



Perspektywy rynkowe TFI PZU

Szanowni Państwo,



Marcin Wlazło
Wiceprezes Zarządu
TFI PZU

za nami bardzo trudny czas pełen emocji. Gospodarka globalna targana niepokojami związanymi z eskalacją konfliktu handlowego pomiędzy USA i Chinami weszła w okres spowolnienia wzrostu gospodarczego. Rynek krajowy żył przede wszystkim sprawami, które dalekie są od meritum świata finansowego - analiza doniesień prasowych i ich potencjalny wpływ na rynek finansowy absorbowwała lokalnych inwestorów. Na drugi plan odsuwane są czynniki fundamentalne, które w dłuższej perspektywie powinny odgrywać główną rolę w zarządzaniu oszczędnościami. W tym kontekście, zapraszam Państwa do zapoznania się z krótką analizą

wybranych obszarów, dokonaną przez członków Zespołu Inwestycyjnego TFI PZU. Zwracamy tam uwagę na najważniejsze – w naszej ocenie – aspekty, m.in. takie jak: perspektywy związane z wojnami celnymi, zmieniająca się perspektywa dynamiki polskiej gospodarki czy wpływ wyników wyborów politycznych na wyceny aktywów finansowych.

Marcin Wlazło, Wiceprezes TFI PZU, CIO



Makroekonomia



Maciej Drzewucki
Główny ekonomista

Wcześniejsze obawy o stan oraz perspektywy koniunktury globalnej okazały się uzasadnione i zmaterializowała się część dostrzeganych ryzyk. Zacieśnienie warunków na rynku finansowym, eskalacja konfliktów w obszarze handlu i ryzyk geopolitycznych, przyczyniły się do obniżenia tempa wzrostu gospodarki światowej.

Nadal szybciej rozwijają się gospodarki zaliczane do emerging markets, jednak to one zostały dotknięte silniejszym osłabieniem wzrostu niż gospodarki krajów rozwiniętych. To właśnie dla nich wyraźniej są rewidowane prognozy.

W najbliższych kwartałach możemy spodziewać się kontynuacji wzrostu globalnego, w tempie bliskim potencjalnemu. W przyszłym roku powinien on stopniowo słabnąć, szczególnie

OECD - dynamika PKB i inflacji oraz PMI Markit



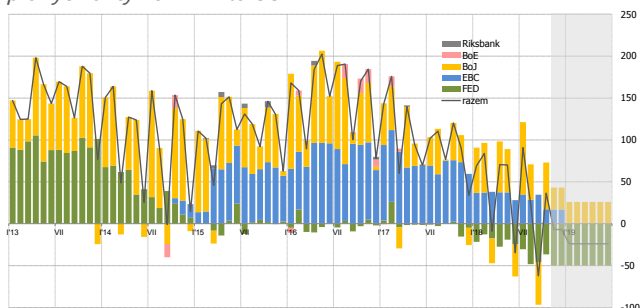
Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

w krajach rozwiniętych. Powodem będzie zanikający pozytywny impuls fiskalny w USA, a gospodarka strefy euro wracać będzie do jej potencjalnego, niższego tempa rozwoju. Dla polskiej gospodarki, kluczową kwestią jest zakres osłabienia wzrostu w UE i skala wpływu czynników przejściowych w przemyśle motoryzacyjnym. Jednocześnie bilans wciąż istniejących ryzyk dla tego scenariusza jest negatywny, a największymi z nich wydają się być geopolityka i dalsze zacieśnienie warunków na rynku finansowym.

W ostatnich kwartałach rosła inflacja, przy sukcesywnym zmniejszaniu skali niewykorzystanych mocy (poprawa sytuacji na rynku pracy), wzrostie cen surowców i osłabieniu większości walut EM. Jej obecny poziom nie różni się już znacząco od poziomów odnotowywanych w poprzednich okresach dobrej koniunktury. Jednak wzrost inflacji bazowej jest ograniczany przez czynniki mające charakter strukturalny (rynek pracy, wpływ postępu technicznego na konkurencję cenową itp.).

