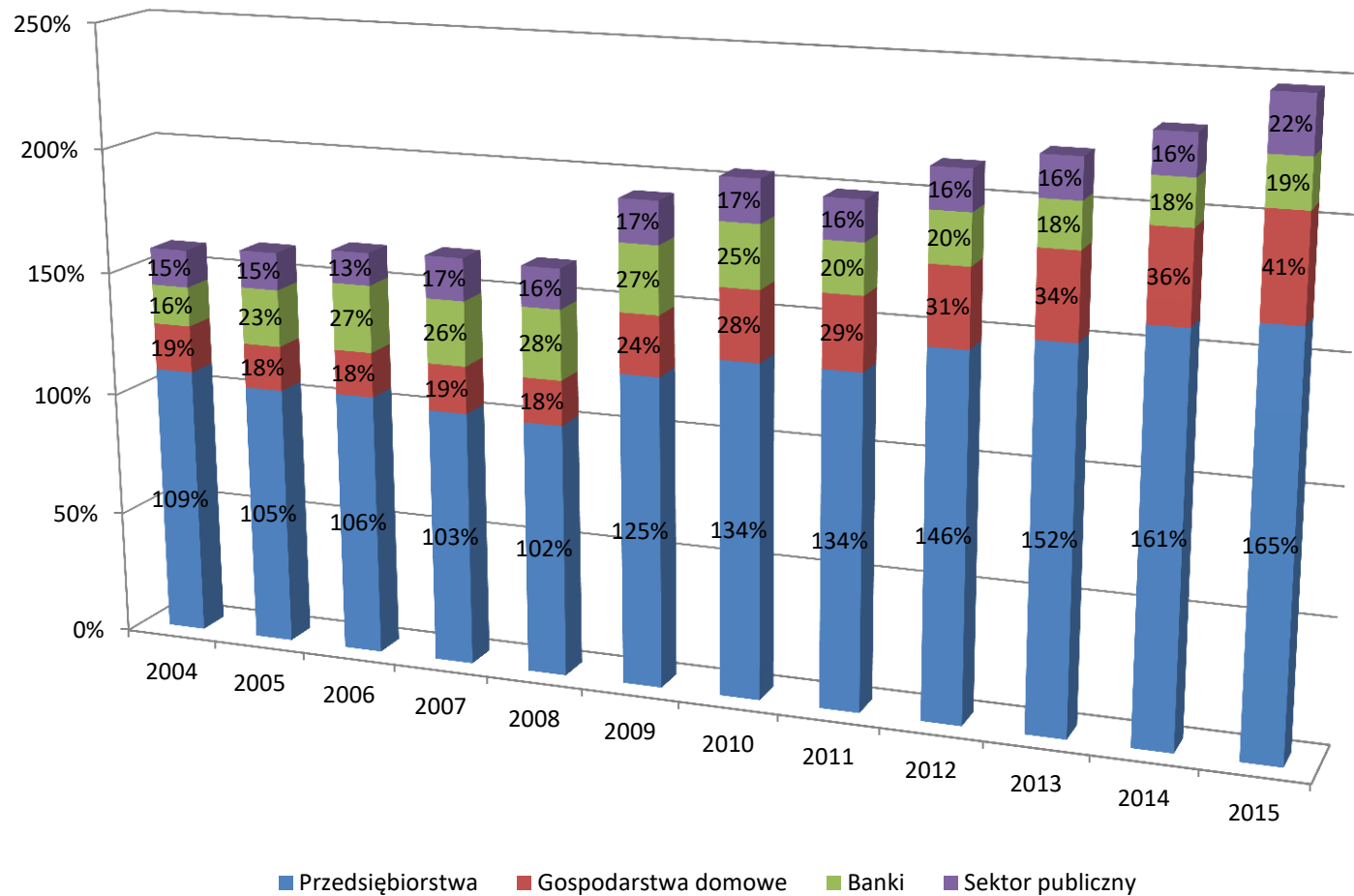
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Sprzedaż detaliczna vs inflacja CPI w Chinach



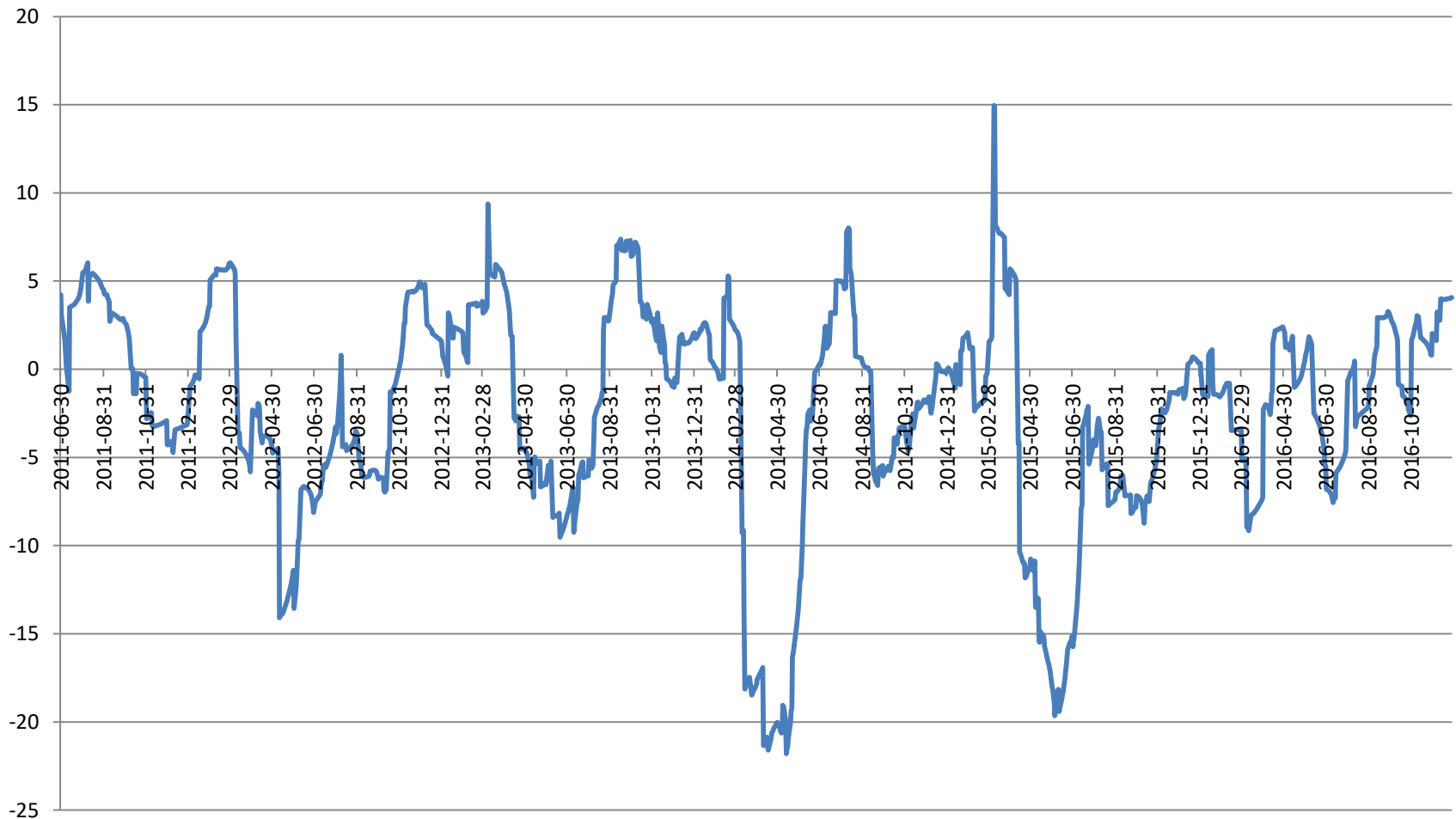
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Zadłużenie w chińskiej gospodarce



