



Luty 2017

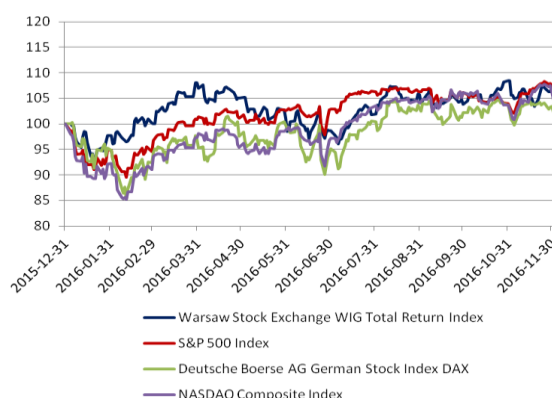
## Rynek akcji

Początek 2017 roku zaczynamy w zupełnie innych, dużo lepszych nastrojach na światowych rynkach akcji. Druga połowa 2016 roku, mimo zaskakujących rozstrzygnięć politycznych przyniosła powiew dawno nie widzianego optymizmu.

### Podsumowanie 2016 roku

Na początku poprzedniego roku warszawskie indeksy giełdowe wyznaczały nowe dołki notowań po wielomiesięcznych spadkach spowodowanych bardzo słabym zachowaniem rynków rozwijających się oraz lokalnymi czynnikami politycznymi. Po styczniowych minimach w 2016 roku nastąpiło kilkumiesięczne odreagowanie i wzrosty indeksów. Cały drugi kwartał okazał się jednak znowu spadkowy i indeksy giełdowe powróciły do dołków z początku roku wraz z dużym szokiem dla światowych rynków, jakim była decyzja Wielkiej Brytanii o wyjściu z Unii Europejskiej. Kolejny duży cios nadszedł z Ameryki, gdzie wybory prezydenckie wygrał Donald Trump. Ostatecznie okazał się on czynnikiem stymulującym wzrost giełdy. To był moment, w którym WIG zdecydowanie ruszył do góry wraz z innymi globalnymi indeksami w oczekiwaniu na politykę stymulacji gospodarki zapowiadanej przez nowe władze w USA. Ciekawym przypadkiem jest niemiecki indeks DAX, który jeszcze na koniec listopada był na minusie, a rok zakończył prawie 7% wzrostem.

Wykres indeksów za okres 12.2015 – 12.2016



Źródło: Bloomberg

### Najlepsze sektory na GPW w 2016 roku

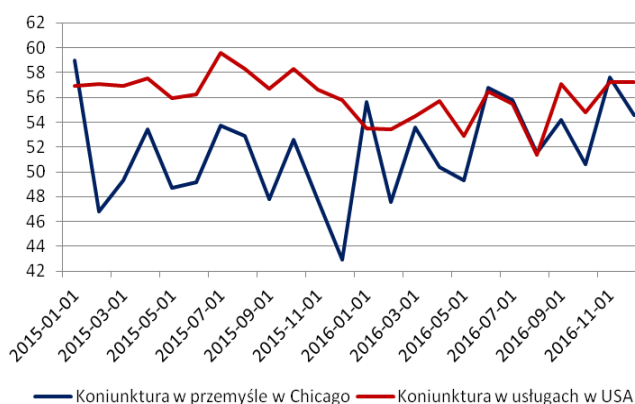
Najlepszymi sektorami na warszawskiej giełdzie w 2016 roku okazały się surowce oraz paliwa. Pozytywne trendy na rynku surowców pomogły wzrostom cen akcji takich spółek, jak JSW czy KGHM. Najlepszą inwestycją w szerokim indeksie WIG były akcje JSW, które zyskały 528%. Z dużego ryzyka utraty płynności przez spółkę, hiperboliczny wzrost cen węgla koksującego pozwolił na całkowitą zmianę negatywnego scenariusza w optymistyczny, jak za dotknięciem magicznej różdżki. Po drugiej stronie znalazła się energetyka, na którą najsilniej negatywnie wpływały działania głównego akcjonariusza, czyli Skarbu Państwa. Oprócz kosztów ratowania górnictwa oraz nowych regulacji dotyczących zielonej energii, na energetykę zostały nałożone dodatkowe obciążenia na ratowanie i wspieranie kolejnych sektorów, jak chociażby budownictwa. Dopełnieniem negatywnego scenariusza był pomysł podnoszenia wartości nominalnej akcji, która dzięki zabiegowi księgowemu podnosi wyłącznie obciążenie podatkowe dla