Banki centralne największych krajów starają się, w miarę możliwości, zmniejszyć skalę niestandardowych działań oraz odbudować arsenał instrumentów do zastosowania przy kolejnym epizodzie osłabienia koniunktury gospodarczej. FED kontynuuje podwyżki stóp procentowych i redukcję bilansu, EBC zapowia-

Banki Centralne - miesięczna zmiana stanu posiadania skupionych aktywów w mld USD

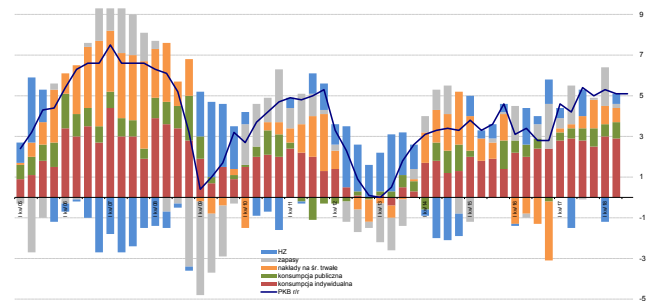


Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

da zakończenie zakupów aktywów netto z końcem tego roku, a Bank Japonii nie zapowiada zmiany dotychczasowej polityki stymulacji monetarnej w kolejnych kwartałach. W efekcie globalne saldo skupów aktywów przez banki centralne, z bliskiego neutralnego w ostatnim kwartale 2018 roku, stanie się ujemne w początku roku 2019, co oznacza globalne odpływ „drukowanego pieniądza”.

Polska gospodarka rozwijała się w pierwszej połowie 2018 roku najszybciej od 6 lat, jednak już dane o aktywności w drugiej połowie roku, sugerują spowolnienie wzrostu, choć wciąż jest to wciąż solidny poziom. Głównym źródłem wzrostu pozostaje konsumpcja indywidualna, przy dynamicznie rosnących dochodach i rekordowym poziomie optymizmu ludności. Natomiast inwestycje przedsiębiorstw powoli nabierają rozpędu, najwyraźniej rosną te, które wykorzystują współfinansowanie z funduszy UE i które z czasem powinny się stać podstawowym filarem wzrostu.

Polska - dekompozycja wzrostu PKB



Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

Podwyżki z początkiem roku cen energii elektrycznej (a także innych cen kontrolowanych) oraz wyższa inflacja bazowa związana z przełożeniem na ceny towarów i usług wzrostów kosztów pracy, będą podnosić inflację ogółem. Może ona w I kwartale 2019 roku przekroczyć cel banku centralnego, jednak w dalszym ciągu pozostając w przedziale dopuszczalnych odchyśleń. Źródła wzrostu inflacji poza kontrolą RPP, prognozy stopniowego jej spadku w dłuższej perspektywie oraz wizja wolniejszego wzrostu gospodarczego, skłaniają większość rady do podtrzymania opinii o braku konieczności zaostrzania polityki pieniężnej. W tej sytuacji, nie należy się spodziewać podwyżki stóp procentowych do ostatniego kwartału przyszłego roku. Wtedy do takiego ruchu skłonić by mogły decyzje Europejskiego Banku Centralnego (potencjalna podwyżka stóp), które są kolejnym ważnym czynnikiem kształtującym dyskusję w RPP.

Pozytywnie jest także odbierana poprawa koniunktury i działania uszczelniające system podatkowy, które przełożyły się na wyraźny wzrost wpływów podatkowych. Dzięki jednoczesnemu utrzymaniu dyscypliny wydatkowej deficyt sektora finansów publicznych w 2018 roku może spaść poniżej 1% PKB i być najniższym od początku lat 90-ych. Na podstawie projektu ustawy budżetowej na rok 2019, prognozowanej aktywności gospodarki oraz bieżących danych fiskalnych można oczekiwać w przyszłym roku utrzymania deficytu na podobnym poziomie, czyli wyraźnie poniżej unijnych progów referencyjnych.