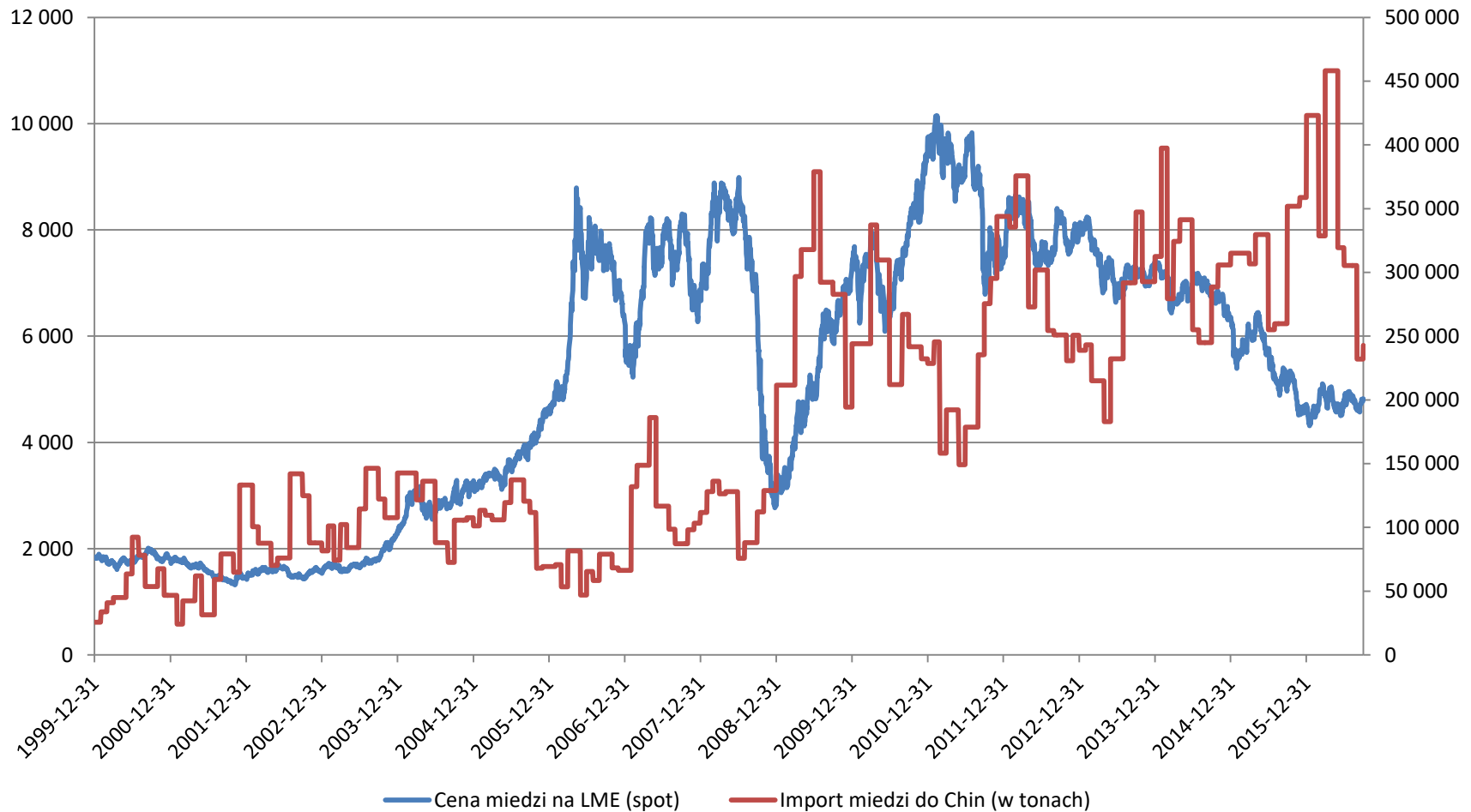
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla Chin



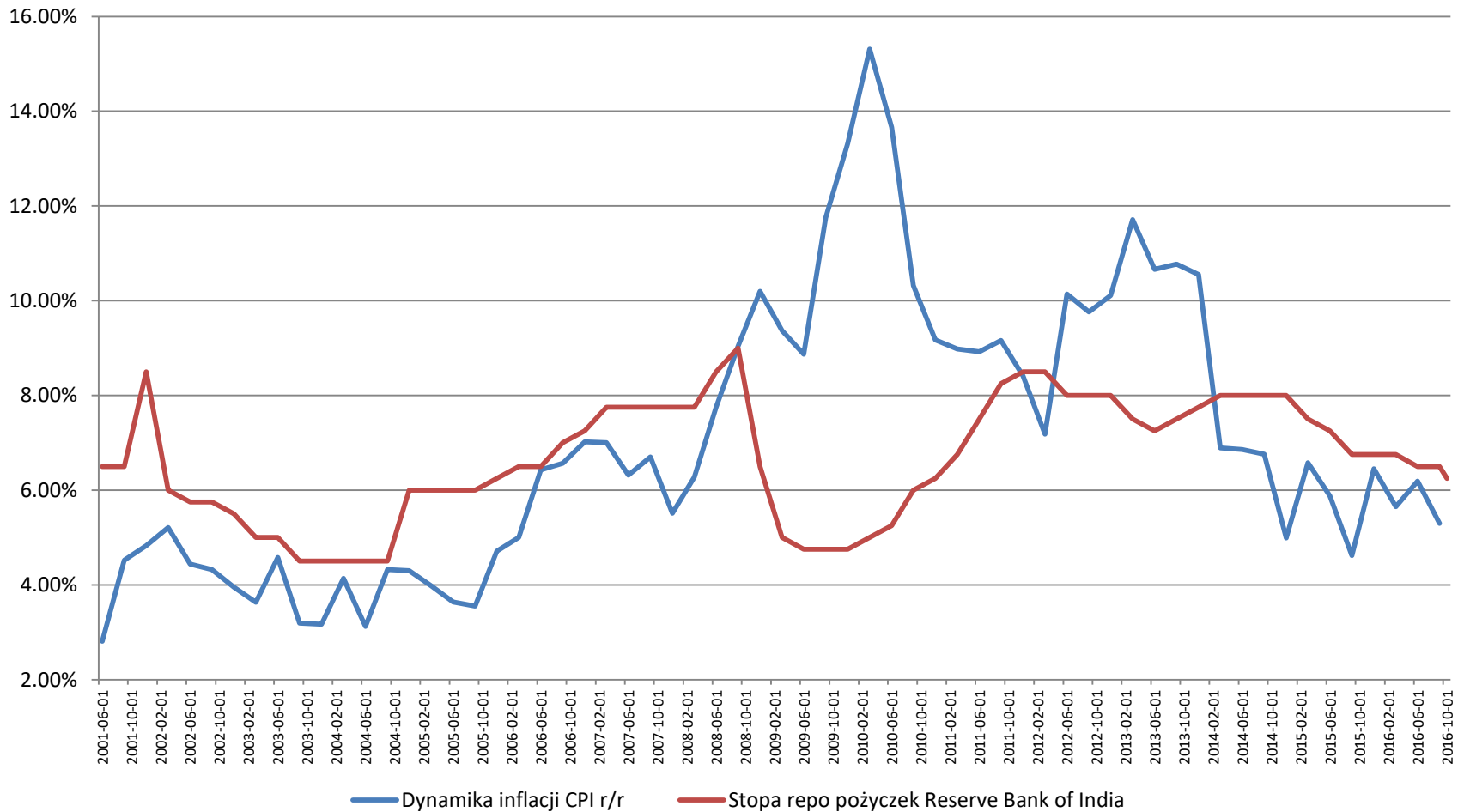
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Import miedzi do Chin vs cena miedzi



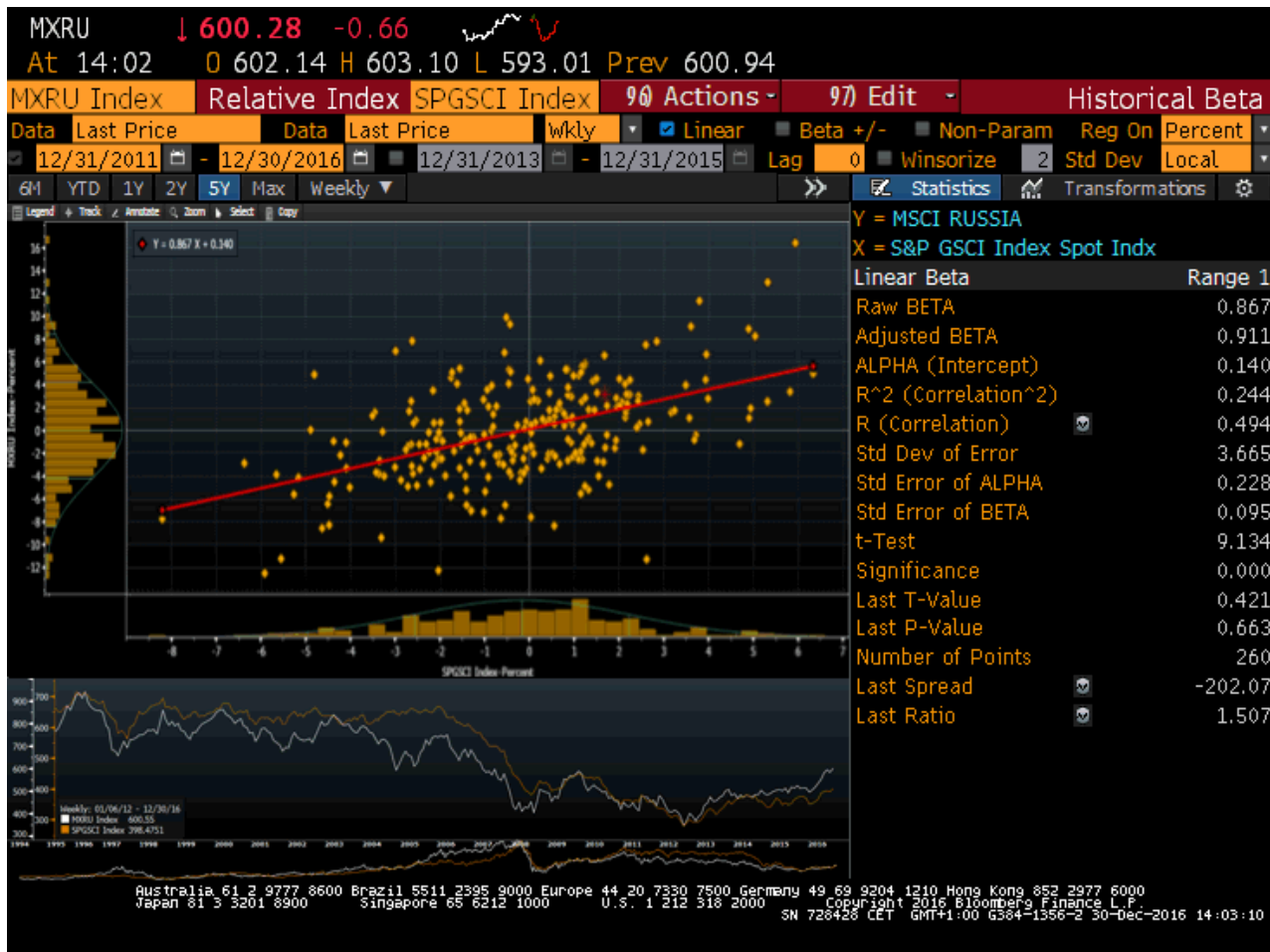
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Inflacja vs stopy procentowe w Indiach



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks MSCI Russia vs indeks S&P GSCI



Regresja indeksu MSCI Russia względem indeksu surowcowego S&P GSCI pokazuje umiarkowaną (wsp. korelacji = 0.494) dodatnią korelację stóp zwrotu z obu indeksów.