stosujących je firm. W efekcie tych wszystkich działań WIG Energia spadł o prawie 13% w 2016 r. Najgorzej poradziła sobie POLENERGIA tracąc 61,5% a z większych spółek ENERGA -28%. Po takiej negatywnej serii trudno wyobrazić sobie kontynuację i dalszy spadek cen, pomimo że ich wyceny są atrakcyjne na tle długoterminowych średnich, scenariusz taki nie jest niemożliwy, to jednak jest mało prawdopodobny.

## Perspektywy dla USA i rynków rozwijających się

Pod koniec 2015 roku wskaźniki wyprzedzające nie napawały inwestorów optymizmem. Zarówno w USA, jak i w Europie oczekiwania dotyczące koniunktury były słabe i zakładały cykliczne spowolnienie gospodarcze. Zaskoczeniem okazały się wyniki amerykańskich wyborów prezydenckich, które wygrał Donald Trump. Kolejne tygodnie to eksplozja optymizmu giełdowego i wskaźników wyprzedzających - w szczególności tych dotyczących przyszłej inflacji, w większości przypadków przekłada się to z niewielkim opóźnieniem na realną gospodarkę.

### Wykres za okres 01.2015 – 12.2016

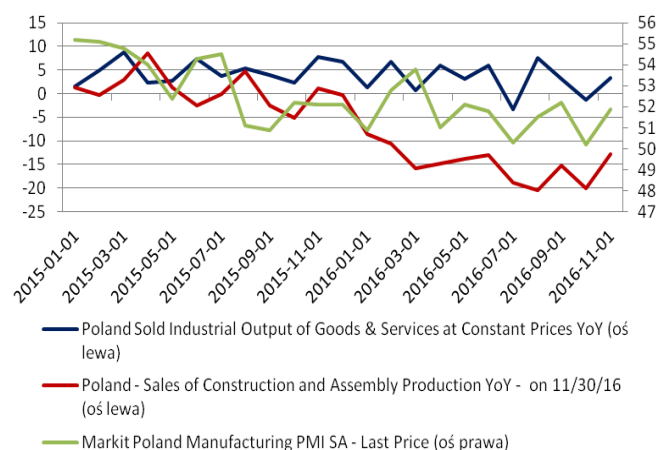


Źródło: Bloomberg

Wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu zarówno na świecie, jak i w Polsce były na początku 2016 roku na bardzo niskich poziomach zbliżonych do granicy recesji i wzrostu gospodarczego. Taka sytuacja utrzymywała się przez większość roku i wskaźniki oczekiwań koniunktury nie ulegały znaczącej poprawie. Podobnie sytuacja uległa całkowitej zmianie pod koniec ubiegłego roku wraz z wyborem Donalda Trumpa na prezydenta. Podmioty biorące udział w ankietach uwierzyły w hasło wyborcze nowego prezydenta o ponownym uczynieniu „Ameryki wielką”. Wydaje się, że wskazane jest wstrzymanie się z ocenami skutków działań nowego

prezydenta przynajmniej do pierwszych decyzji, a najlepiej do zakończenia pełnej kadencji. Problemem Ameryki nie jest dziś słaby wzrost gospodarczy, który napędzany przez kilka lat niestandardowymi działaniami banku centralnego potrzebuje łagodnego schłodzenia koniunktury. Zapowiedzi stymulowania gospodarki większymi deficytami budżetowymi USA mogą przynieść odwrotny efekt od zakładanego.