INWESTYCJE

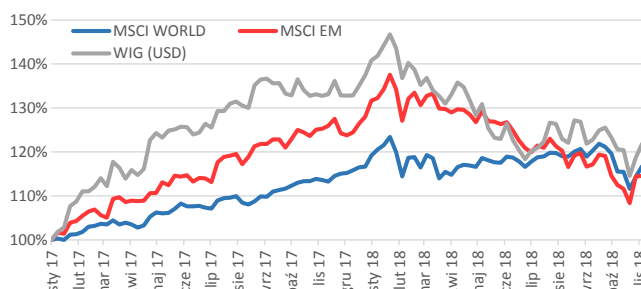
Rynek akcji



Tomasz Stankiewicz
Dyrektor Biura Rynku Akcji

Trzeci kwartał 2018 roku przyniósł na polskiej giełdzie odrańczenie spadków z pierwszej połowy roku, a w Stanach Zjednoczonych kontynuację trendu wzrostowego. W Polsce najlepiej zachowywały się największe spółki, zwłaszcza z sektora paliwowego, natomiast w USA obserwowaliśmy stopniową rotację ze spółek cyklicznych do bardziej defensywnych działów gospodarki. Zgodnie z oczekiwaniami postępowo eskalacja konfliktu handlowego między USA a Chinami oraz stopniowe zaostrzanie polityki monetarnej w USA. Rynki finansowe okazały się jednak wyjątkowo długo odporne na tę sytuację.

Dopiero czwarty kwartał przyniósł silniejsze spadki. Szczególnie mocno dotknęły one amerykańskie rynki akcji. Indeks S&P 500 cofnął się 10% od szczytów osiągniętych we wrześniu i oddał większość wzrostów wypracowanych od początku roku. Osiągnięty poziom implikował wycenę P/E na poziomie 15.3x NTM (next twelve months) - najniższą od ponad dwóch lat, a LTM (last twelve months) spadek do poziomu 17.2x i zbliżył się do długoterminowej średniej 16.4x. Przecena dotknęła przede wszystkim spółki cykliczne (sektory: Materials, Industrials i Consumer Discretionary), a paradoksalnie sektory posiadające najwyższą betę do rynku: IT i Communications Services, spadły w tym okresie mniej.

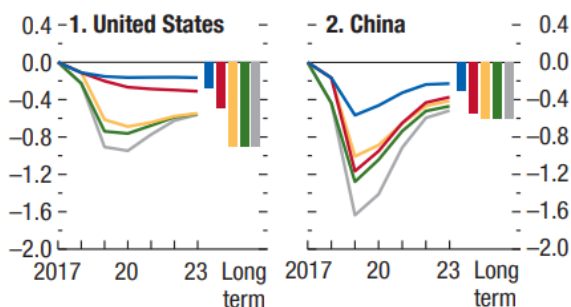


Źródło: Bloomberg; opracowanie własne

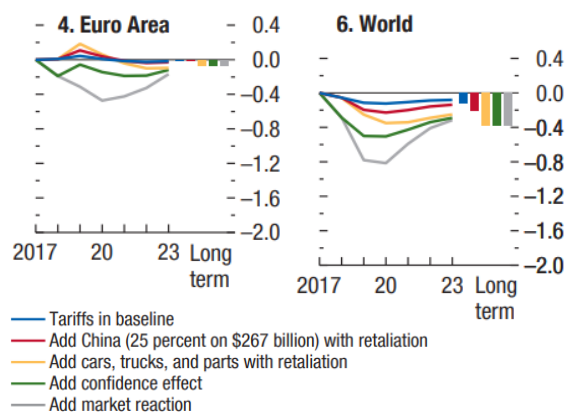
Analizując perspektywę na przyszłość można stwierdzić, że szczyt światowej koniunktury prawdopodobnie mamy już za sobą. Potwierdzać to może zwalniająca dynamika globalnego wzrostu gospodarczego (choć wciąż z wysokich poziomów) oraz obniżająca się dynamika poprawy wyników spółek.

Główne ryzyka to, w krótkim terminie dalszy rozwój konfliktu handlowego USA - Chin, a w dłuższym - coraz bardziej restrykcyjna polityka monetarna i rosnące stopy procentowe oraz powiększający się deficyt federalny w USA. Problemem dla wycen akcji może okazać się nie tyle samo zadłużenie spółek - relatywnie umiarkowane, a ewentualny wzrost premii za ryzyko spowodowany wyższym oprocentowaniem papierów skarbowych.

Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego wpływ taryf celnych na spowolnienie wzrostu gospodarczego jest zdecydowanie większy w przypadku Chin (gdzie PKB może zwolnić o 1 p.p.), niż w przypadku USA i reszty świata.