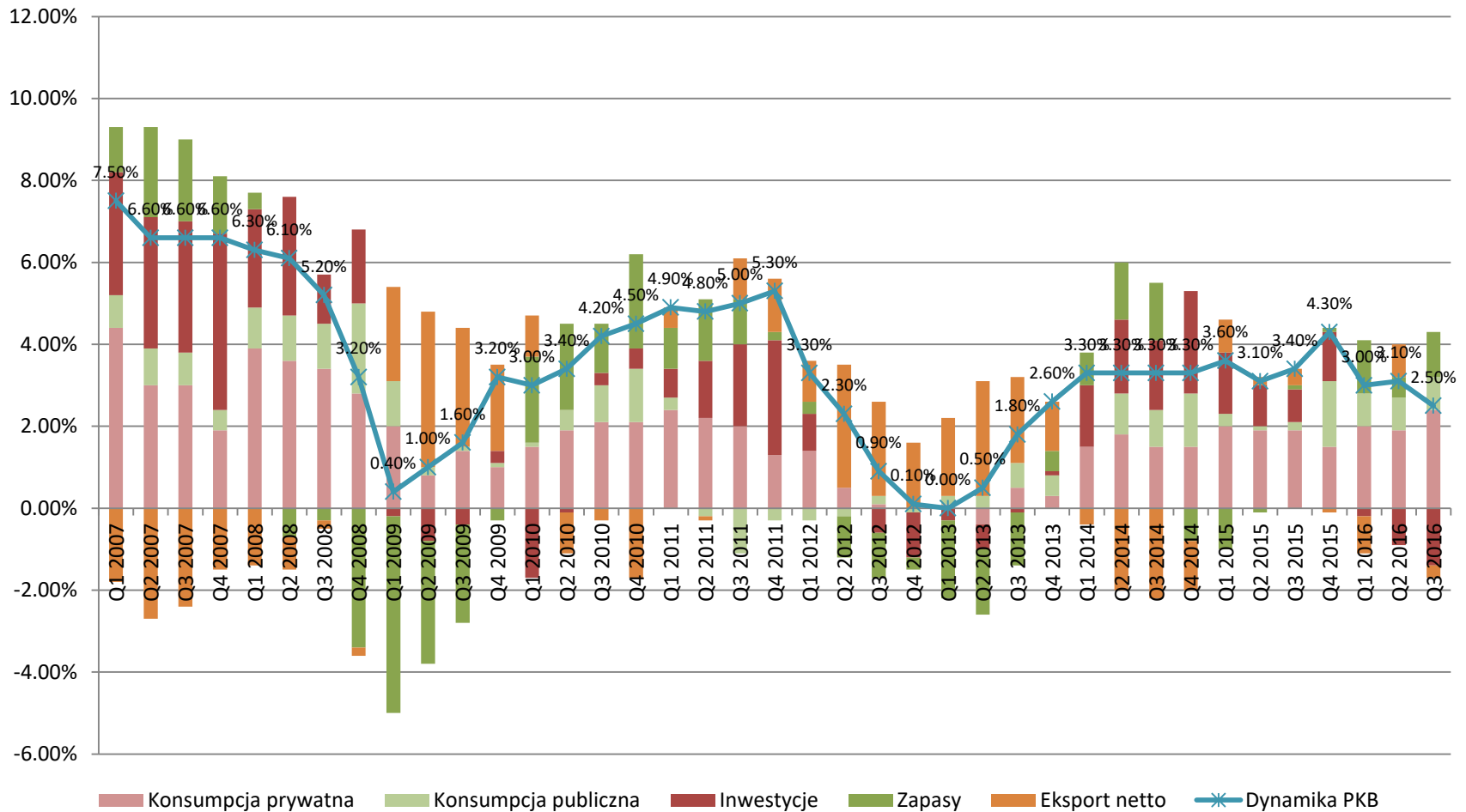
W przypadku wielu innych indeksów rynków akcji (np. MSCI Brazil, STOXX Europe 600 itd.) współczynnik korelacji w analogicznym zestawie danych nie przekracza 0.3

Indeks S&P GSCI w prawie 80% składa się z surowców energetycznych.

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

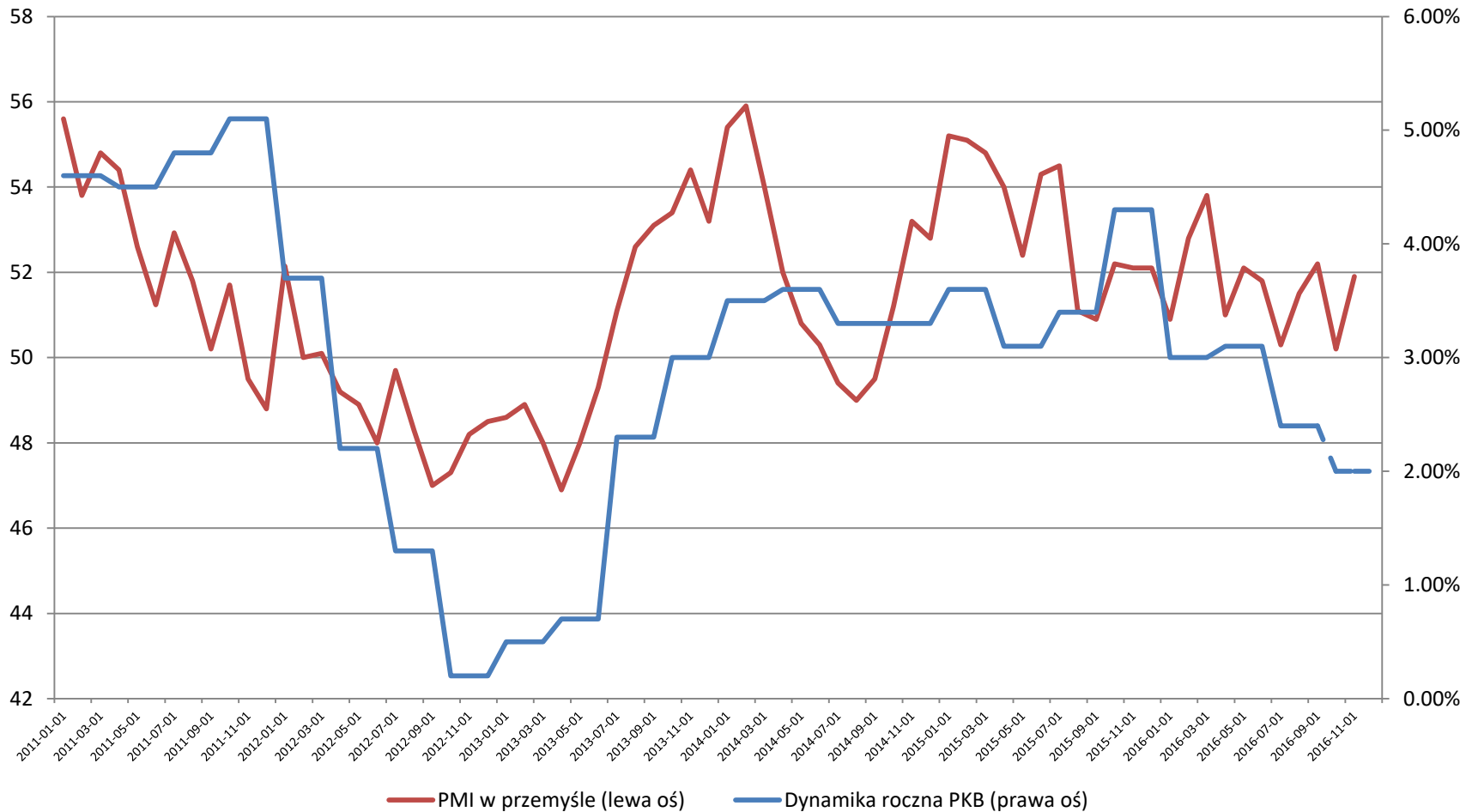
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