### Wykres za okres 01.2015 – 11.2016

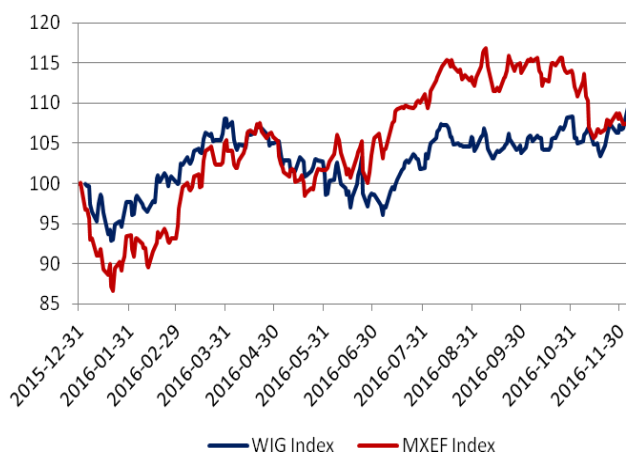


Źródło: Bloomberg

Ze względu na dosyć zaawansowany i bardzo długi cykl - ponad 8 lat - wydają się, że większe ryzyko wiąże się dziś z inwestowaniem w spółki amerykańskie i te związane z rynkami rozwiniętymi tj. Europy Zachodniej, czy Japonii. Dodatkowo wskaźniki wycen takie jak cena/zysk (P/E) powyżej 20, czy cena/wartość księgową (P/BV) oscylują wokół swoich historycznych maksimów, przy których trudno jest mówić o atrakcyjności fundamentalnej. Wręcz przeciwnie łatwiej będzie o negatywne zaskoczenie, a zatem relacja zysku do ryzyka wydaje się nie atrakcyjna z punktu długoterminowych poziomów.

Po drugiej stronie znajdują się rynki rozwijające się. Po kilku latach regularnego spadku indeksów zeszły rok przyniósł zdecydowaną poprawę fundamentu oraz sentymentu. Ze względu na atrakcyjne wskaźniki wyceny oraz poprawiającą się sytuację fundamentalną na tych rynkach wydają się one atrakcyjniejszym miejscem do inwestowania. Warszawska giełda należy od dwóch miesięcy do preferowanego przez inwestorów grona rynków rozwijających się. Udział Polski w MSCI EM wynosi lekko powyżej 1%.

Wykres indeksu WIG i MXEF za okres 31.12.2015 – 30.12.2016



Źródło: Bloomberg

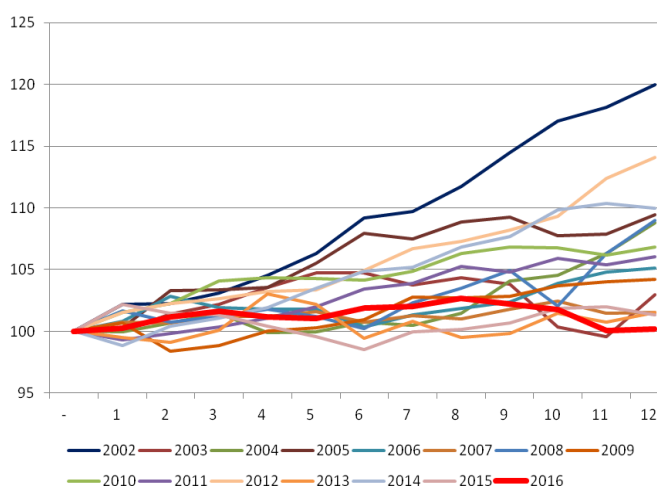
Po dłuższym okresie słabości jest duża szansa na próbę zbudowania trendu wzrostowego na naszym rynku. Podobnie jak w latach poprzednich może to

być droga wyboista z momentami mniejszych lub większych przecen i warto rozważyć ich wykorzystanie do akumulowania akcji do portfeli. Po kilku latach dominacji małych i średnich spółek jest duża szansa na odrabianie straconego dystansu przez duże spółki. Inwestorzy zagraniczni koncentrowali się w przeszłości właśnie na tym segmencie rynku. Kapitał, który napłynął do nas w ostatnim czasie nie ma krótkoterminowego charakteru i powinien zagościć u nas na dłużej. Ryzyka, które widać na horyzoncie w najbliższych miesiącach to ograniczenie/utrata środków unijnych, rozstrzygnięcie otwartych kwestii kredytów frankowych oraz napięty kalendarz wyborów politycznych w Europie. Dużo tych negatywnych elementów jest już jednak odzwierciedlone w wycenach spółek. Podobnie jak w ostatnich latach potencjalne ryzyka mogą paradoksalnie nas zaskoczyć i pozytywnie wpłynąć na rynek.

## Rynek obligacji

Za nami najtrudniejszy rok od przeszło 15 lat na rynku polskich obligacji skarbowych. Stopa zwrotu z indeksu wyniosła niewiele powyżej 0.

