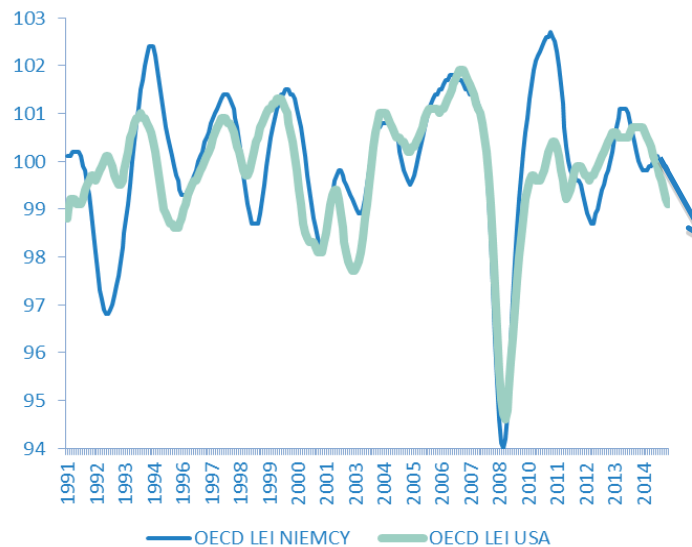
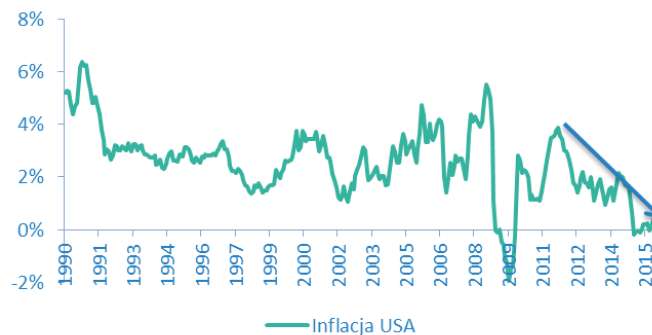
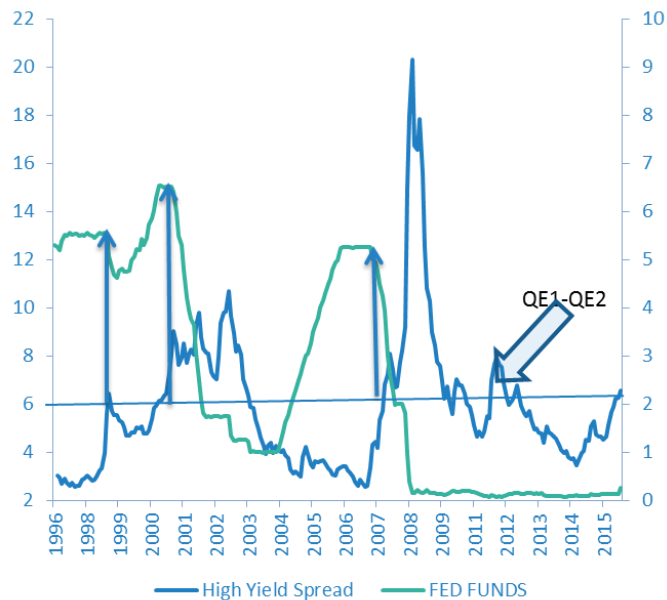




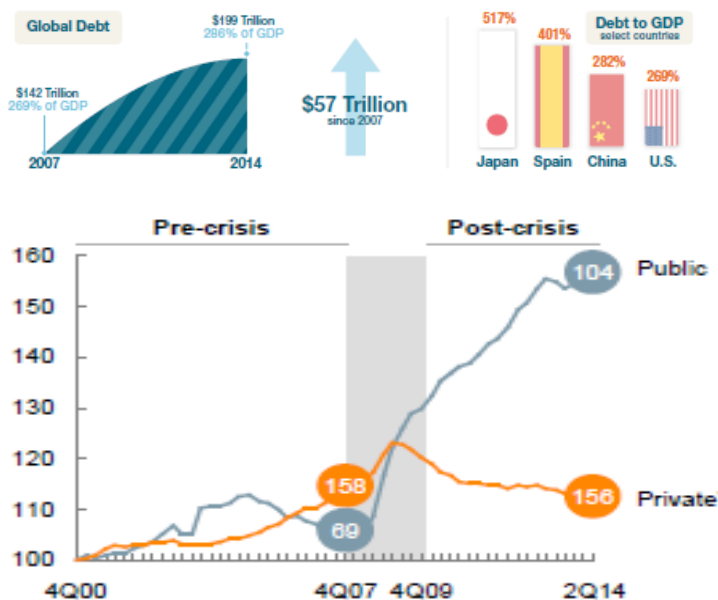
OPOKA TFI

PRZEWIDYWANIA RYNKOWE 2016

ŚWIAT

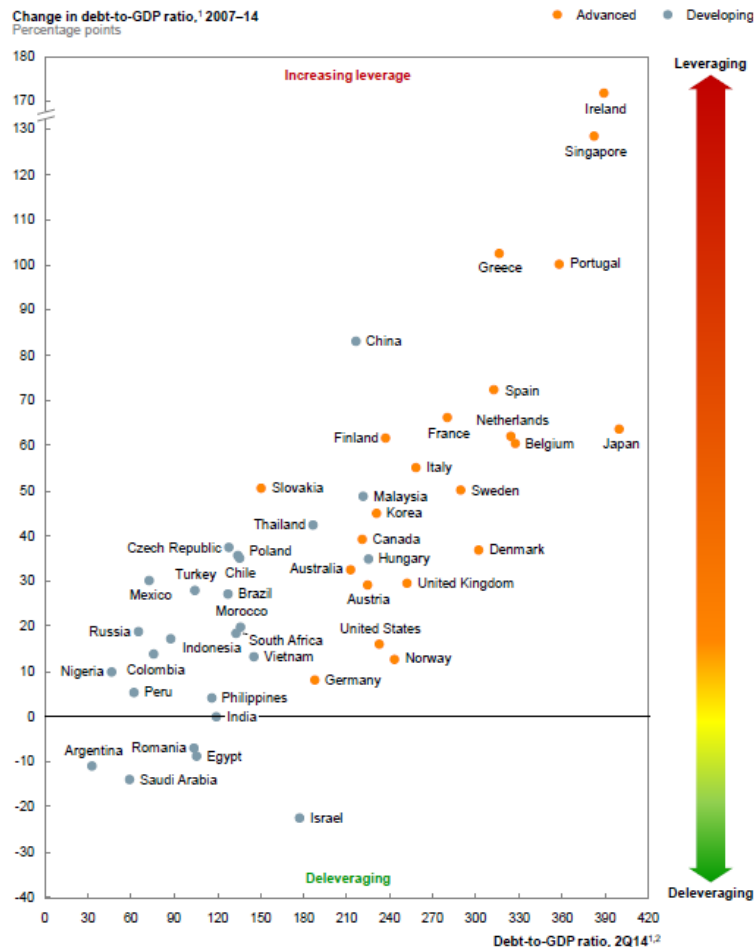


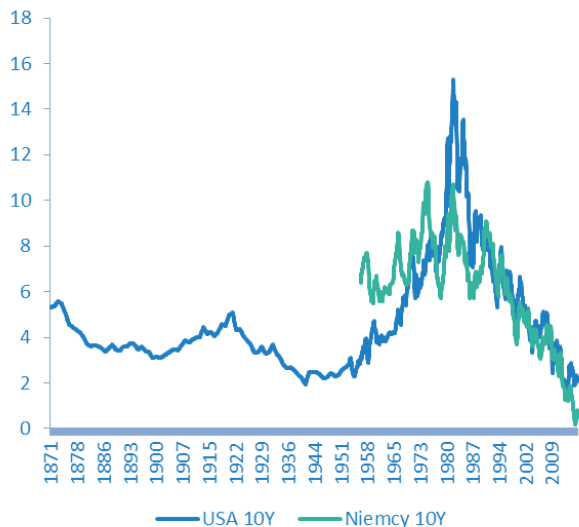
Mimo że podwyżka stóp była oczekiwana, to jej timing jest co najmniej zastanawiający. Inflacja ciągle spada, wskaźniki wyprzedzające koniunktury zeszły już na poziom recesyjny, a rynek obligacji korporacyjnych pokazuje znaczne pogorszenie warunków finansowania przedsiębiorstw. Normalnie w tej sytuacji FED byłby w fazie luzowania polityki pieniężnej, a nie jej zacieśniania.