Dynamika PKB Polski + kontrybucje do wzrostu gospodarczego



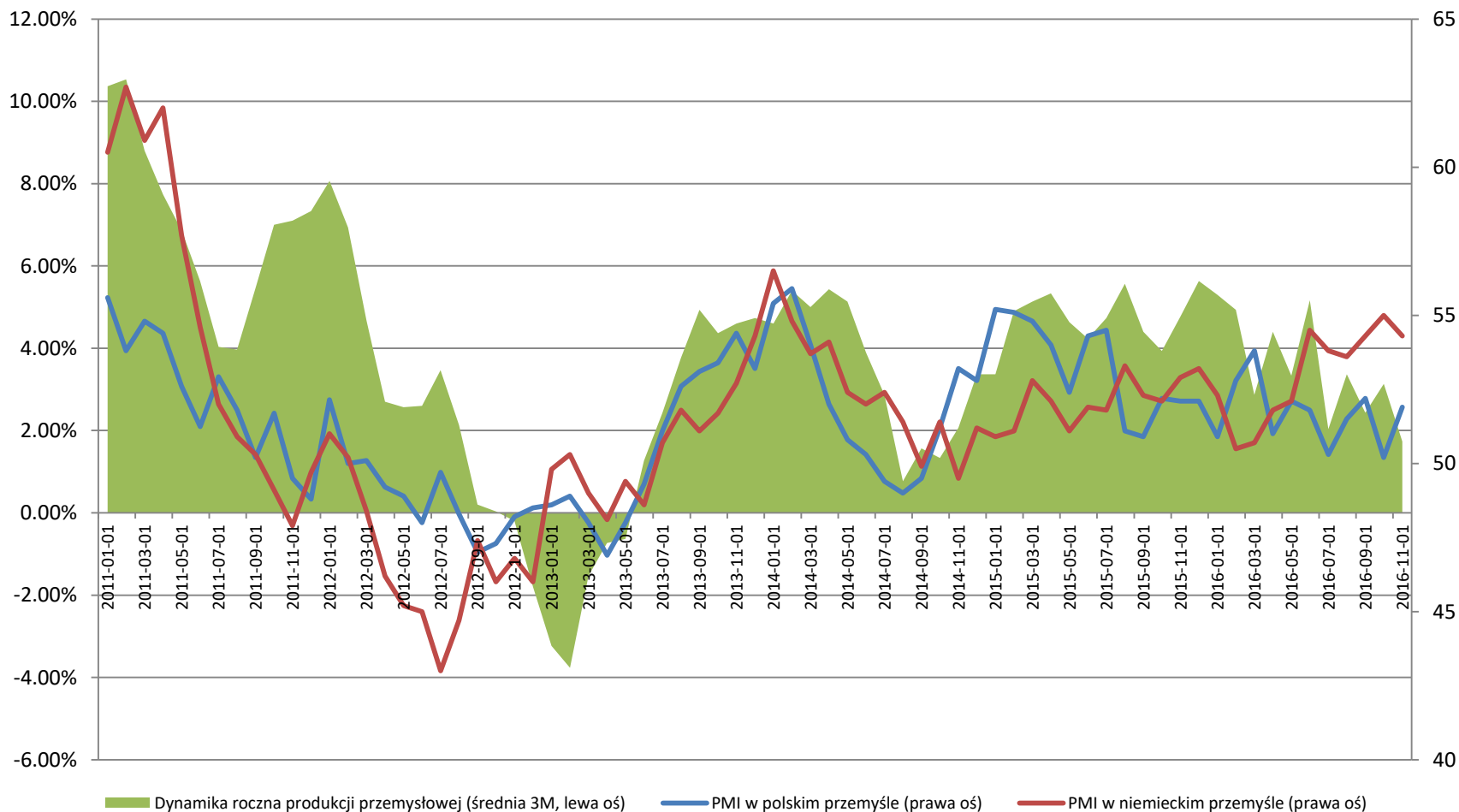
Źródło: GUS, obliczenia własne.

Dynamika PKB w Polsce vs PMI w przemyśle



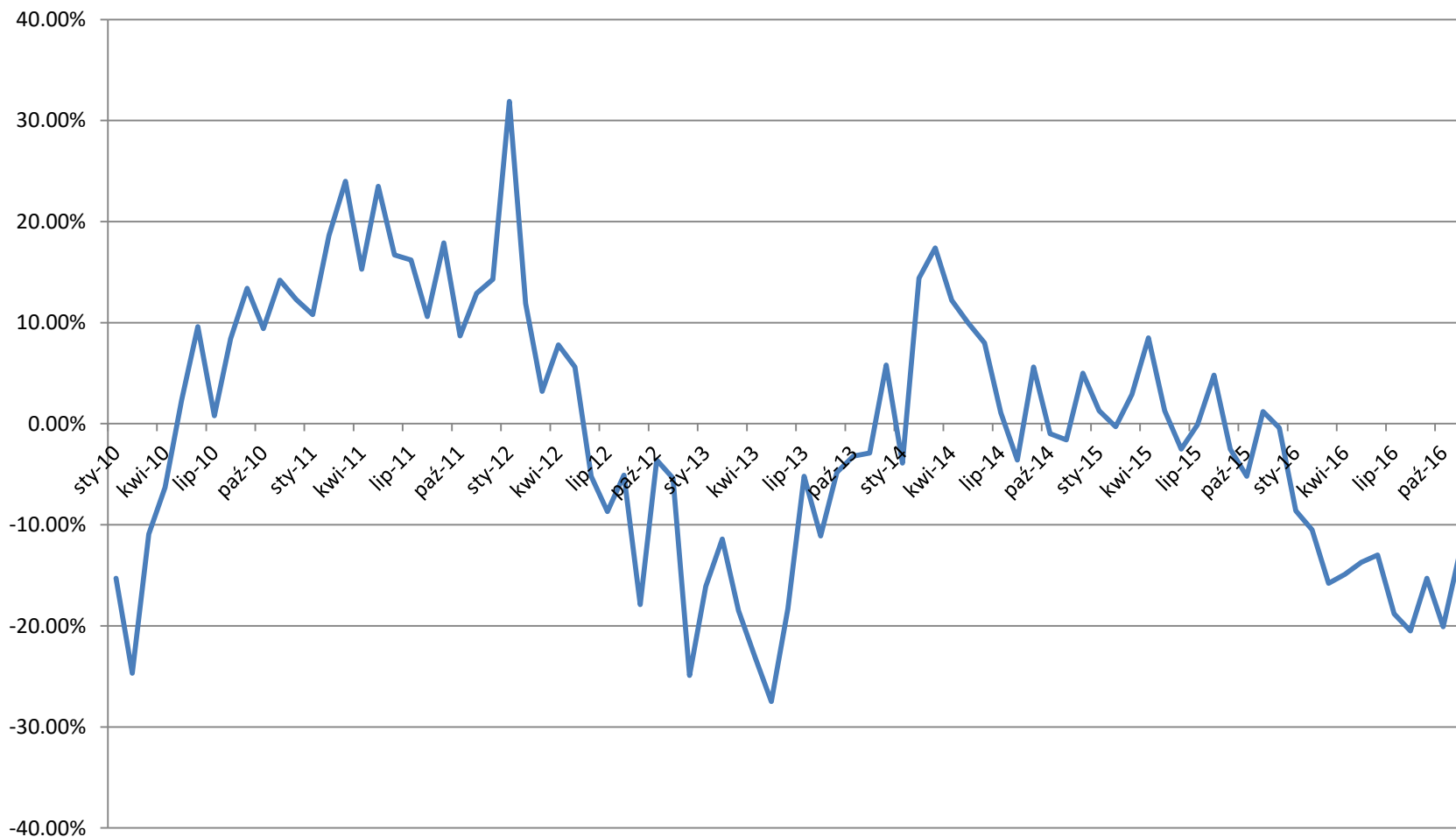
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Produkcja przemysłowa vs PMI w przemyśle polskim i niemieckim



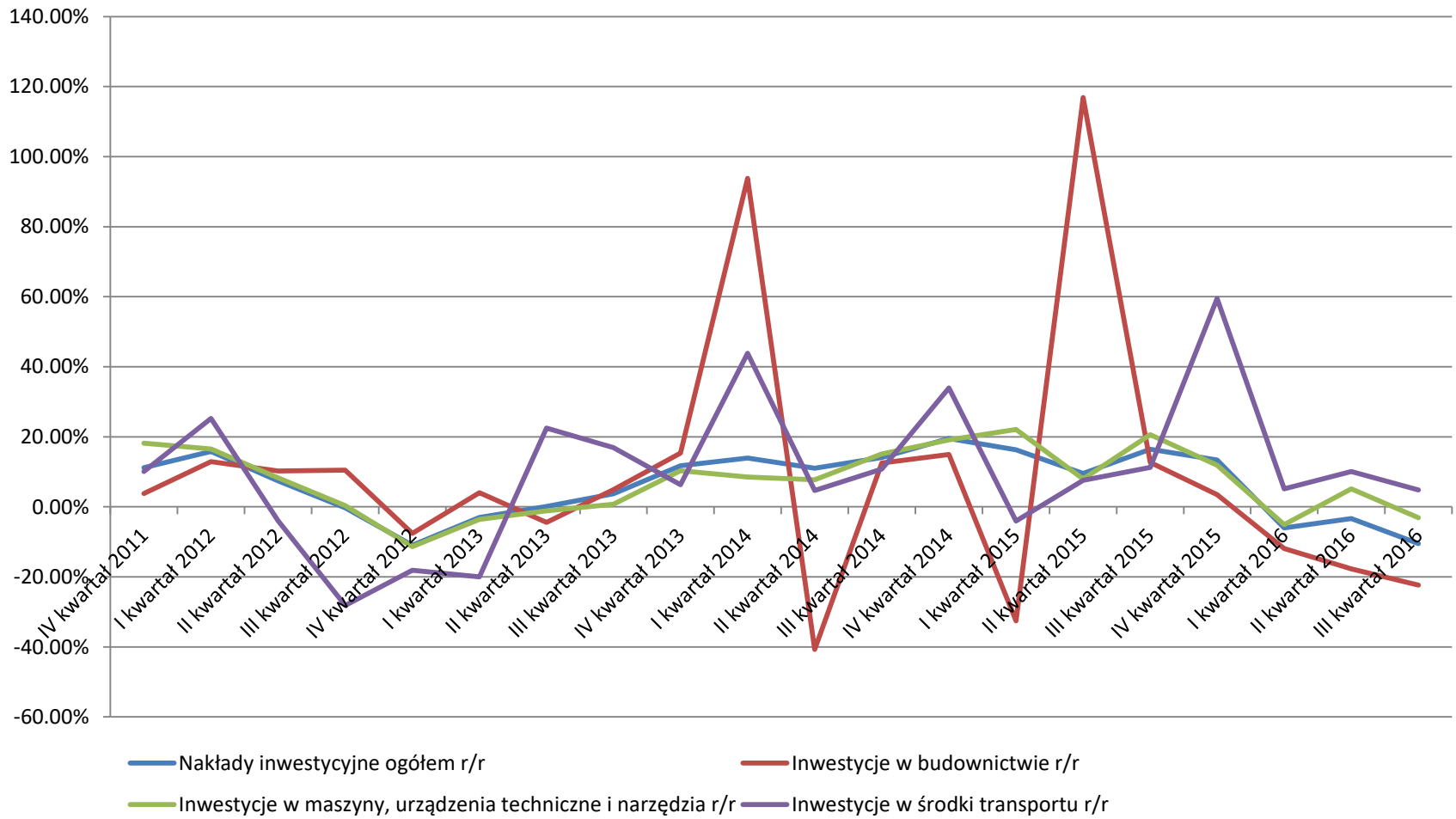
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika roczna produkcji budowlano-montażowej w Polsce