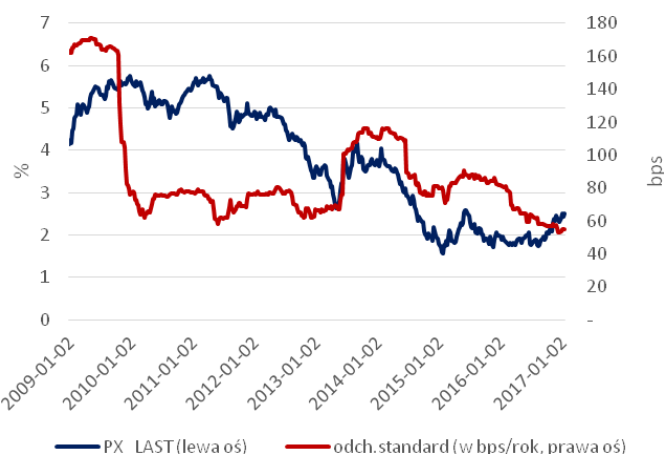
Wykres 1. Stopa zwrotu indeksu obligacji skarbowych Citi Poland GBI za okres 01.2002 – 12.2016, znormalizowana rokrocznie



Źródło: Bloomberg

Elementem nastroczającym dodatkowych trudności dla zarządzających aktywami była historycznie niska zmienność cen instrumentów stałodochodowych, co uniemożliwiło realizację części zakładów oraz ograniczyło zyski z taktycznych zmian alokacji portfela.

Wykres 2. Rentowność IRS 5Y oraz zmienność roczna (dane tygodniowe) za okres 01.2009 – 01.2017



Źródło: Bloomberg

Oczekujemy, że 2017 nie będzie dla rynku łaskawszy. W naszej ocenie rentowności, zwłaszcza w pierwszej połowie roku pozostaną pod presją wzrostową. Będą to „dobre” wzrosty rentowności, bo wynikające z lepszych perspektyw dla gospodarki. W odróżnieniu od bardziej dominujących dla naszego kraju wyprzedaży obligacji związanych z ryzykiem kredytowym, niepewnością polityczną czy ucieczką od aktywów rynków wschodzących (fazy risk-on – risk-off). Głównym ryzykiem dla cen obligacji jest rosnąca inflacja, która oczekujemy, że ustabilizuje

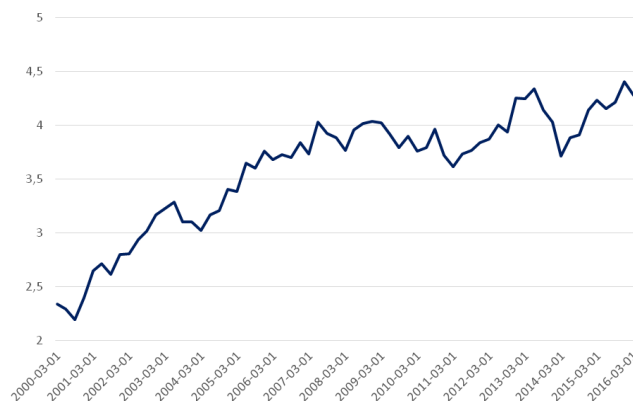
się na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2017 roku w okolicach 2,0%-2,5% r/r. Decydującą rolę odgrywać tu będzie niska baza z końca 2015 i początku 2016 roku. Pilniej obserwować należy za to inflację bazową w drugim kwartale 2017, której tempo odbudowy wskaże, czy w gospodarce pojawiają się już napięcia cenowe i płacowe. Rynek pracy w Polsce będzie bowiem w tym roku językiem u wagi, bo coraz więcej firm wskazuje na problemy ze znalezieniem wykwalifikowanej kadry. W połączeniu z odejściem grupy 150-250 tys. osób na emeryturę w IV kwartale 2017 (prawdopodobnie po zmianach ustawy) może spowodować wzrost płac, co rodzi ryzyko wzmocnienia retoryki RPP odnośnie zbliżającego się momentu zacieśnienia monetarnego. To jednak temat na drugą połowę roku.

Zakładamy, że rynek instrumentów stałochodowych będzie się konsolidował na wyższych poziomach rentowności, które od listopada 2016 roku znalazły nowy poziom równowagi i odzwierciedlają lepsze perspektywy makro, powrót inflacji oraz ryzyko dodatkowego wsparcia gospodarki polityką fiskalną. W naszej ocenie trend długookresowy nie został zmieniony. Główne, strukturalne czynniki wywierające presję na niższe dochodowości pozostają w mocy, a rentowności powyżej 4% skutecznie zachęcą część graczy do powrotu.