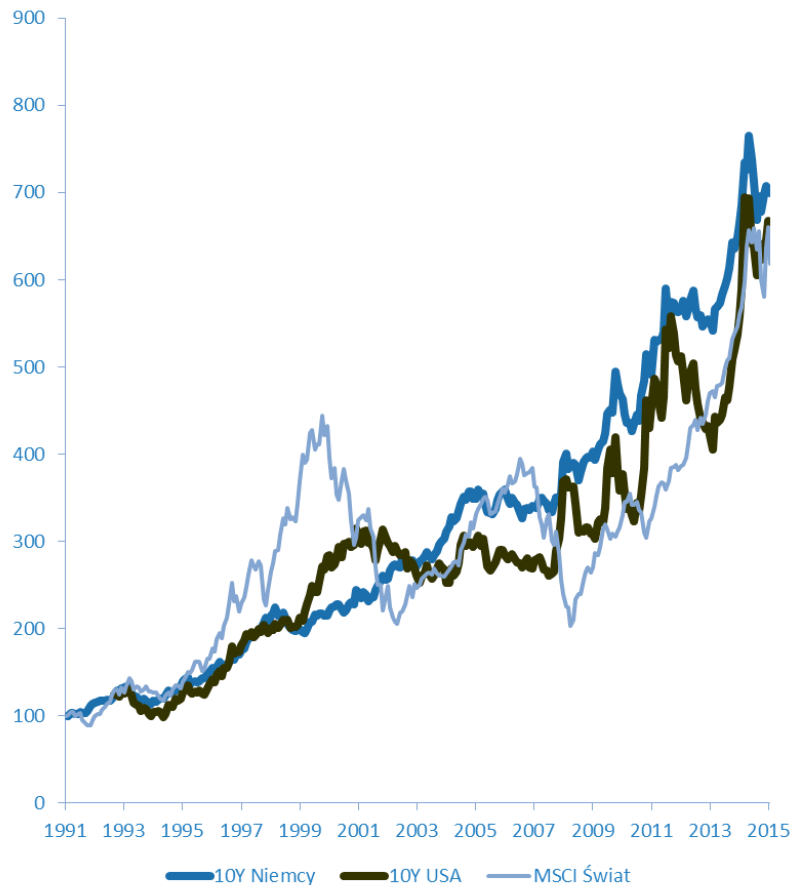
Źródło wykresów: McKinsey&Company

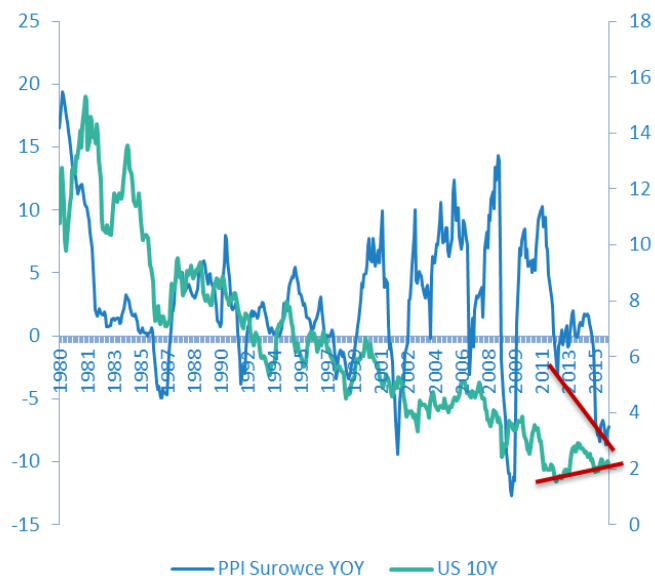
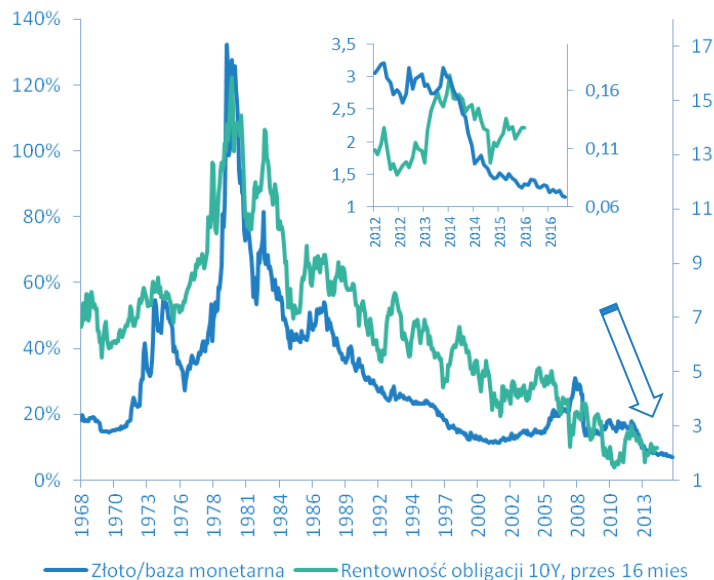
Być może FED podejmuje desperacką próbę lekkiego wyhamowania maszyny kredytowej, która ciągle powiększa udział długu w gospodarkach, zwiększając tym samym ich wrażliwość na wszelkiego rodzaju wstrząsy. Wbrew powszechnej opinii, jesteśmy obecnie w jeszcze bardziej ryzykownej sytuacji niż w 2007 r., tylko że teraz szczególnie narażonym sektorem jest sektor publiczny oraz same banki centralne, których bilanse pełne są obligacji rządowych.



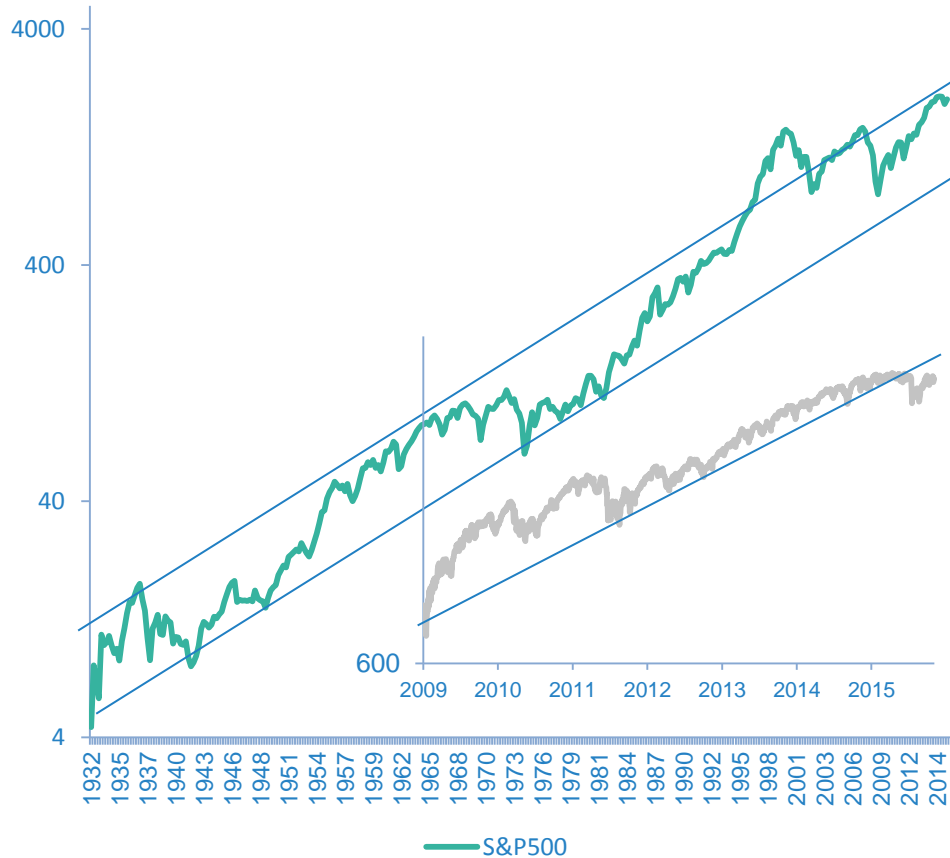


Paradoksalnie mimo ekspotencjalnie zadłużającego się sektora publicznego jego papiery dłużne są obecnie najdroższe w historii, a ich stopa zwrotu w ciągu ostatnich 25 lat jest taka sama jak akcji. Naszym zdaniem te dwa przeciwstawne trendy są nie do pogodzenia na dłuższą metę. Wydaje nam się, że zbliżamy się do ważnego przesilenia.