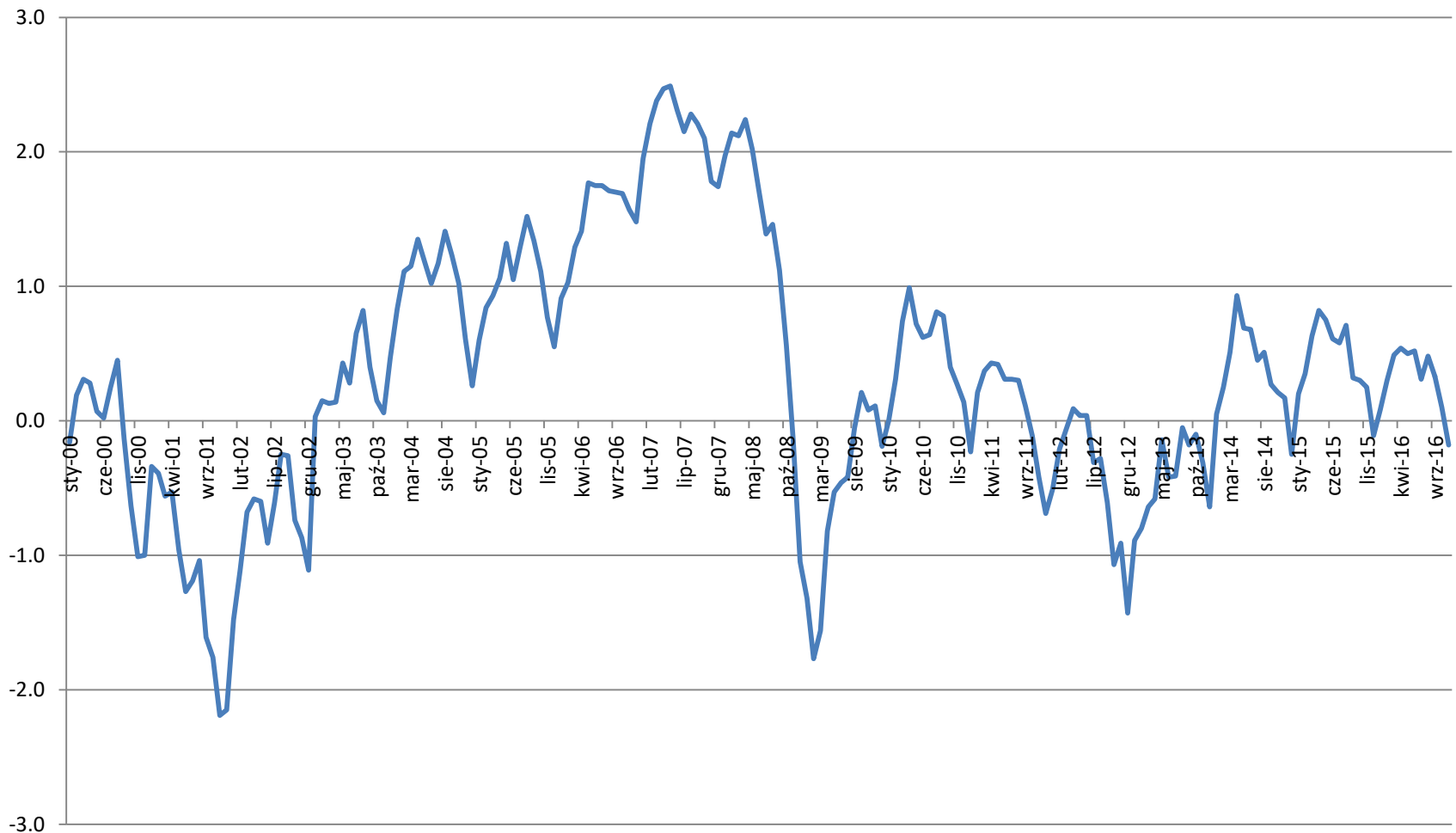
Źródło: GUS, obliczenia własne.

Dynamika roczna składowych inwestycji



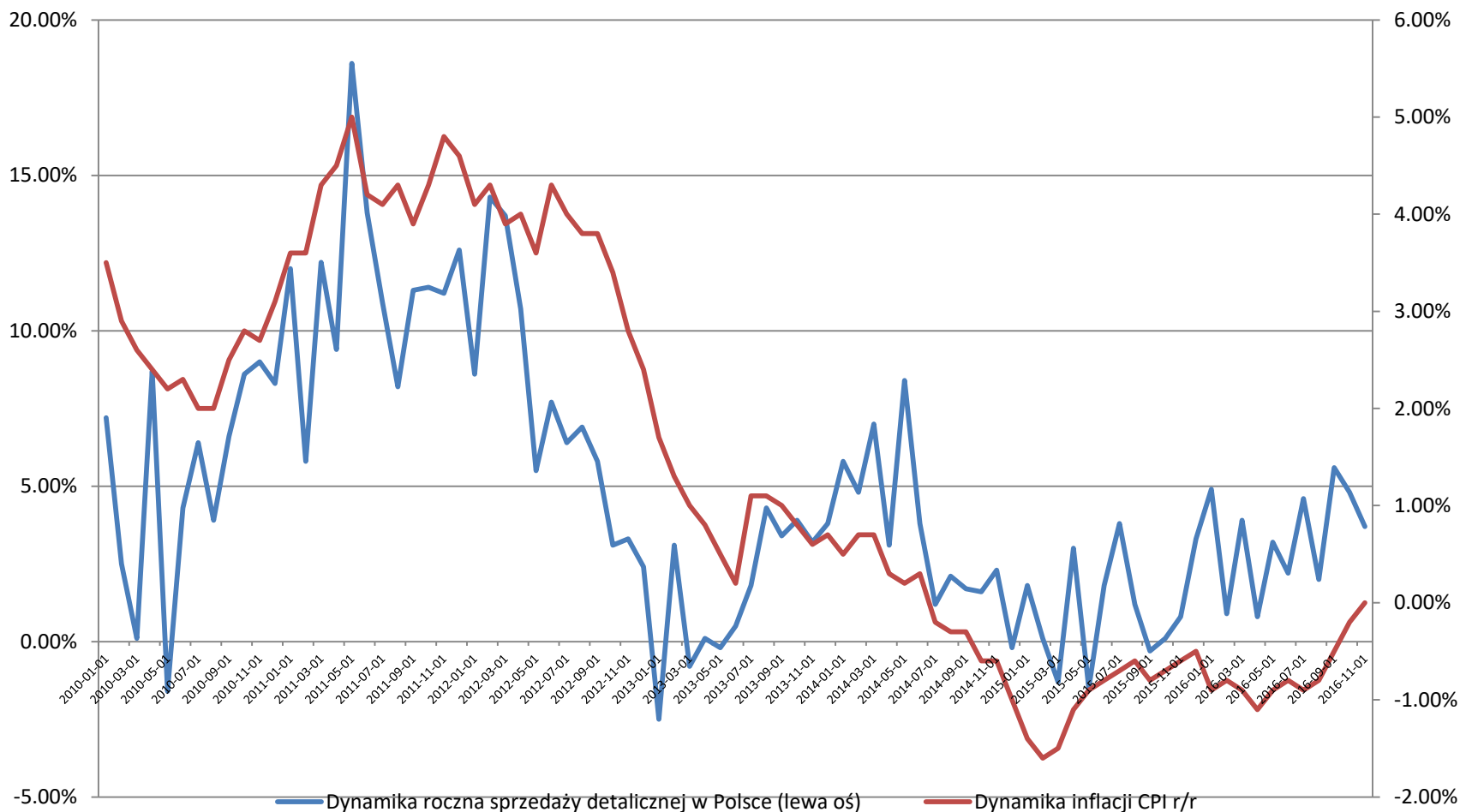
Źródło: GUS, obliczenia własne.

Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury – przetwórstwo przemysłowe



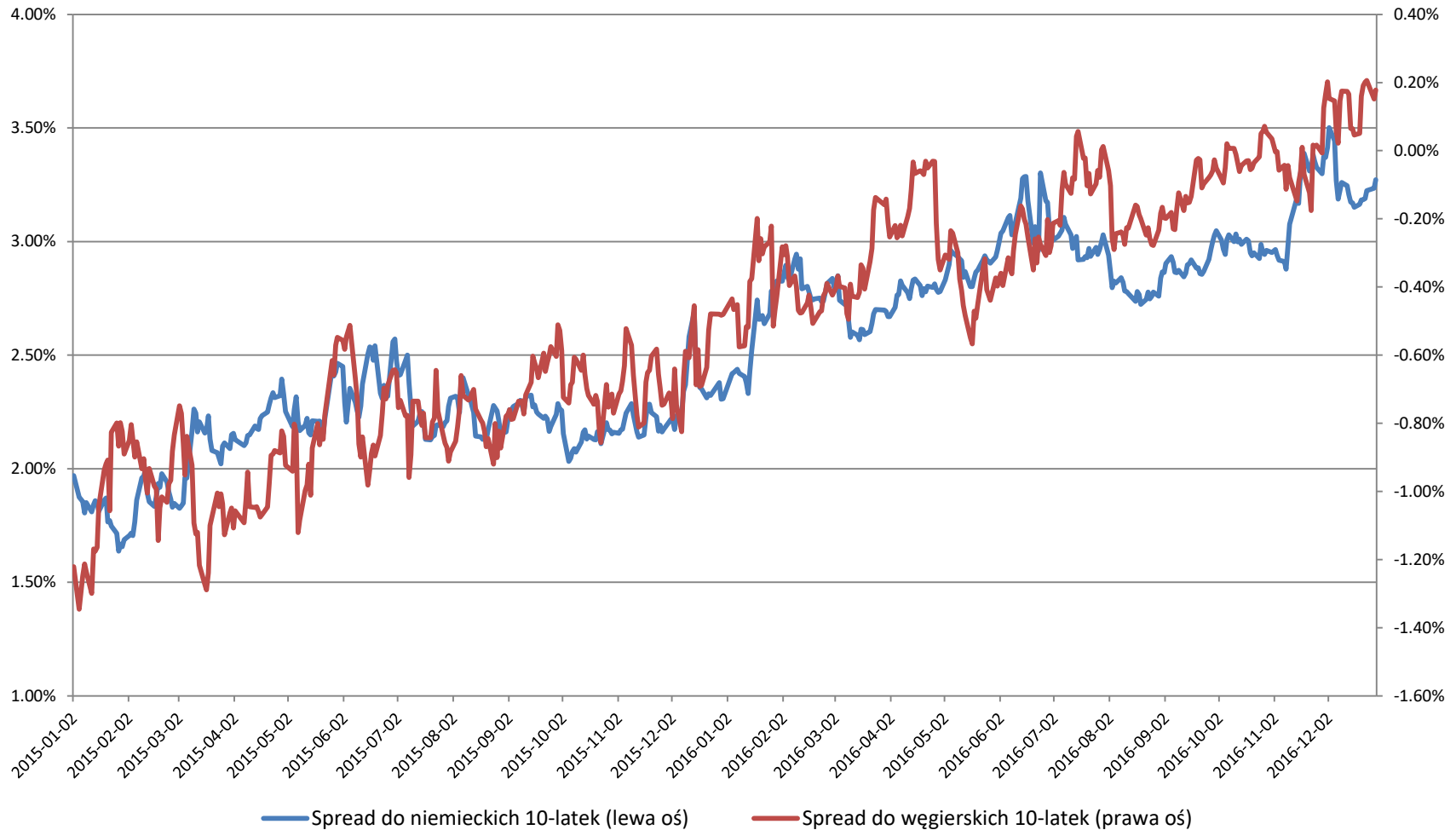
Źródło: GUS, obliczenia własne.

Polska – sprzedaż detaliczna vs inflacja CPI



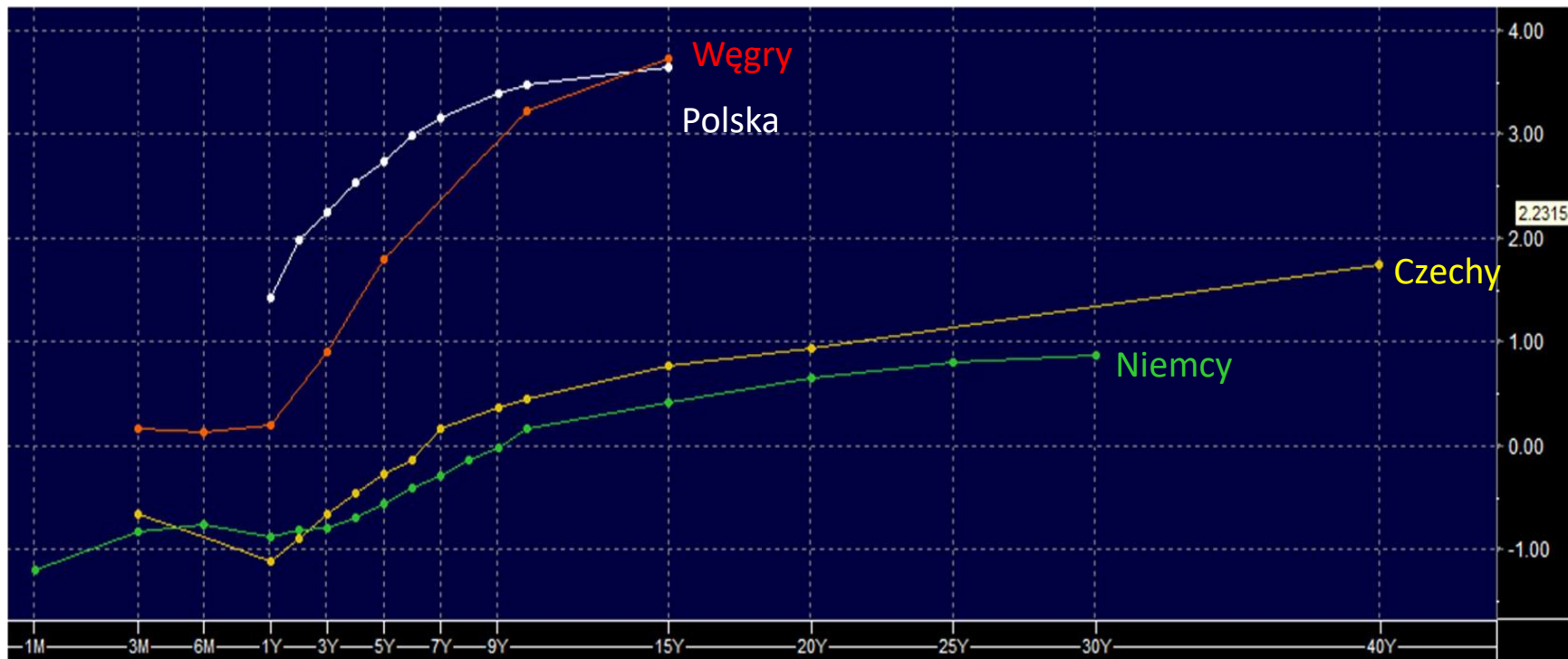
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek obligacji



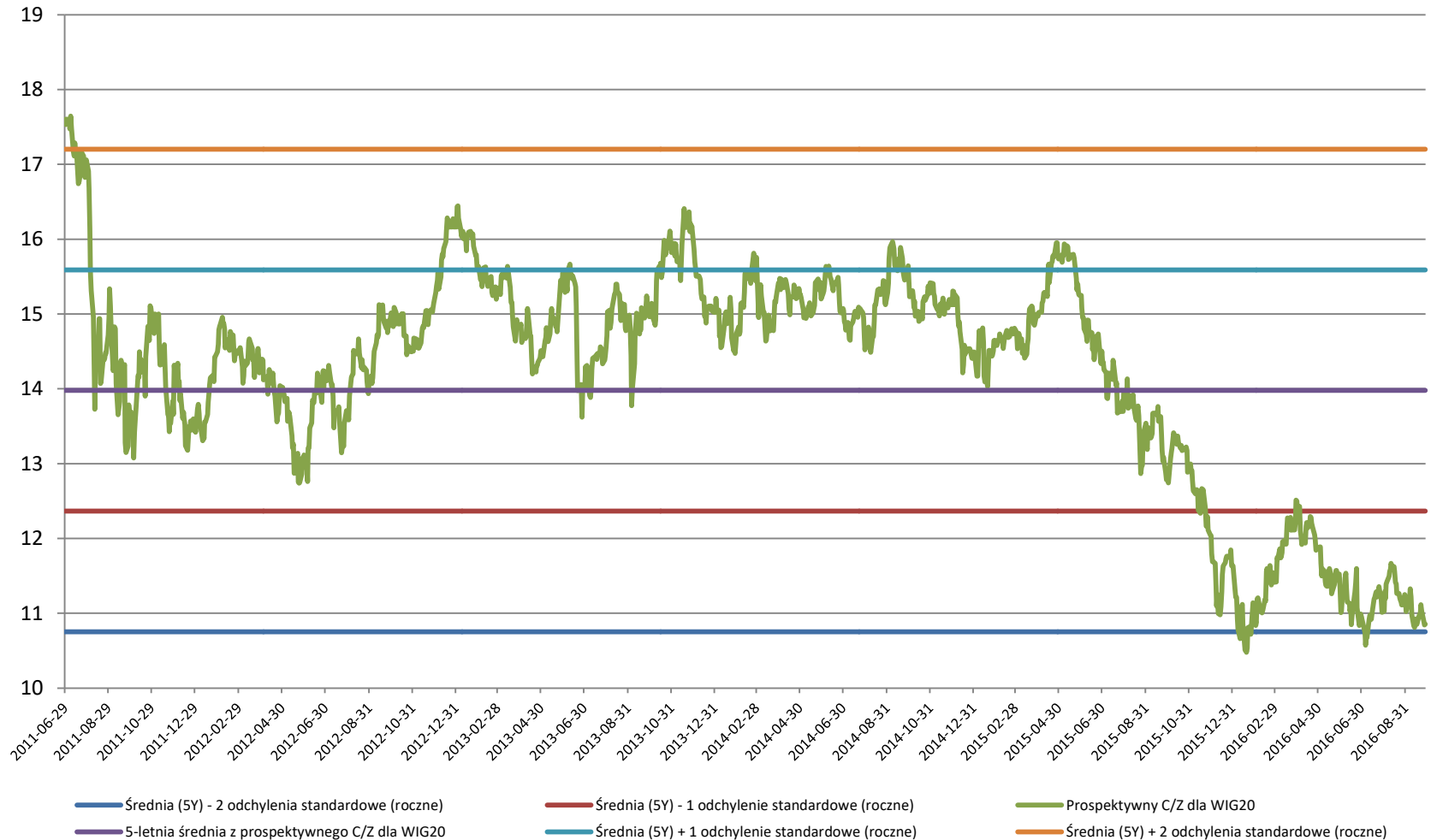
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Kształt i położenie krzywych rentowności państw w regionie