Na rynku, w którym brakuje dominującego trendu zarobku upatrujemy przede wszystkim w instrumentach *pozabenchmarkowych* oraz transakcjach krótkoterminowych nastawionych na

zysk z tytułu niedopasowania wartości aktywa w porównaniu do wycen zbliżonych instrumentów (relative value). Warto zwrócić uwagę na rosnące od lat ryzyko indeksu odniesienia w skutek regularnego wydłużania zapadalności przez Ministerstwo Finansów.

**Wykres 3. Ryzyko stopy procentowej indeksu odniesienia Citi Poland GBI (modified duration) za okres 03.2000 – 12.2016**



Źródło: Bloomberg

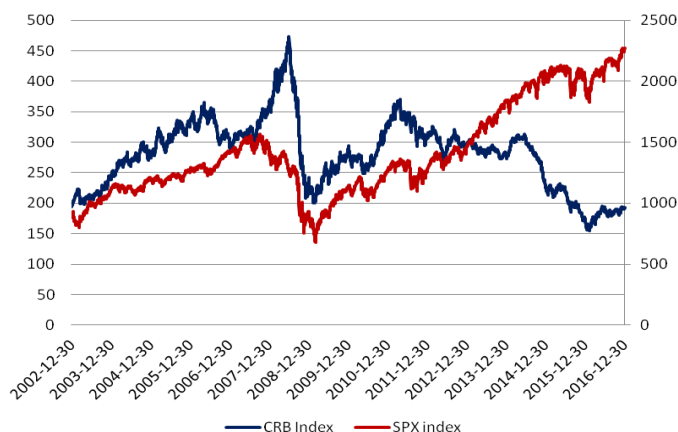
W obliczu tego zjawiska warto zwrócić uwagę na instrumenty, które cechuje niższy poziom ryzyka stopy procentowej jak obligacje indeksowane do inflacji oraz obligacje skarbowe. Warty rozważenia składnikiem portfela są też obligacje przedsiębiorstw, raczej o podwyższonym ryzyku kredytowym (typu high-yield) w EUR i USD. Lepsze dane makro z głównych gospodarek świata powinny pozytywnie oddziaływać na marże kredytowe długu przedsiębiorstw, co dodatnio może przełożyć się w wycenie ich zobowiązań. W naszej ocenie dług korporacyjny będzie bardziej atrakcyjny niż obligacje skarbowe.

## Rynek surowcowy

### Skąd hossa na surowcach?

Przez ostatnie 5 lat, czyli począwszy od 2011 roku, mieliśmy do czynienia z bessą podaźową, która swoje źródło miała w nadprodukcji surowców. W tym czasie ich wycena spadła o ok. 60%. Tymczasem w tle trwającej hossy na rynku długu, czy też na rozwiniętych rynkach akcyjnych powoli zaczął się budować długoterminowy, trend wzrostowy na rynku żywności i surowców. Indeks CRB od swojego dołka na przełomie 2015/2016 roku wzrósł już o ponad 20%.

**Wykres 1. ThomsonReuters/CoreCommodity CRB Index na tle S&P za okres 12.2002 - 12.2016**



Źródło: Bloomberg



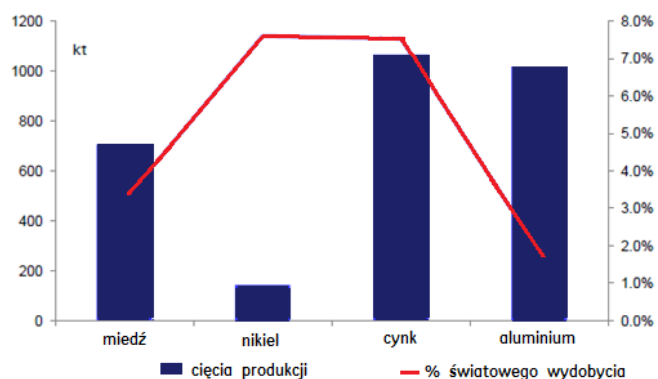
Przesłanek za trendem wzrostowym na tym rynku jest wiele. Pierwszy z nich to silna korelacja pomiędzy światowym PKB, a popytem na metale przemysłowe, których ceny są niezwykle czułe na zmiany prognoz globalnego PKB. W tym zakresie ważne jest, że rok 2016 był pierwszym od kilku lat, kiedy nie dokonano korekty w dół prognoz wzrostu. Biorąc zatem pod uwagę stabilną sytuację w tak surowcochłonnych gospodarkach jak Chiny czy Indie, które nadal mają rosnąć w okolicach 6-7%, jak również wyhamowanie recesji w tak dużych gospodarkach jak Brazylia czy Rosja, oraz obecny rosnący optymizm co do wzrostu gospodarczego w USA po wygranych przez Donalda Trumpa wyborach, uważamy, że przy prognozowanym wzroście światowego PKB o 3,4% w 2017, istnieją przesłanki do długoterminowego trendu wzrostowego na metalach przemysłowych oraz pozostałych surowcach.