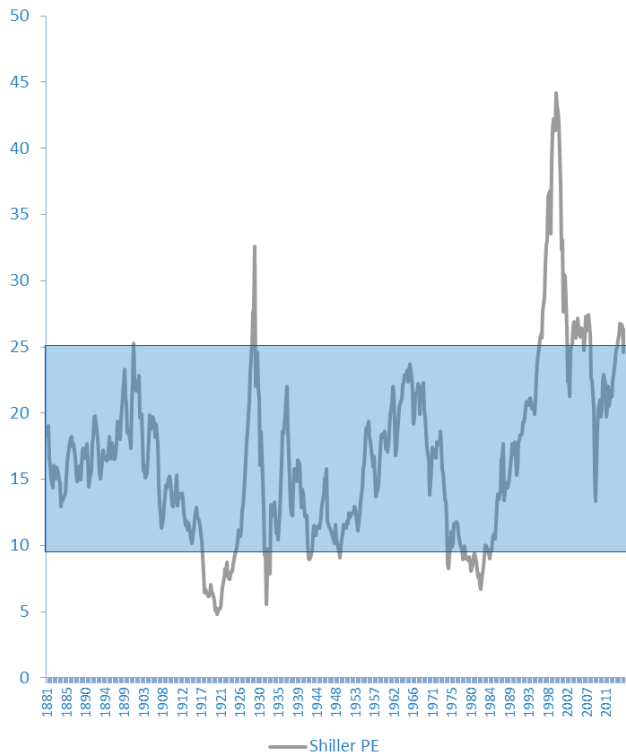




Utrzymująca się dywergencja pomiędzy dynamiką cen surowców (które zeszyły do wieloletnich dołków) a rentownością obligacji (która nie jest w stanie zejść poniżej minimum z 2012 r.) sugeruje, że dołek rentowności i jednocześnie szczyt cen obligacji jest już blisko. Z drugiej strony udział złota w bazie monetarnej wskazuje, że dochodowości będą spadały jeszcze przez kilkanaście miesięcy. Naszym zdaniem 2016 r. będzie kolejnym, choć już prawdopodobnie ostatnim deflacyjnym rokiem bieżącej dekady. W związku z tym w krótkim terminie spodziewamy się kontynuacji hossy obligacyjnej, ale później powinno nadejść odwrócenie tego trendu.



Obecna hossa na amerykańskich akcjach w niewielkim stopniu ustępuje tej z lat 1994-2000 - największej w historii. Równocześnie amerykański rynek doszedł do górnego ograniczenia blisko stuletniego kanału trendowego, który stanowił skuteczną zaporę dla poprzednich rynków byka. Dodatkowo trend wzrostowy od dołka z 2009 r. został złamany. Rok 2015 statystycznie powinien być być jednym z najlepszych lat dla rynków akcji w obecnej dekadzie. Okazało się jednak, że indeksy w USA i na innych rynkach rozwiniętych miały problem z wyjściem na plus. Wszystkie te czynniki stanowią ważne sygnały ostrzegawcze.