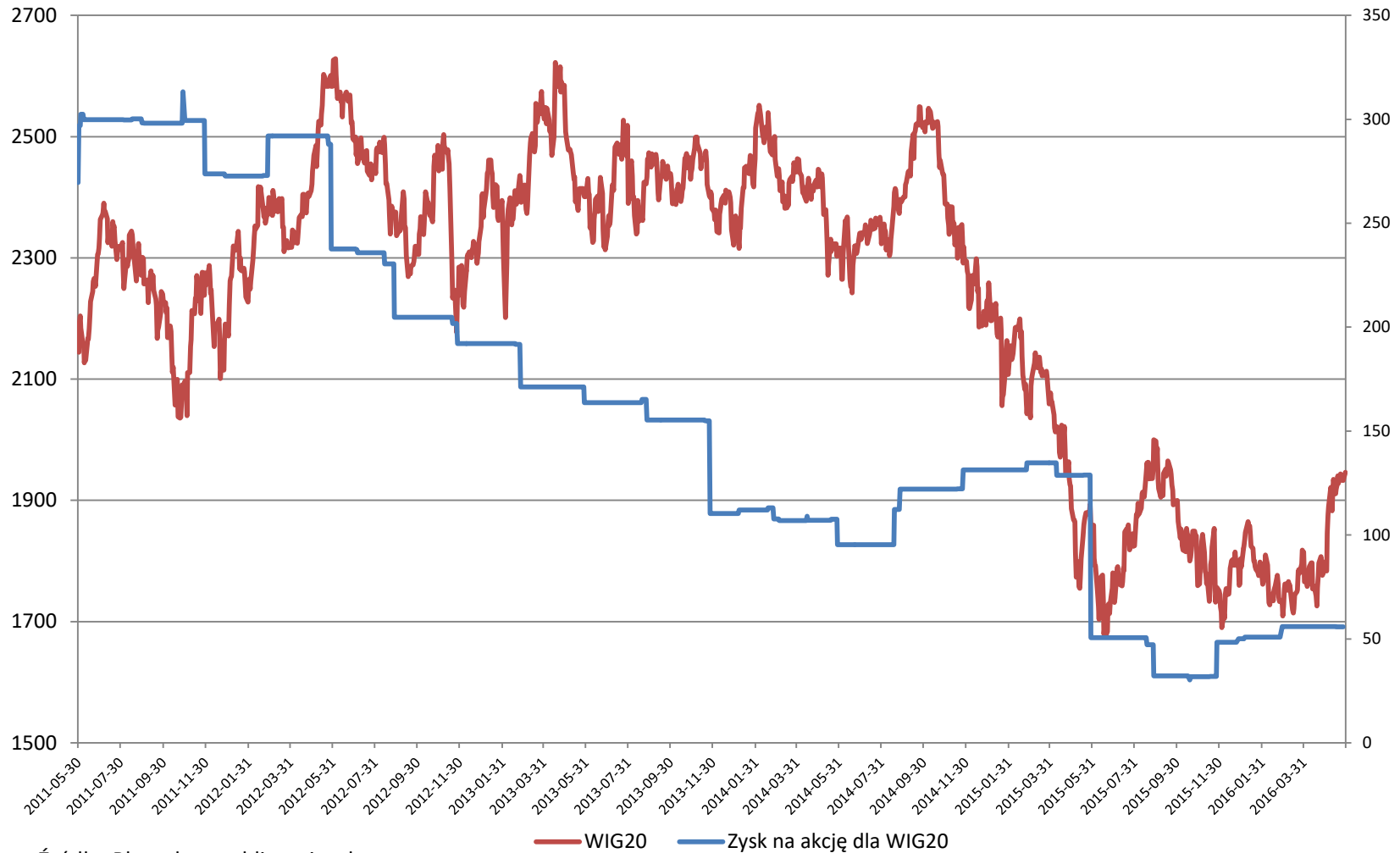
Źródło: Bloomberg, dane na 29/12/2016

C/Z dla WIG20 historycznie



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

WIG20 vs zysk na akcję dla WIG20



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

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

Indeks	C/Z 2016	C/Z 2017
Russell 2000	32.06	25.05
tecDAX	27.1	21.67
FTSE/MIB	24.75	13.28
sDAX	21.92	17.9
S&P 500	19.04	17
MSCI World	18.13	16.12
MSCI India	17.75	14.47
mDAX	17.7	16.09
MSCI All Country World Index	17.46	15.48
FTSE100	16.83	14.33
STOXX Europe 600	16.54	14.7
IBEX	16.5	13.67
CAC40	15.45	14.3
MSCI Brazil	14.89	12.58
DAX	14.21	13.27
WIG	13.42	11.56
MSCI Emerging Markets	13.18	11.47
MSCI Russia	7.48	6.69

Indeks	C/WK 2016	C/WK 2017
tecDAX	2.96	2.77
S&P 500	2.84	2.64
MSCI India	2.57	2.27
MSCI World	2.17	2.02
MSCI All Country World Index	2.07	1.92
Russell 2000	2.04	1.96
mDAX	1.91	1.77
FTSE100	1.78	1.74
STOXX Europe 600	1.76	1.69
DAX	1.72	1.61
sDAX	1.71	1.61
MSCI Brazil	1.52	1.46
MSCI Emerging Markets	1.45	1.33
CAC40	1.43	1.37
IBEX	1.31	1.25
WIG	1.17	1.1
FTSE/MIB	1.02	1
MSCI Russia	0.83	0.75

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne, dane na 27/12/2016.

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

Indeks	EV/Sales 2016	EV/Sales 2017
MSCI India	2.32	2.06
S&P 500	2.29	2.15
MSCI World	1.98	1.87
tecDAX	1.96	1.81
IBEX	1.95	1.86
MSCI All Country World Index	1.93	1.82
MSCI Brazil	1.92	1.75
Russell 2000	1.73	1.65
FTSE100	1.65	1.52
MSCI Emerging Markets	1.63	1.5
STOXX Europe 600	1.54	1.47
CAC40	1.33	1.26
sDAX	1.29	1.24
WIG	1.25	1.14
MSCI Russia	1.21	1.05
DAX	1.1	1.07
mDAX	1.04	1.01
FTSE/MIB	1.02	0.99

Indeks	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017
Russell 2000	12.86	11.42
tecDAX	12.43	10.98
sDAX	11.97	11.03
MSCI India	11.81	9.91
S&P 500	11.23	10.23
mDAX	11.19	10.38
MSCI World	10.86	9.86
MSCI All Country World Index	10.61	9.6
FTSE100	9.41	8.18
STOXX Europe 600	9.38	8.56
MSCI Emerging Markets	8.87	7.91
CAC40	8.68	7.9
IBEX	8.66	8.15
MSCI Brazil	7.7	7.23
DAX	7.48	7.06
WIG	7.12	6.53
FTSE/MIB	6.48	5.88
MSCI Russia	4.71	4.16

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne, dane na 27/12/2016.