Kilkuletnia bessza na rynku surowców odcisnęła swoje piętno na firmach działających w branżach związanych z tym rynkiem. Efektem spadku cen surowców była utrata rentowności wielu przedsięwzięć. Z jednej strony zamykano, często bankrutujące już kopalnie. Z drugiej strony niskie ceny surowców, często poniżej marginalnego kosztu wydobycia powodowały zahamowanie nowych inwestycji. Oba te czynniki już wpłynęły i będą wpływać na ograniczenie wydobycia. W przypadku niklu i cynku cięcia produkcji zastosowane na przełomie 2015/2016 sięgnęły nawet 8% rocznego światowego wydobycia.

### Perspektywy dla cynku

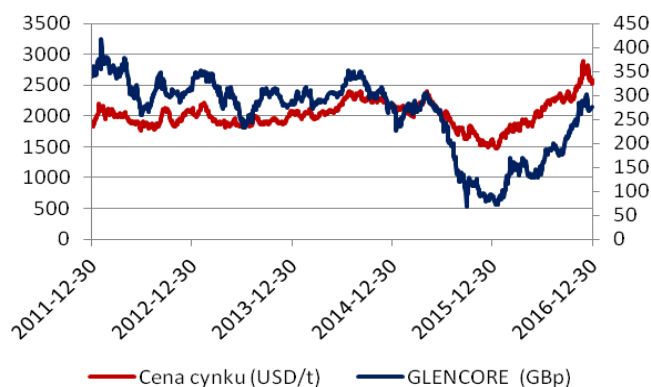
Jeśli chodzi o cynk jego zapasy zredukowały się w ciągu ostatnich 4 lat o połowę, osiągając poziom z 2009 roku, czyli z okresu rozwijającej się hossy surowcowej. Mimo to, jego ceny cały czas osuwały się i tylko w 2015 roku spadły o ponad 25%. Warto zwrócić uwagę na Glencore - największego na świecie producenta cynku, ołowiu oraz znaczącego producenta miedzi i węgla energetycznego. W 2015, w sytuacji kiedy ceny cynku - kluczowego dla jego wyników finansowych surowca, pikowały i groziły jego bankructwem, ogłosił zamknięcie części swoich kopalń cynku przynoszących straty. W efekcie, tylko ten jeden producent ograniczył światowe wydobycie tego metalu o 4%, a jego decyzję powielili inni.

Wykres 2. Ogłoszone na 2016 cięcia produkcji metali oraz % światowego wydobycia



Źródło: Bloomberg i DB.

Wykres 3. Cena cynku za okres 30.12.2011 – 30.12.2016.



Źródło: Bloomberg

Od tego momentu ceny cynku wzrosły o ok. 70%. Natomiast notowania akcji Glencore wzrosły o ponad 200%.

Dynamiczne wzrosty cen węgla energetycznego wywołane ograniczeniami w wydobyciu, w czym także mieli swój udział Chińczycy, limitując godziny pracy swoich kopalń warto rozważyć w kontekście inwestycji w spółki wydobywcze.

Należy pamiętać, że w górnictwie wszelkie procesy są procesami długoterminowymi. Cykl budowy nowej kopalni lub przywrócenia do pełnej sprawności istniejącej jest procesem kilkuletnim. Spadek inwestycji w górnictwie, który miał miejsce przez ostatnie 5 lat, może przez kolejnych kilka lat wywierać skutek braku zauważalnego wzrostu podaży przy całym czasie stabilnym wzroście popytu.