Median US and European EV/EBITDA valuations

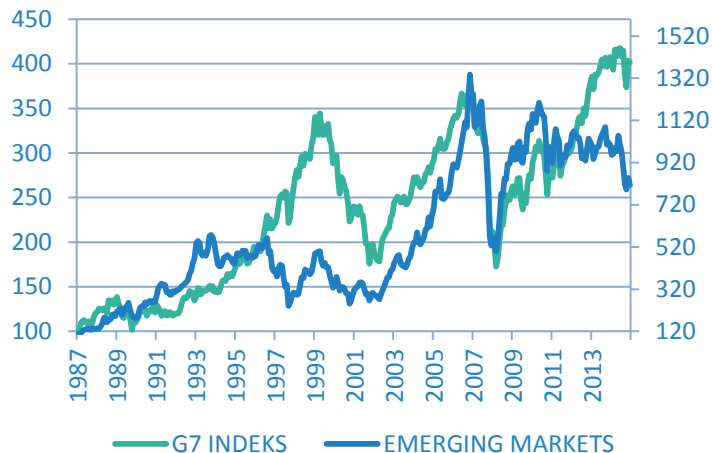


Source: SG Cross Asset Research

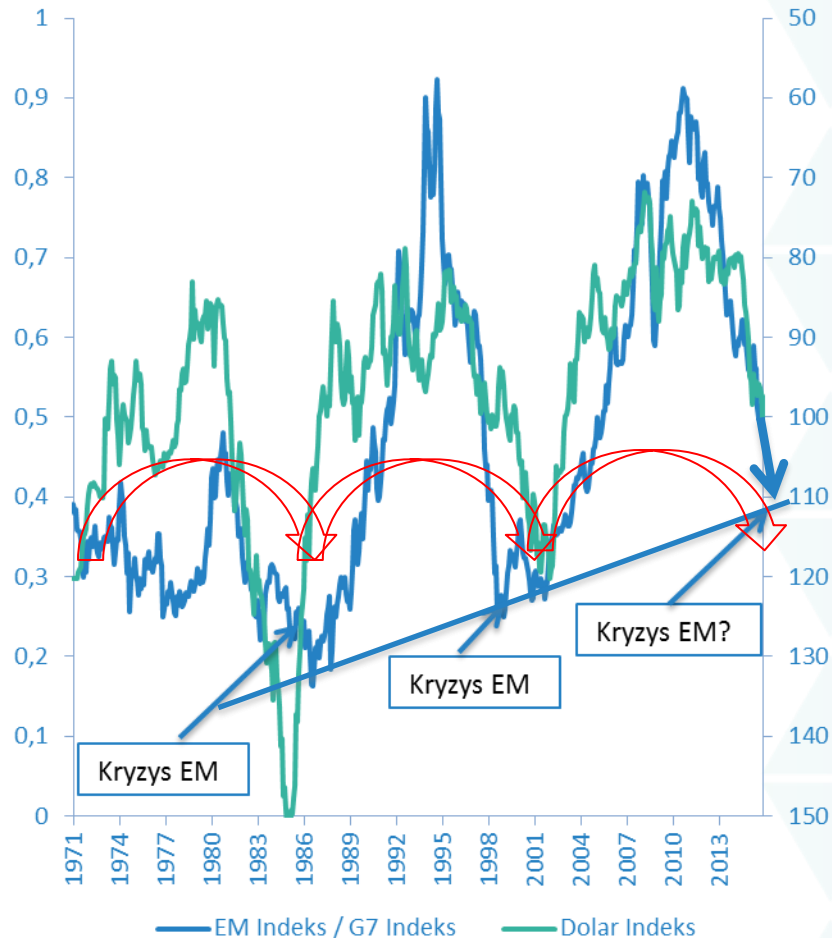
Źródło: Societe General

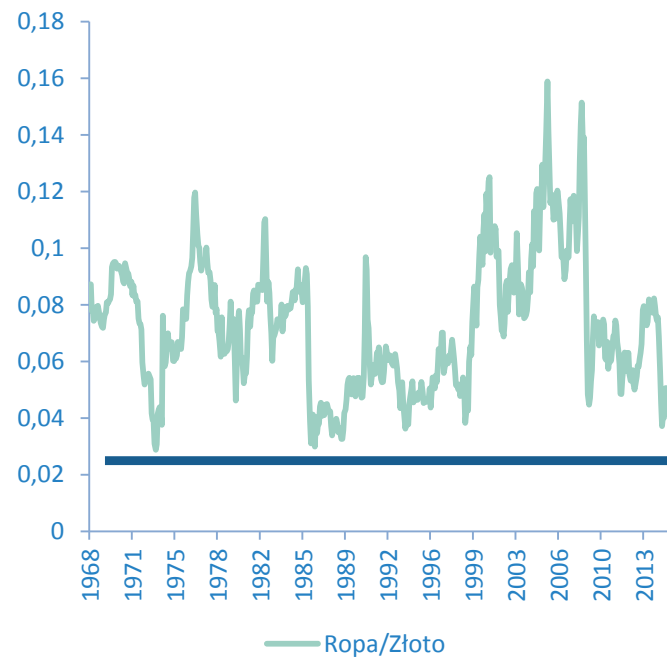
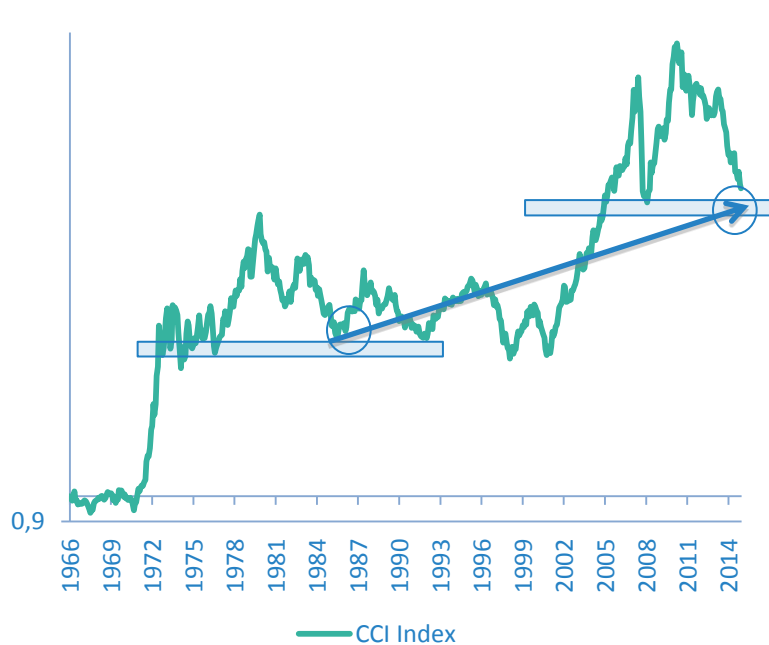
Wyceny akcji na rynkach rozwiniętych tylko dwa razy w historii były wyższe niż obecnie i w żadnym z tych wypadków nie skończyło się to dobrze. Naszym zdaniem jest to jeden z powodów, dla których FED postanowił podnieść stopy procentowe mimo sprzecznych sygnałów z gospodarki.

Ekstremalne wyceny w połączeniu z technicznymi sygnałami słabnięcia obecnego trendu tworzą bardzo niebezpieczną mieszankę. Naszym zdaniem najbliższe kilkanaście miesięcy przyniesie ostrą korektę na rozwiniętych rynkach akcji.

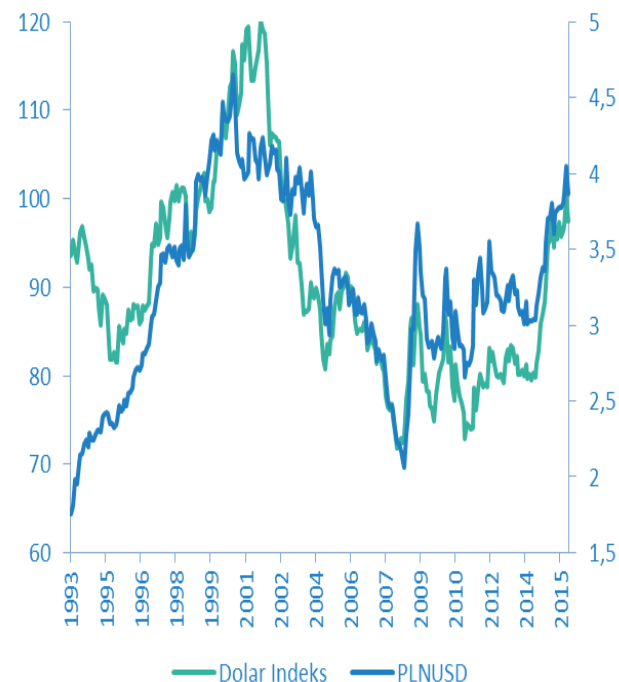
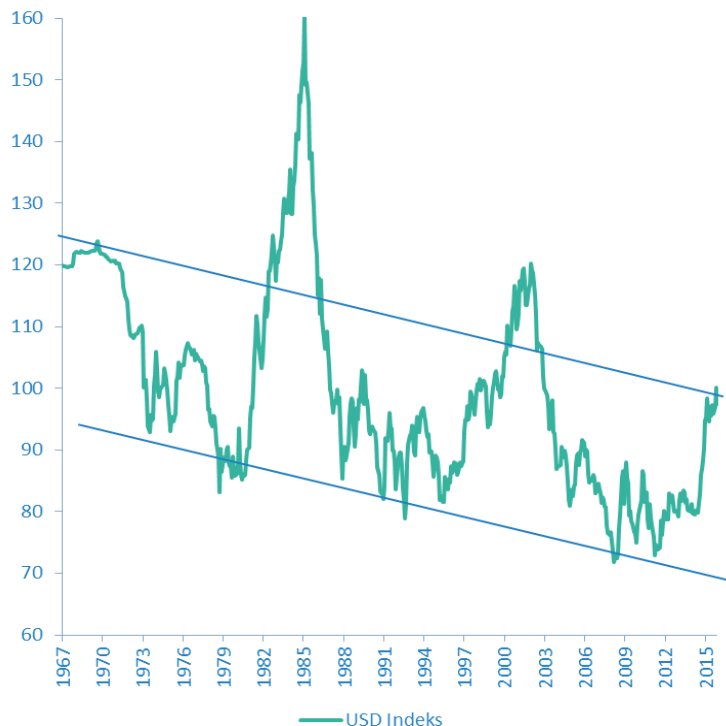


Rynki wschodzące były w ostatnich trzech latach jedną z gorzej performujących klas aktywów. Według nas odpowiada za to 14-16-letni cykl dolarowo-surowcowy. Cykl ten w 2016 r. powinien odnotować swój dołek. W związku z tym spodziewamy się, że rynki wschodzące odzyskają w końcu siłę. Jednak dołki tego cyklu zwykle kończą się spektakularnym bankructwem, więc krótkoterminowo ciągle oczekujemy przesilenia, które wyznaczy zmianę trendu.