Wskaźniki – ranking indeksów

TOP3 NAJTAŃSZE	
C/Z 2016E	C/Z 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
MSCI EM	MSCI EM
WIG	WIG

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

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

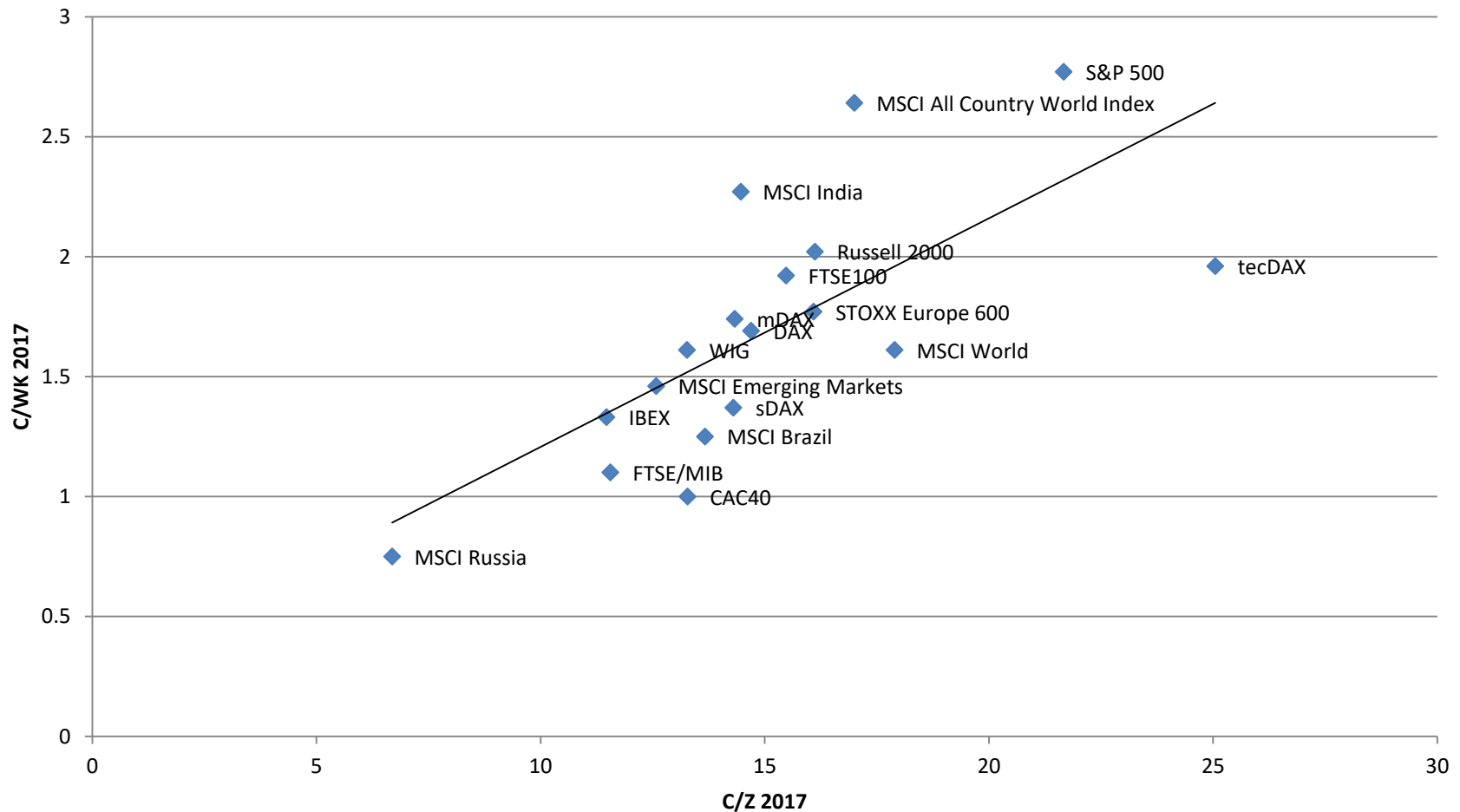
TOP3 NAJTAŃSZE	
EV/Sales 2016E	EV/Sales 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
WIG	WIG

Zgodnie z rankingiem, najtańszym indeksem jest MSCI Russia, lecz jest to rynek, który zawsze jest nisko wyceniany (duże przeważenie spółek wydobywczych i finansowych). Uwagę zwraca wysoka pozycja polskiego rynku, lecz przewaga nad MSCI EM jest niewielka i naszym zdaniem takie dyskonto na wskaźnikach jest uzasadnione. Konkluzją rankingu jest sugestia przeważania rynków europejskich, szczególnie krajów południa Europy.

INDEKS	PUNKTY
MSCI Russia	69.5
WIG	62
FTSE/MIB	60
DAX	55
MSCI Emerging Markets	52
CAC40	50
MSCI Brazil	47.5
IBEX	43.5
STOXX Europe 600	39
FTSE100	36.5
mDAX	36
sDAX	30
MSCI All Country World Index	27
MSCI World	19.5
MSCI India	17.5
Russell 2000	15.5
S&P 500	13
tecDAX	10.5

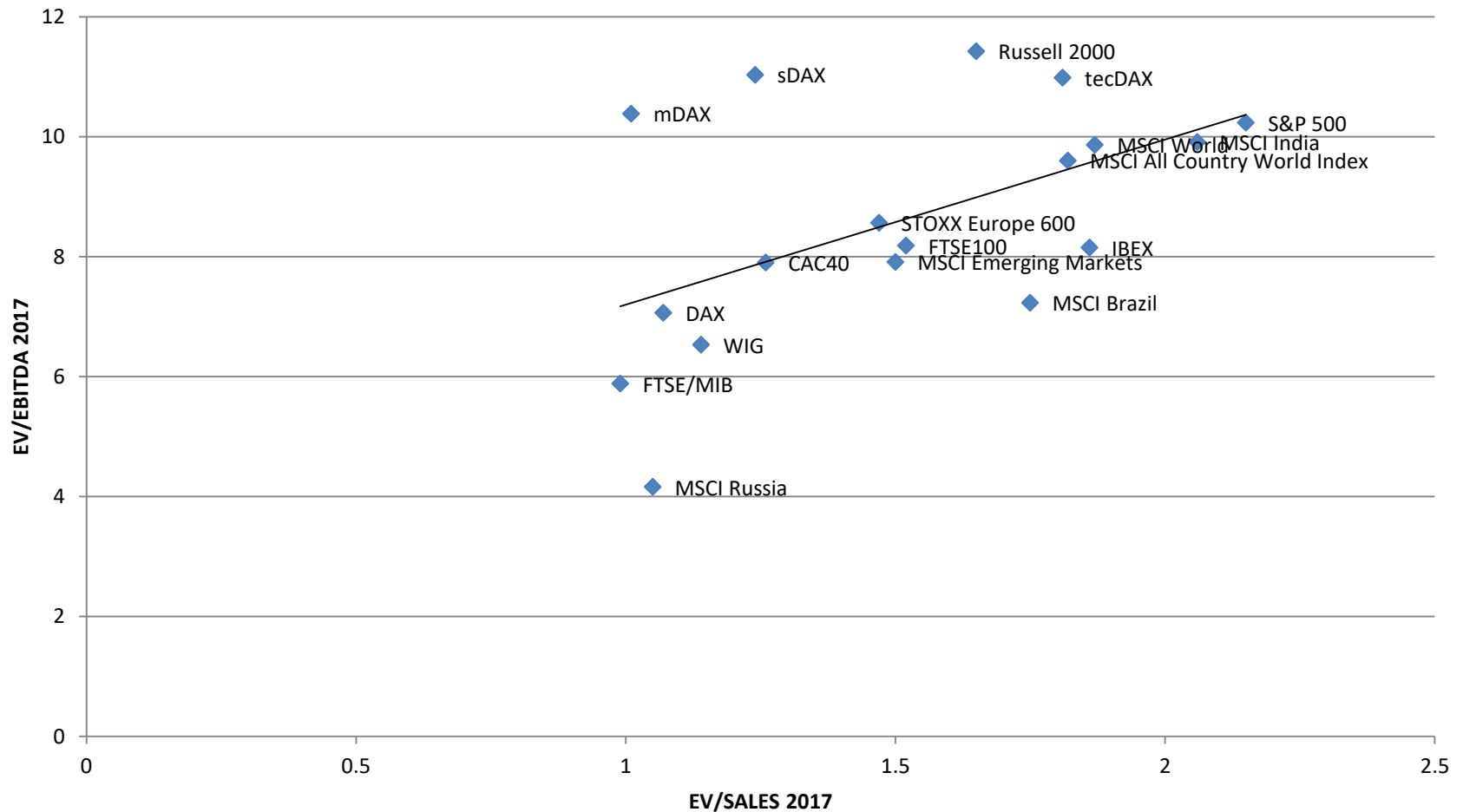
*Najtańszy wskaźnikowo indeks otrzymuje 18 pkt, natomiast najdroższy 1 punkt. Ranking zbiorczy jest sumą punktów z subrankingów na bazie 8 wskaźników.

Wskaźniki C/Z 2016 oraz C/WK 2016



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Wskaźniki EV/EBITDA 2016 i EV/Sales 2016



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Prognozowane dynamiki przychodów, EBITDA i zysków netto dla wybranych indeksów rynków akcji

	Dynamika przychodów r/r	Dynamika EBITDA r/r	Dynamika zysku netto r/r
MSCI Brazil	9.00%	6.83%	0.35%
DAX	2.75%	5.96%	6.81%
sDAX	4.60%	8.39%	7.48%
CAC40	5.22%	9.90%	8.01%
S&P 500	7.78%	26.32%	21.66%
IBEX	4.95%	6.10%	8.55%
Russell 2000	4.95%		8.66%
MSCI World	5.52%	10.24%	8.87%
MSCI All Country World Index	5.94%	10.52%	9.21%
mDAX	3.29%	7.86%	9.22%
STOXX Europe 600	4.83%	9.51%	10.26%
MSCI Russia	15.19%	13.09%	11.16%
MSCI Emerging Markets	8.67%	12.17%	11.34%
FTSE/MIB	3.10%	10.25%	13.10%
WIG	9.76%	8.96%	13.36%
FTSE100	8.86%	15.01%	17.45%
tecDAX	8.48%	13.26%	21.98%
MSCI India	12.87%	19.16%	22.64%

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.