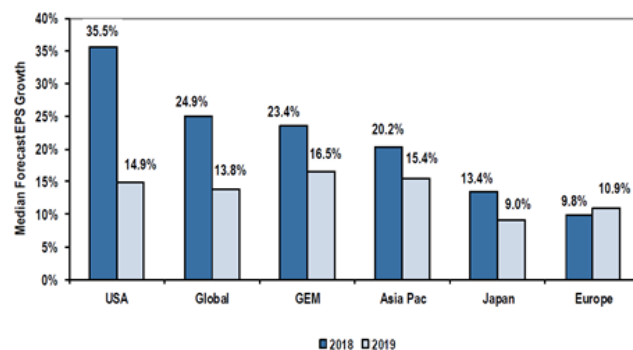
Źródło: MFW



Źródło: MFW

Prezydenci USA i Chin, zgodnie z planami, mają spotkać się pod koniec listopada na szczycie G20. Jeśli nie osiągną porozumienia, od pierwszego stycznia 2019, obowiązujące już taryfy na chińskie produkty zostaną podniesione z 10% do 25%. Ze strony Chin nie należy spodziewać się pakietu stymulacyjnego porównywalnego do tego z 2009 roku, a raczej ograniczonych, precyzyjnych działań wspierających konsumpcję.

Pozytywnym sygnałem jest prognozowana dwucyfrowa dynamika wyników spółek w skali globalnej. Niemniej jednak, w świetle obserwowanego ostatnio spowolnienia wzrostu gospodarczego, obecny konsensus można uznać za optymistyczny. Notowania amerykańskich akcji nadal będą wspierane przez realizowane agresywne skupy akcji, kontynuowane po październikowej przerwie na okres publikacji wyników.



Źródło: BofAML

Wynik wyborów w USA nie przyniósł zaskoczenia. Przejęcie przez Demokratów niższej izby Kongresu może zmniejszyć ryzyko niekontrolowanego wzrostu deficytu. Jednocześnie jednak prawdopodobny brak nowego stimulusa fiskalnego w postaci inwestycji w infrastrukturę nie wesprze wzrostu PKB w obecnej fazie jego spowolnienia. Widoczna od początku roku dywergencja między koniunkturą w Stanach Zjednoczonych i resztą świata może w tej sytuacji ulec zmniejszeniu, jednak niestety nie w najbardziej pożądanym sposób, czyli poprzez przyspieszenie wzrostu w innych regionach gospodarki globalnej.

W Polsce trzeci kwartał w wynikach spółek nie przyniesie zapewne przełomu. Nadzieję budzi natomiast kolejny - czwarty kwartał w związku z efektem niskiej bazy z ubiegłego roku i słabszym kursem PLN. Niestety spowolnienie gospodarki niemieckiej (w szczególności przemysłu samochodowego), dalszy wzrost kosztów (tym razem już nie tylko pracy i surowców, ale również energii) oraz wciąż duże natężenie konkurencji (nie pozwalające spółkom na wystarczającym stopniu przenosić wzrostu kosztów na konsumentów) mogą przynieść kolejne rozczarowanie. Wyceny wydają się atrakcyjne, jednak warto mieć na uwadze, że polskie spółki są notowane z premią do rynków wschodzących.