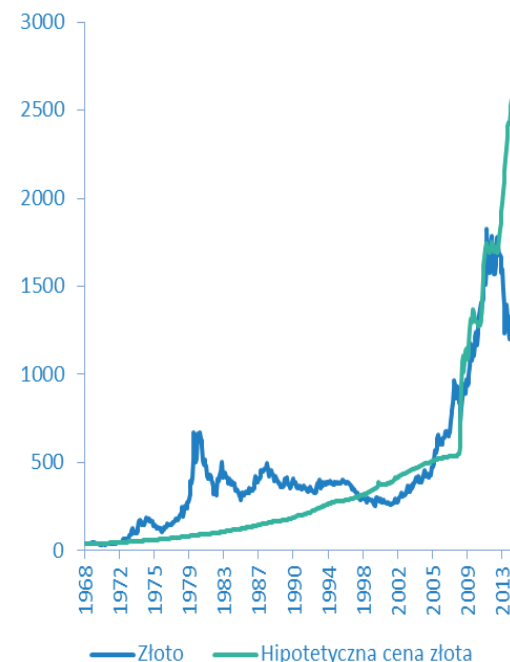
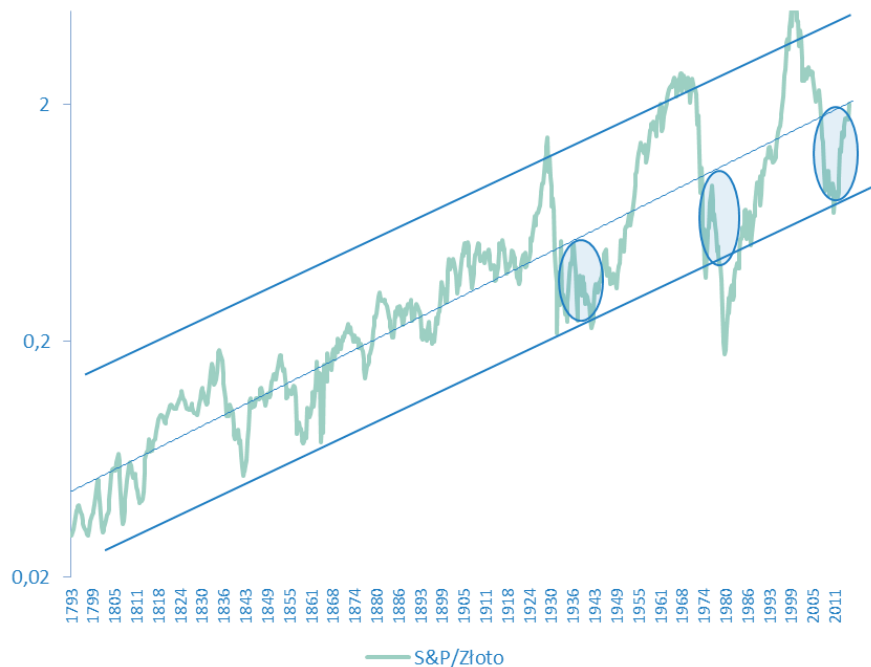




Po ponad dekadzie wzrostu, podobnie jak w latach osiemdziesiątych, surowce od blisko pięciu lat pozostają w silnej korekcie. Jeśli analogia z latami osiemdziesiątymi jest słuszna, to surowce w 2016 r. powinny zrobić ważny średnioterminowy dołek na poziomach zbliżonych do minimum z 2008 r. W połączeniu z prognozowanym przez nas na rok 2016 szczytem cyklu dolarowego daje nam to silne przekonanie, że surowce kończą, przynajmniej na jakiś czas, swoją złą passę.



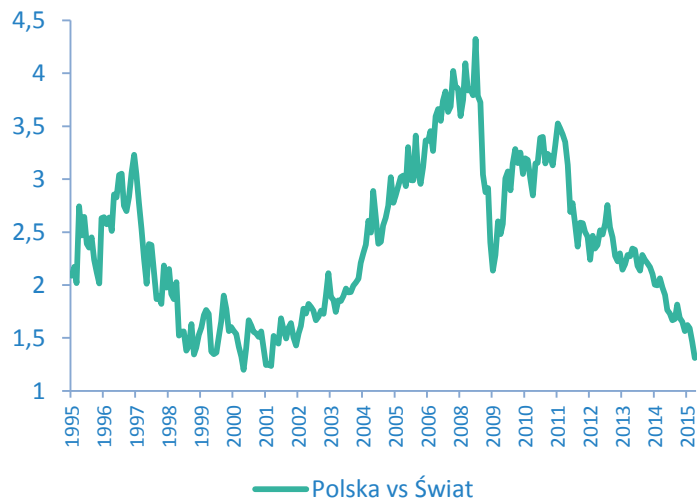
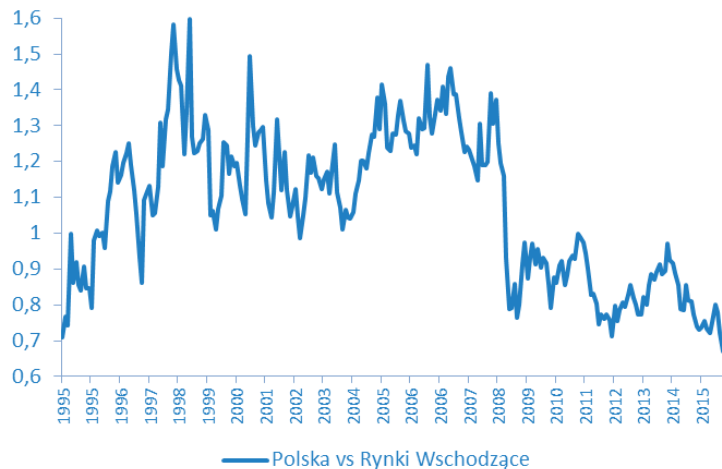
Od kilkudziesięciu lat dolar porusza się w lekko opadającym kanale względem innych walut. Jego wybiecie powyżej górnego ograniczenia tego kanału zwykle powoduje kryzysy na rynkach finansowych, zmuszając tym samym FED do luzowania polityki i osłabiania dolara. Oczekujemy, że tym razem będzie podobnie i dolar nie spędzi ponad tą linią długiego czasu. Jednak do tego momentu prognozujemy ciągłe umacnianie się tej waluty. W konsekwencji dolar umocni się również wobec złotego, choć nie spodziewamy się przebicia szczytu USDPLN z 2000 r. na poziomie 4,70. Zgodnie z cyklem 14-16-letnim szczyt mocy dolara powinien wypaść w 2016 r.



Od szczytu w 2011 r. złoto wyrażone w dolarach spadło już blisko 50% i jest najbardziej niepożądaną klasą aktywów (biorąc po uwagę sentyment inwestorów). Naszym zdaniem w relacji do akcji jest ono w chwili obecnej świetną okazją inwestycyjną. Prawdopodobnie przez kilka następnych lat złoto będzie się zachowywać znacząco lepiej niż rynki akcji. Problemem pozostaje kwestia, czy cena złota w dolarze ustanowiła już dołek. Możemy sobie wyobrazić sytuację, w której siły deflacyjne spychają cenę kruszcu poniżej 1000 USD za uncję. Wydają się nam jednak, biorąc pod uwagę pęczniejący bilans FED i wynikający z tego rozjazd pomiędzy ceną hipotetyczną a rynkową, że będzie to raczej krótki epizod.

- Wbrew powszechniej opinii światowy system finansowy jest obecnie w gorszej kondycji niż przed wybuchem ostatniego kryzysu w 2008 r. Globalne zadłużenie jeszcze wzrosło, szczególnie w sektorze publicznym.
- W związku z tym kolejna odsłona kryzysu zadłużeniowego, której oczekujemy w najbliższych dwóch latach, będzie dotyczyła głównie sektora rządowego. Obligacje skarbowe są w trakcie formowania bardzo ważnego kilkudziesięcioletniego szczytu, po którym nastąpi załamanie cen.
- Ponieważ bilanse banków centralnych są pełne tych obligacji, przewidujemy kolejne paniczne interwencje, które jednak tym razem zakończą się bez powodzenia.
- Amerykański rynek akcji już zrobił ważny długoterminowy szczyt albo uczyni to wczesną wiosną. Biorąc pod uwagę bardzo wysokie wyceny spadek, jaki powinien potem nastąpić, będzie duży.
- Rynki wschodzące razem z sektorem surowcowym są bardzo blisko ważnego przesilenia, jednak krótkoterminowo ciągle oczekujemy spadków, które powinny kulminować jakimś spektakularnym bankructwem.
- Złoto w relacji do akcji i obligacji jest w bardzo atrakcyjnym miejscu i powinno być w ciągu kilku najbliższych lat od nich silniejsze. Jednak nominalnie może jeszcze przetestować poziom 1000 USD za uncję.