## Perspektywy dla rynku metali szlachetnych

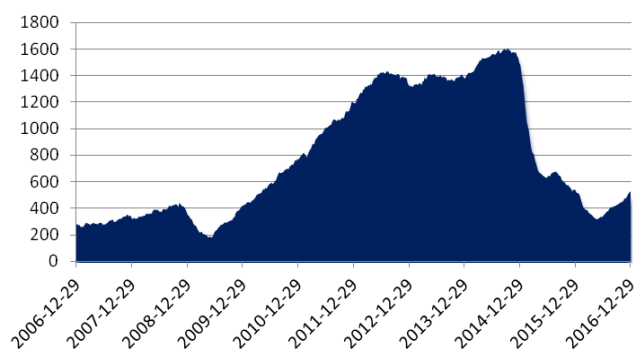
Ważnym rynkiem jest rynek metali szlachetnych. Często inwestowanie w surowce jest niesłusznie i jednoznacznie identyfikowane tylko ze złotem. Tymczasem cena złota jest odwrotnie skorelowana z poziomem stóp procentowych w USA. I tu wkraczamy w świat wielkiej polityki i jej wpływu na nasze inwestycje. Otóż po wyborach prezydenckich w USA, rynek oczekiwał, że wybór Trumpa na prezydenta wywoła wzrost cen złota. Tymczasem jego deklaracje dot. obniżenia podatków zostało przyjęte jako zapowiedź inflacji i wzrostu PKB, co w konsekwencji będzie wymagało podwyżki stóp procentowych w USA, a to nie zapowiada dobrych czasów dla złota. Jest to dodatkowy argument za rozwojem rynku metali przemysłowych, gdyż prezydent-elekt zapowiada inwestycje w infrastrukturę Stanów Zjednoczonych.

## Perspektywy dla rynku ropy

Ciekawie przedstawia się także sytuacja na rynku ropy. W tym przypadku ciężko mówić o satysfakcjonującym poziomie jej ceny mając na myśli rządy Państw, które ją produkują. Obecny poziom ceny „czarnego złota” w okolicach 50 dolarów za baryłkę nie równoważy budżetów producentów ropy. W przypadku niektórych państw dopiero cena w wysokości ok. 100 dolarów załatałaby deficyt budżetowy. Z tym problemem zmierzli się już arabscy

szejkowie, którzy kilka miesięcy temu wyemitowali obligację za 17,5 mld USD na pokrycie dziury budżetowej.

Wykres 4. Liczba wiertni pracujących w USA w okresie 12.2006 – 12.2016



Źródło: Bloomberg

Poza problemami budżetowymi, nadpodaż ropy naftowej miała wpływ na decyzje biznesowe, podobnie jak w przypadku metali przemysłowych. Liczba wiertni w USA osiągnęła poziom z 2008 roku, a kraje OPEC i Rosja dążą do osiągnięcia porozumienia w ograniczeniu wydobycia „czarnego złota”. W naszej ocenie ropa w 2017 roku będzie się poruszała w określonych granicach, gdyż wzrost cen wywołany cięciem produkcji przez kraje OPEC zachęci Amerykanów do większej produkcji ropy z łupków, co będzie hamować wzrosty. Osiągnięcie ceny 100 USD może być trudne.

Komentarz został przygotowany na podstawie informacji publicznie dostępnych i źródeł uznanych przez BPH TFI za wiarygodne, ale BPH TFI nie gwarantuje i nie może zapewnić o ich dokładności, kompletności i wiarygodności. Niniejszy komentarz ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Komentarz niniejszy nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu postanowień Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz niniejszy nie stanowi również usługi doradztwa finansowego lub inwestycyjnego, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi BPH TFI. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego komentarza BPH TFI nie może zapewnić, że prezentowane opinie okażą się trafne, a sytuacja na rynku nie ulegnie zmianie, w szczególności w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Opinie BPH TFI mogą się zmieniać, bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie. BPH TFI, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z BPH TFI nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego komentarza, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. BPH TFI jest podmiotem zarządzającym portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych i jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego. BPH TFI, jego podmioty dominujące, zależne lub stowarzyszone są lub mogą być aktywnymi uczestnikami rynku kapitałowego w szczególności jako emitenci, subemitenci, gwaranci, brokerzy, animatorzy, nabywający instrumenty finansowe na rachunek własny, prowadzący działalność inwestycyjną w pozostałym zakresie.