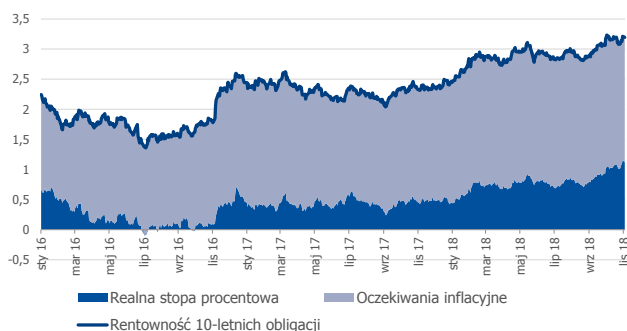
Rynek obligacji



Jarosław Karpiński
Dyrektor ds. Rynków
Dłużnych

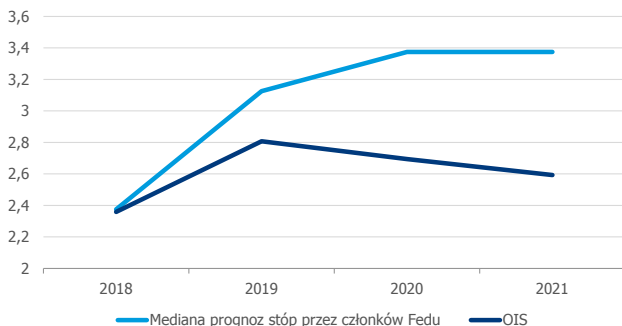
Polski rynek obligacji kolejny kwartał zachowywał się bardzo stabilnie, a rentowności 10-letnich obligacji skarbowych od maja poruszają się w przedziale 3,0 - 3,4%. Dzięki ograniczonej presji inflacyjnej oraz wsparciu przez niski poziom rentowności obligacji niemieckich Polska jest jednym z niewielu krajów, których rentowności obligacji skarbowych w bieżącym roku spadały. Inną sytuacją miała miejsce na rynku amerykańskich obligacji skarbowych, których rentowności notowały kolejny kwartał wzrostu wynikającego przede wszystkim ze wzrostu realnej stopy procentowej. Natomiast długoterminowe oczekiwania inflacyjne utrzymują się na stabilnym poziomie, a w ostatnich tygodniach nawet nieznacznie się obniżyły.

Dekompozycja zmian rentowności 10-letnich obligacji USA



Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

Rynek wycenia mniej podwyżek niż członkowie Fed

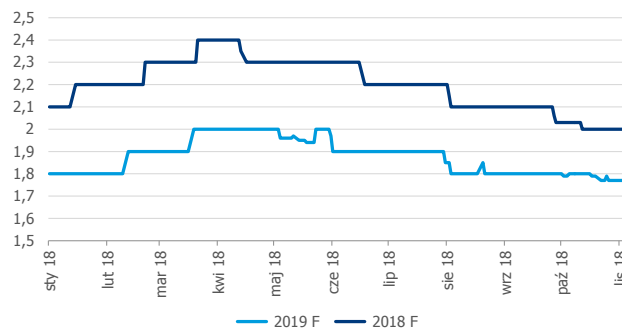


Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

W trzecim kwartale tempo wzrostu gospodarczego na świecie ulegało dalszej desynchronizacji. Dynamiczny wzrost utrzymuje wspierana impulsem fiskalnym gospodarka amerykańska. Jednak kolejne miesiące powinny przynieść stopniowe zmniejszanie się tempa wzrostu tej gospodarki, który jednak nadal powinien być wyższy od przyrostu potencjalnego PKB. Natomiast strefa euro, po bardzo dobrych danych na początku roku, od kilku

miesięcy negatywnie zaskakuje. Wskaźnik PMI dla przemysłu w strefie euro obniżył się do poziomu najniższego od 2016 roku, ale nadal utrzymuje się powyżej poziomu 50 punktów. W reakcji na napływające gorsze dane z europejskiej gospodarki, ekonomiści od kwietnia zrewidowali swoje prognozy wzrostu PKB na 2018 rok o 0,4 p.p., a na 2019 rok o ponad 0,2 p.p.

Konsensus prognoz zmiany PKB w strefie euro

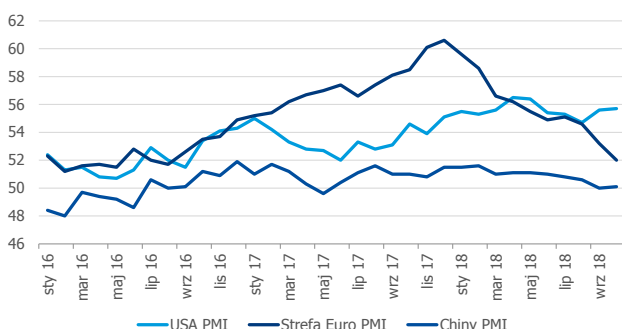


Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU

W listopadowej projekcji inflacji podniesiono centralną ścieżkę średniorocznego wzrostu cen na przyszły rok z 2,7 do 3,25%. Zmiana ta w dużym stopniu wynika z konserwatywnego założenia dotyczącego wzrostu cen energii, który prawdopodobnie będzie mniejszy od przyjętego w modelu. W 2020 roku projekcja zakłada spadek średniorocznej inflacji do 2,9%. Zdaniem członków RPP czynnikami ryzyka jest również, możliwy wzrost płac w sektorze publicznym oraz wprowadzenie od stycznia ułatwienia podjęcia pracy w Niemczech przez pracowników spoza UE. Nasze prognozy zakładają nieco niższy niż wynika z projekcji wzrost inflacji, która jednak już w pierwszej połowie przyszłego roku powinna przekroczyć 2,5%.