POLSKA

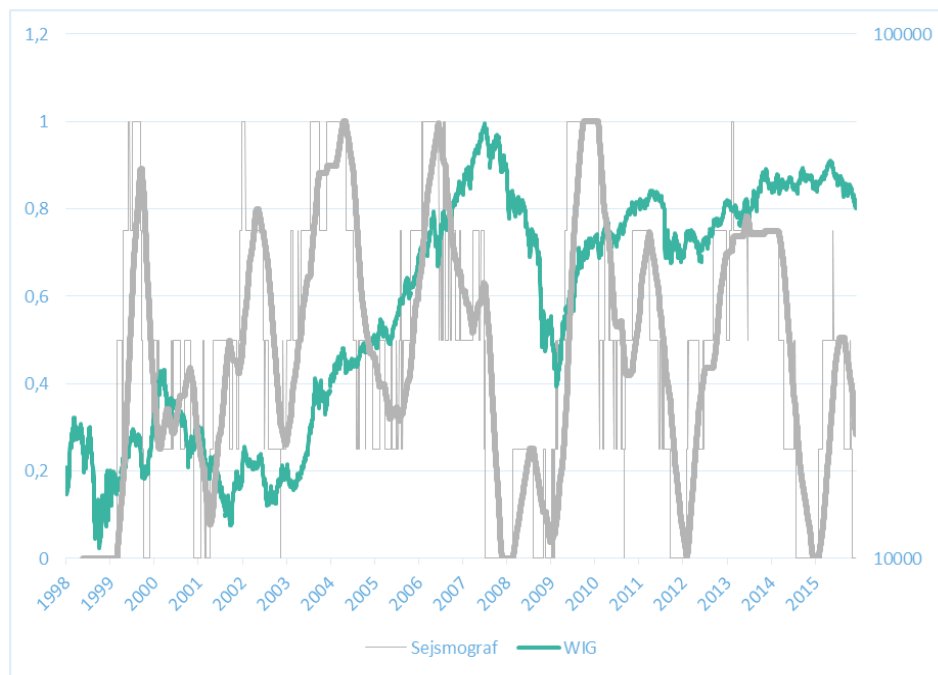


Dziesięć najtańszych rynków świata, u góry najtańszy

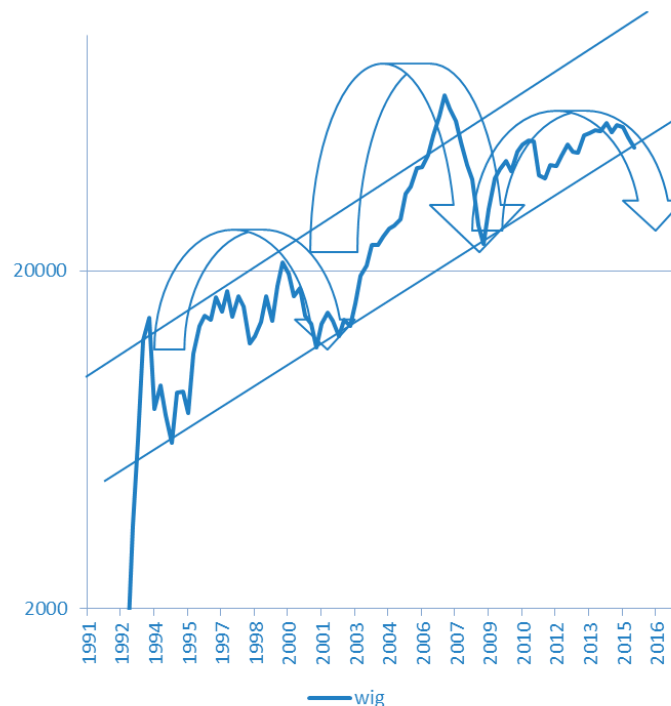
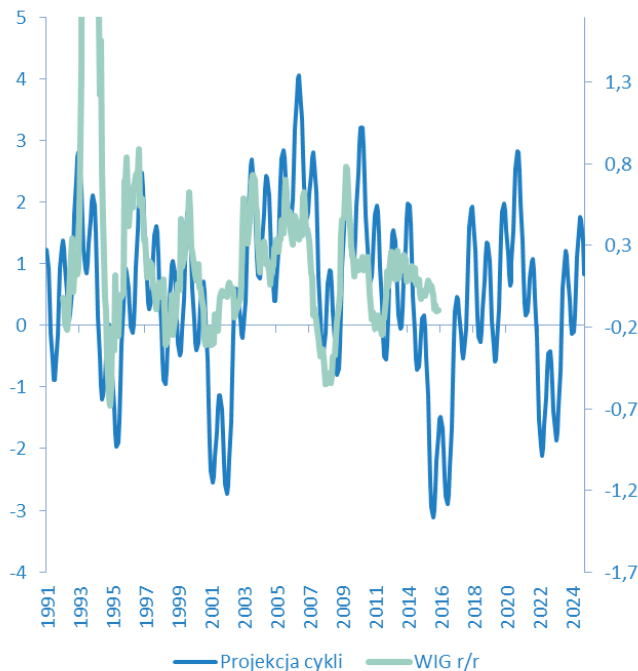
| | CAPE | CAPD | CAPCF | CAPB |
|----------------|------|------|-------|------|
| Greece | 2,8 | 6,5 | 1,5 | 0,4 |
| Austria | 7,3 | 21,6 | 3 | 0,7 |
| Portugal | 7,7 | 12,9 | 3,2 | 1 |
| Hungary | 5,9 | 23 | 3 | 0,9 |
| Italy | 9,6 | 16,6 | 3,7 | 0,9 |
| Russia | 5,2 | 29,8 | 3,5 | 0,8 |
| Czech Republic | 10,3 | 15,3 | 5,3 | 1,6 |
| Poland | 10,8 | 22,9 | 5 | 1,5 |
| Brazil | 10 | 23,2 | 6,4 | 1,5 |
| Spain | 11,6 | 19,4 | 5,7 | 1,6 |