Według nas IV kwartał może być odpowiednim momentem do skrócenia pozycji w polskich obligacjach skarbowych mimo bardzo dobrej kondycji budżetu, który po 9 miesiącach 2018 roku miał 3,2 mld zł nadwyżki. Naszym zdaniem jednak w najbliższych miesiącach kluczowym czynnikiem wpływającym na poziom rentowności będzie skala oraz trwałość obniżania się tempa wzrostu w Polsce i Europie, które było widoczne w ostatnich kilku miesiącach. Istotny wpływ na pogorszenie się danych w strefie euro miał spadek poziomu aktywności w sektorze motoryzacyjnym, wynikający z wprowadzenia nowych standardów emisji spalin, co spowodowało przestoje produkcyjne w niektórych zakładach. Jeżeli najnowsze dane potwierdzą krótkotrwały charakter obecnego spowolnienia, to biorąc pod uwagę wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych oraz niski poziom bezrobocia przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej może spowodować wzrost presji inflacyjnej.

Manufacturing PMI



Źródło: Bloomberg; opracowanie TFI PZU



INWESTYCJE

Global Macro



Jarosław Leśniczak
Dyrektor ds. Rynek
Globalnych

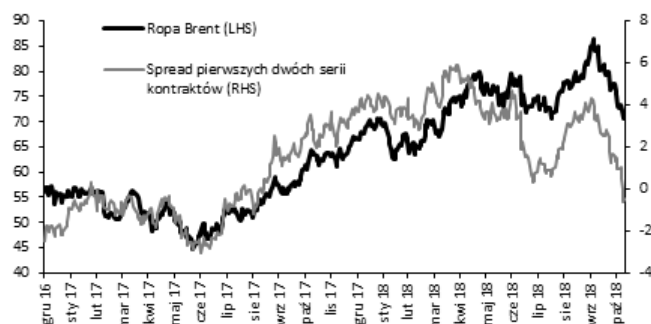
Trzeci kwartał 2018 roku upłynął pod znakiem wysokiej dynamiki gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz mało optymistycznych danych napływających z: Chin, rynków wschodzących oraz strefy Euro. Mamy więc do czynienia ze znacznym zróżnicowaniem dynamiki gospodarczej na świecie, pomiędzy gospodarkami rozwijającymi się a rozwiniętymi, ale także wśród samych gospodarek rozwiniętych. Największą relatywną siłę wykazują Stany Zjednoczone, co pozwala Rezerwie Federalnej kontynuować cykl podwyżek stóp procentowych.

Po październikowej przecenie aktywów ryzykownych oraz serii niepomyślnych danych gospodarczych, na rynkach finansowych zapanowała nerwowość. Wielu inwestorów, szczególnie tych skoncentrowanych na wąskiej klasie aktywów, poniosło dotkliwe straty. Jednocześnie oznacza to pojawienie się atrakcyjnych okazji inwestycyjnych.

Tematem przyciągającym największą uwagę inwestorów jest konflikt na linii Chin – Stany Zjednoczone. Jednak jego konsekwencje dla światowej gospodarki mają głębszą przyczynę niż tylko deficyt handlowy między oboma państwami – jest nią walka o globalną dominację handlową i militarną. Tempo tych zmian jest dotychczas niespotykane w historii. W 1997 roku największym partnerem handlowym dla większości państw na świecie były USA – dziś są nim Chiny. Stąd można zakładać, że ewentualne gesty pojednania między prezydentem D. Trumpem a prezydentem Xi Jinpingiem, nieważne jak bardzo atrakcyjne medialnie, będą raczej tymczasowym odreagowaniem niż trwałym rozwiązaniem sedna problemu.

W centrum uwagi na rynku obligacji znajdują się stopy procentowe w USA. Rentowność 10-letniego benchmarku znajduje się na poziomach najwyższych od 2011 roku i jest o krok od wybiecia w stronę 3,5%. Potencjał na dalszy wzrost rentowności będzie ograniczany przez niskie rentowności oraz niepewność w pozostałych regionach świata. W przypadku wzrostu awersji do ryzyka można spodziewać się powrotu inwestorów do bezpiecznych aktywów, jakimi są amerykańskie obligacje rządowe.