Źródło: Ned Davis Research

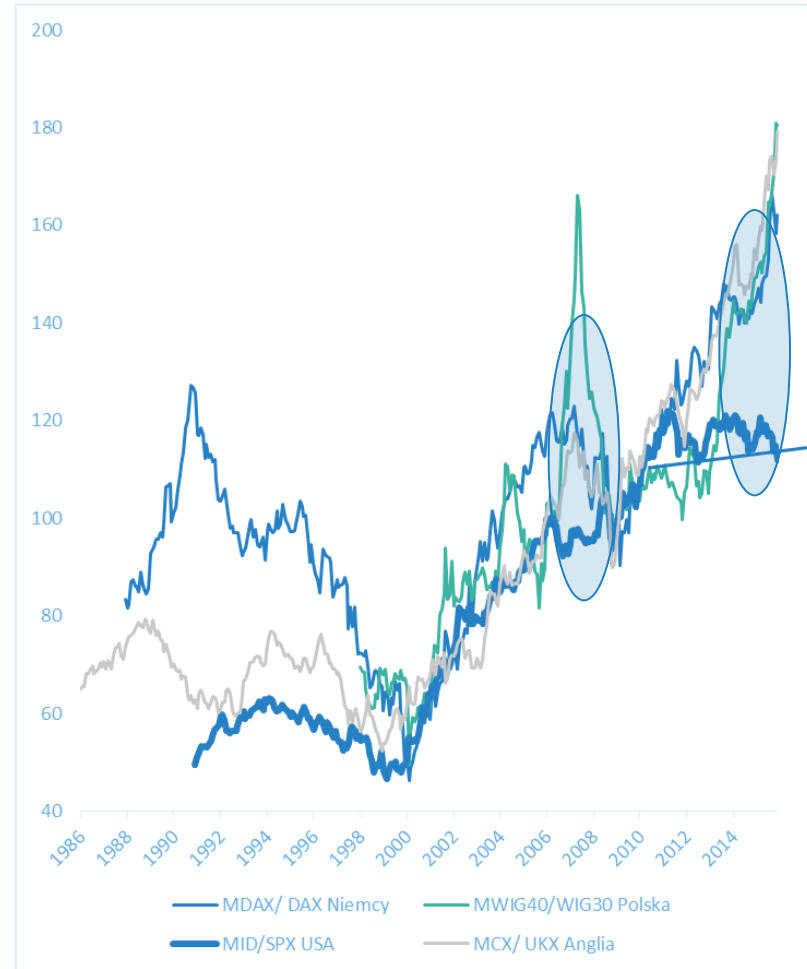
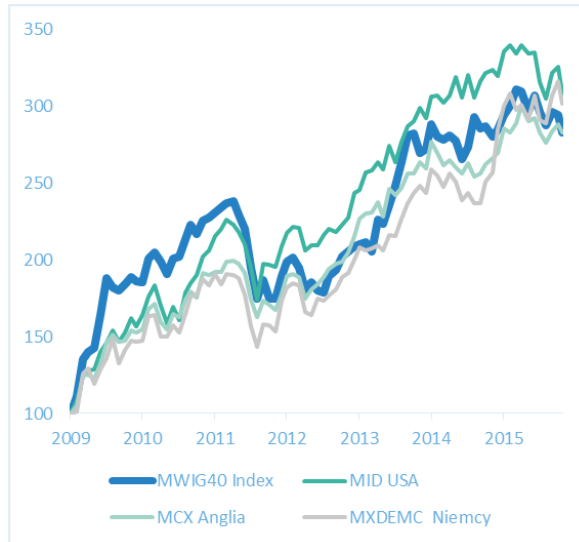
Rynek polski spada w relacji do innych rynków od początku 2008 r. i jest najtańszy w swojej historii. Trend ten spowodował, że jesteśmy obecnie jednym z atrakcyjniejszych rynków na świecie pod względem wycen, ponad dwukrotnie tańszym niż USA. Wydaje się, że docieramy do ekstremów, przy których podjęcie ryzyka zdecydowanie się opłaca. W związku z tym oczekujemy bliskiego odwrócenia tego trendu. Jedynym fundamentalnym czynnikiem mogącym pogłębić naszą relatywną tanią, ale prawdopodobnie na krótki czas, jest kwestia rozmontowania do reszty OFE.



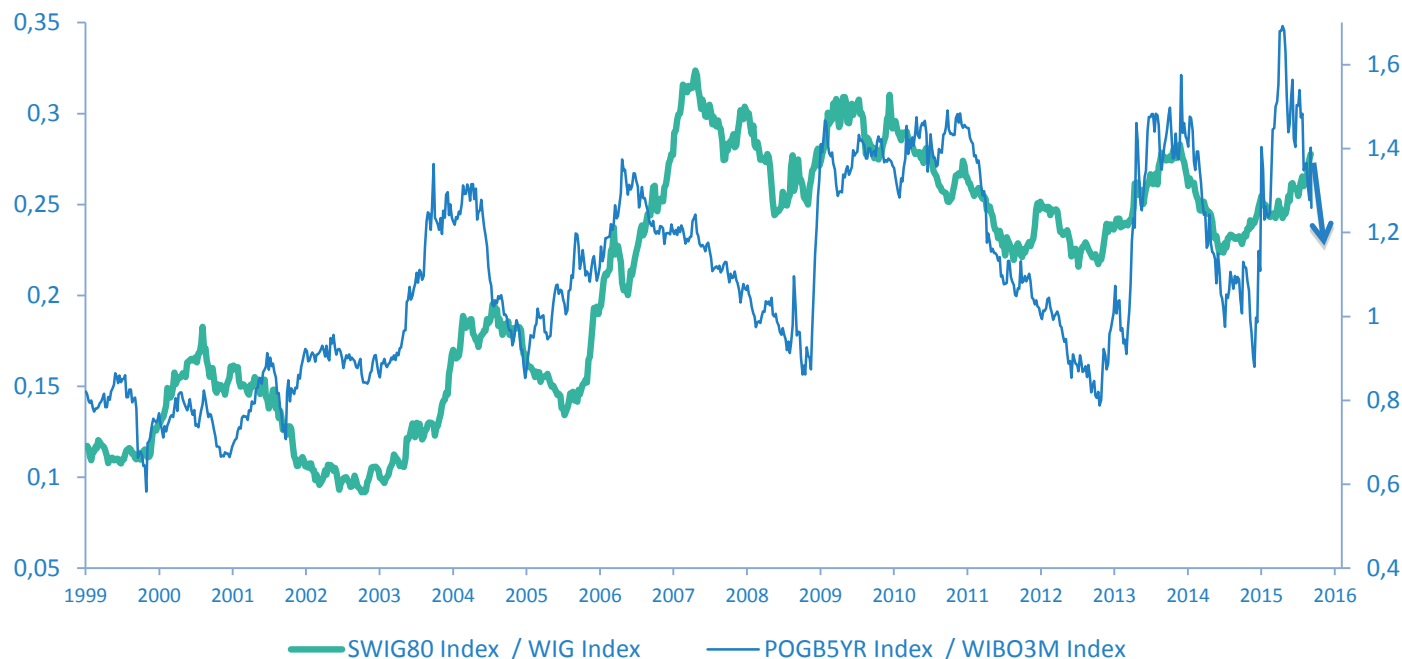
O ile uważamy, że relatywnie do świata polski rynek jest już blisko dołków, to nominalnie spadki na giełdzie jeszcze się raczej nie skończyły. Globalne rynki finansowe weszły w fazę zacieśniania płynności (wykres sejsmografu - *wskaźnik stworzony przez Opoka TFI*), co zwykle oznaczało kłopoty dla WIG. Dodatkowo ze sfery realnej gospodarek światowych płyną sygnały o pogarszającej się koniunkturze gospodarczej. Ponadto kolejne obciążenia dla polskiego sektora bankowego reprezentują de facto zacieśnienie polskiej polityki monetarnej. Należy bowiem pamiętać, że wyjęcie 500 zł z sektora bankowego i przekazanie ich na konsumpcję nie musi automatycznie stymulować popytu. Banki poprzez mechanizm mnożnikowy są w stanie wygenerować kilkukrotność tej kwoty w kolejnym kredycie, zaś Kowalski – nie.



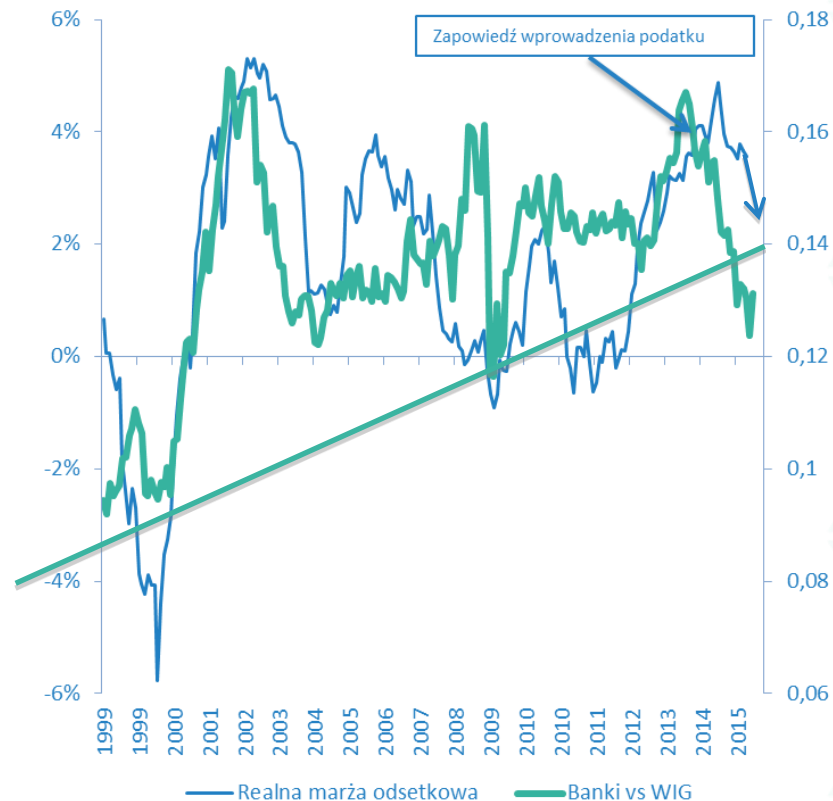
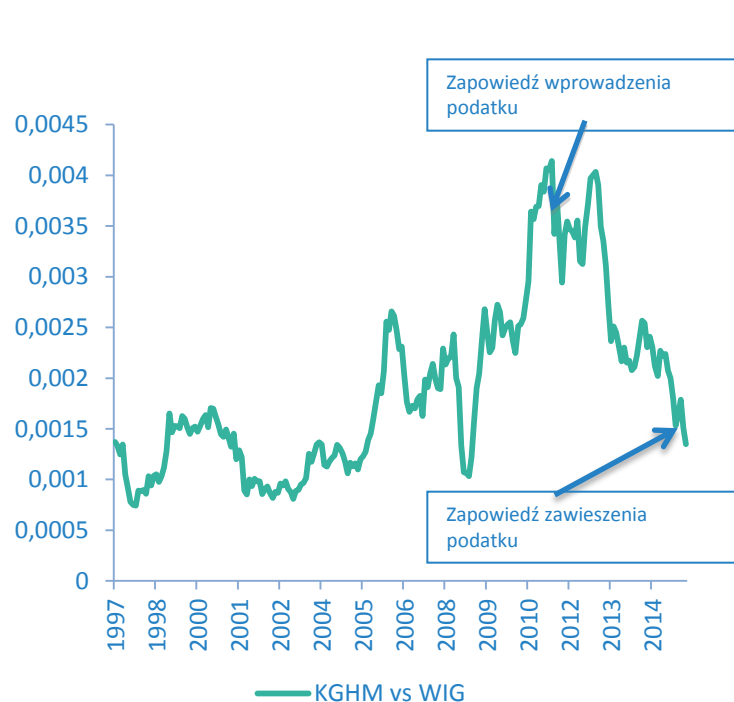
Złożenie kilku działających na polskiej giełdzie i w gospodarce cykli (*wskaźnik stworzony przez Opoka TFI*) wskazuje na rok 2016 jako datę najważniejszego dołka tej dekady. Optyzmem może napawać fakt, że później powinno być już tylko lepiej. Co do zasięgu prawdopodobnej korekty na WIG, niepokojącym wydaje się fakt, że po raz pierwszy w historii bieżący cykl siedmioletni nie zdołał pobić szczytu z cyklu poprzedniego. Ponadto przy dalszych spadkach rynek złamie swój ponad dwudziestoletni trend wzrostowy. Sygnały te mogą oznaczać, że zasięg spadków jest jeszcze spory.



Hossa na małych i średnich spółkach na całym świecie wyglądała w ciągu ostatnich siedmiu lat bardzo podobnie. Sektor ten zachował się znacząco lepiej niż duże spółki i związku z tym jest na historycznych szczytach względnej siły. Naszym zdaniem trend ten nie ma szans na kontynuację, na co prawdopodobnie wskazuje rynek amerykański. W Polsce rozdźwięk pomiędzy małymi i dużymi spółkami jest szczególnie dramatyczny.



Odwrotnie niż na zachodzie krzywa procentowa w Polsce ciągle jest wskaźnikiem mającym wartość prognostyczną. Zależność historyczna u nas i wcześniej w gospodarkach rozwiniętych była taka, że małe spółki wraz z gospodarką osiągały maksimum siły wobec całego rynku około 10-12 miesięcy po szczycie na krzywej procentowej. Ostatni szczyt krzywej wypadł w połowie czerwca 2015 r., więc kulminacji siły małych spółek należałoby się spodziewać najpóźniej na wiosnę, o ile już nie nastąpiła. Dodatkowo wprowadzenie podatku bankowego zadziała jak kolejne obniżenie krzywej. W związku z oczekiwanym długoterminowym przesileniem na polskiej giełdzie oraz faktem, iż już obecnie można znaleźć tanie małe spółki, spadki powinny stworzyć wieloletnią okazję inwestycyjną również w tym sektorze.



Politycy są zwykle najgorszymi strategami rynkowymi. Opodatkowują dany sektor dokładnie w szczycie cyklu rentowności po to, by go ratować dokładnie w dołku. Ta regularność wskazuje obecnie, że KGHM może być blisko swoich relatywnych minimów. W przypadku sektora bankowego wydaje się nam, że chwilowo rynek przereagował na bankach, biorąc pod uwagę ciągle wysoką realną marżę odsetkową. W dłuższym terminie spadek siły realnej wobec reszty indeksu nie wydaje nam się zakończony.

- Rok 2016 powinien przynieść kontynuację spadków na polskim rynku akcji. Oczekujemy zarazem, że będzie to rok ważnego dołka, który już nie zostanie pobity do końca dekady. W związku z tym będzie to znakomita okazja do zakupów.
- Rynek polski jest jednym z najtańszych rynków na świecie. O ile są po temu ważne przesłanki, to wydaje się nam, że rynki przereagowały i w 2016 r. polska giełda powinna odzyskać relatywną siłę. Jeżeli politycy zaczną demontować OFE, to na pewien czas spadek siły relatywnej może się jeszcze pogłębić, ale powinien to być krótkotrwały epizod.
- Sektor małych spółek jest w chwili obecnej dość ryzykownym miejscem. Najbliższe miesiące powinny przynieść spadki w tym sektorze zarówno nominalne, jak i w relacji do dużych spółek. Dotyczy to też segmentu mniejszych spółek na innych rynkach światowych.
- Sektor bankowy w krótkim okresie przereagował złe informacje i relatywnie powinien zachowywać się lepiej niż reszta rynku. Jednak w dłuższym terminie prawdopodobnie nie zakończył trendu spadkowego wobec rynku.
- Wraz z oczekiwanymi kłopotami budżetu w przyszłym roku oraz ogólnym trendem na światowych rynkach obligacji rządowych, polskie papiery skarbowe będą pozostawały w lekkim trendzie spadkowym, który powinien przyspieszyć po 2016 r.

OPOKA TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

ul. Królewska 16
PL 00-103 Warszawa
www.opokatfi.pl
biuro@opokatfi.pl

Tel. +48 22 330 66 30
Fax +48 22 330 66 31

Treść tej prezentacji została przygotowana przez Opoka Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dalej „Towarzystwo” lub „Opoka TFI”) wg danych na dzień 23 grudnia 2015 r.; jest wyrazem opinii Opoka TFI, które mogą ulec zmianie, a Opoka TFI nie ma obowiązku informowania o tych zmianach; ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może stanowić wystarczającej podstawy dla podjęcia decyzji inwestycyjnej; nie stanowi rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców; została przygotowana w oparciu o dane i informacje pochodzące ze źródeł uznanych przez Opoka TFI za wiarygodne, ale Towarzystwo nie może zapewnić o ich kompletności, dokładności i wiarygodności. Pomimo dochowania staranności przy opracowaniu niniejszej prezentacji, Opoka TFI nie może zagwarantować, że opinie wyrażone na tych stronach okażą się trafne. Sytuacja na rynkach finansowych może ulec zmianie. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje podjęte na podstawie treści niniejszej prezentacji ani za szkody poniesione w wyniku takich decyzji.

Tam gdzie nie zaznaczono źródła wykresów korzystano z serwisu Bloomberg.