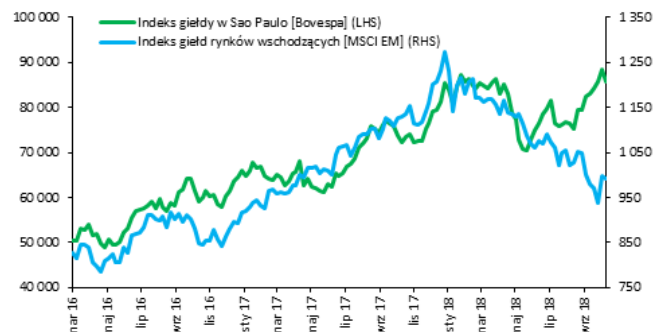
Choć ostatnie tygodnie przyniosły odwilż na rynku walut i obligacji lokalnych rynków wschodzących, to siły, które doprowadziły do ich przeceny w pierwszym półroczu wciąż działają i zmuszają do elastyczności w zajmowaniu pozycji zarówno po krótkiej jak i długiej stronie rynku. Kontynuacja spadków na rynku ropy sprawi zaś, że jej producenci (np. Rosja, Kolumbia, Meksyk) mogą znaleźć się pod presją. Po drugiej stronie znajdują się gospodarki silnie uzależnione od importowanej ropy – Turcja, Indie, RPA.



Źródło: Bloomberg

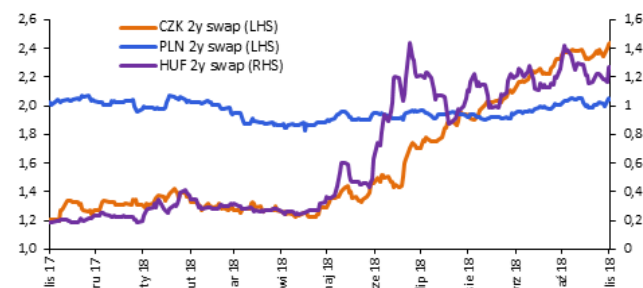
W ciągu najbliższego kwartału interesujące będą losy Brazylii, gdzie powyborcza euforia sprawiła, że wyceny lokalnych aktywów silnie wzrosły w relacji do innych rynków wschodzących. Nowy prezydent obejmuje urząd dopiero 1 stycznia i do tego czasu wyceny mogą ulec znacznemu dostosowaniu do globalnych warunków, które bynajmniej nie są zbyt wspierające.

Ostatnie odczyty inflacji bazowej na Węgrzech i w Czechach mogą stać się punktem zwrotnym w regionalnym trendzie inflacji i stóp procentowych. W przypadku Węgier jeden odczyt prawdopodobnie nie zmieni tonu komunikatu węgierskiego banku centralnego, ale wkrótce może zostać ona zmuszona do wystąpienia bardziej



Źródło: Bloomberg

ostrożnej wiadomości do rynku. W przypadku Polski planowane podwyżki taryf energetycznych zrodziły obawy inwestorów, jednak NBP w przeciwieństwie do niektórych banków w regionie prowadził przez ostatnie lata konserwatywną politykę pieniężną. Oznacza to, że krótkoterminowa stopa procentowa w Polsce nie była na tak niskich poziomach jak w Czechach i na Węgrzech i dzięki temu lokalny rynek obligacji i instrumentów pochodnych cechuje się wyjątkową stabilnością.



Źródło: Bloomberg

Kluczowe ryzyka, czyli co obserwować?

- Geopolityka – w szczególności relacje handlowe na linii USA – Chiny
- Sygnały większego spowolnienia gospodarczego w USA mogłyby zwiastować koniec wzrostowego cyklu na świecie
- Wskaźnik wzrostu płac w Stanach Zjednoczonych, który mógłby być początkiem budowania się trwalszej presji inflacyjnej oraz mocniejszych podwyżek stóp przez FED

Global Macro, co to jest?

Jest to podejście wykorzystujące obserwację szerokiego spektrum klas aktywów, oparte na analizie fundamentalnej i wykorzystujące prognozy trendów makroekonomicznych oraz geopolitycznych zachodzących w wielu obszarach geograficznych.



INWESTYCJE

NOTA PRAWNA

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Niniejsza informacja upowszechniana jest w celu reklamy lub promocji usług TFI PZU SA, przy czym nie może stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o skorzystaniu z usługi lub nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszu.

TFI PZU SA informuje, że niniejszy materiał ma charakter reklamowy, dane w nim podane nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

Szczegółowe informacje na temat rodzaju i wysokości opłat zawiera Statut Funduszu.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102,

NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 13 000 000 zł wpłacony w całości, al. Jana Pawła II 24, 00-133 Warszawa, pzu.pl



INWESTYCJE