

## **Dobrze zakończony rok...**

**Grudzień inwestorzy giełdowi zakończyli w dobrych nastrojach i żaden z rynków nie odnotował straty. Najsilniejsze wzrosty miały miejsce w Europie. Czynnikiem powstrzymującym rynki europejskie przed większymi wzrostami po wyborach Donalda Trumpa na prezydenta US było referendum włoskie na początku grudnia (na temat zmian w ustawie zasadniczej). Zgodnie z oczekiwaniami społeczeństwo zagłosowało na „nie”. Po dymisji M. Renziego szybko wskazany następca zapewnił o ciągłości polityki włoskiej. Oddaliło to perspektywę wcześniejszych wyborów. Dodatkowym czynnikiem wspierającym akcje w Europie było wydłużenie przez ECB programu QE. W połowie miesiąca amerykański FED zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 0,25%. Nie wywołało to przecen na giełdach, gdyż jest to wciąż niski poziom stóp, a podwyżki są spowodowane dobrą sytuacją gospodarczą i rosnącą inflacją.**

Również cały rok 2016 należy zaliczyć do udanych dla inwestorów w akcje, choć zmienność w trakcie roku była bardzo duża. Pierwszy kwartał przebiegał pod znakiem spadków cen akcji. Był to efekt zawirowań na rynku chińskim oraz bardzo niskich cen na rynku surowcowym. W drugim kwartale rynek nieco odrobił straty, jednak był hamowany przez oczekiwanie na głosowanie w sprawie „Brexit-u”. Po wyjściu z pierwszego szoku po referendum, rynki zaczęły odrabiać straty. W tym samym też czasie rynki obligacji zaczęły wyceniać powrót inflacji na świecie. Odpiły z obligacji powodowały napływ na rynki bardziej ryzykowne tzn. obligacji korporacyjnych oraz akcji. W czwartym kwartale, po wyborze D. Trumpa na prezydenta, rynek skupił się na pozytywnych, pro-wzrostowych zapowiedziach - głównie inwestycjach infrastrukturalnych oraz obniżkach podatków. Wywołało to wzrosty na większości rynków akcyjnych, wspierało oczekiwania wyższej inflacji oraz umocniło USD. Co warto podkreślić - te ostatnie czynniki negatywnie wpływają na rynki rozwijające się. W efekcie indeks MSCI Emerging Markets „oddał” całą przewagę w stopie zwrotu nad rynkami rozwiniętymi, jaką udało mu się zbudować od początku 2016. Zagregowany indeks akcji światowych – MSCI ACWI zakończył rok stopą zwrotu w wysokości 5,6% w USD.

W perspektywie roku 2017 - pojawiająca się inflacja oraz lepszy wzrost gospodarczy to pozytywy. Oczywiście są też ryzyka: realizacja oczekiwanych obietnic Donalda Trumpa, a w Europie ryzyka polityczne (takie jak wybory we Francji, Holandii oraz Niemczech), rosnące rentowności obligacji, a tym samym – rosnący koszt finansowania dla firm. Jednak rok 2017 zapowiada się dobrze.

### **Region również na zielono...**

Końcówka roku była udana dla wszystkich giełd w regionie. W Turcji mocne osłabienie tureckiej waluty ma swoje przełożenie na pogarszające się dane makroekonomiczne. Wskaźnik nastrojów konsumentów znów znajduje się na bardzo niskim poziomie z lipca, kiedy doszło do próby zamachu stanu. Dużo gorszy od oczekiwań był grudniowy odczyt inflacji (+1,64% m/m vs

**0,9% konsensus).** Daje to roczny odczyt na poziomie 8,5%, powyżej celu banku centralnego. Wskaźnik wyprzedzający PMI wciąż znajduje się na niskim poziomie 47,7 pkt (spadek z 48,8). **Wzrost gospodarczy wyraźnie wyhamowuje.** Dlatego rząd ogłosił kolejny program wsparcia, mający na celu pobudzenie akcji kredytowej oraz wspieranie inwestycji poprzez liczne zachęty podatkowe.

Notowaliśmy także kolejne obniżki podatków na Węgrzech. **Po zmniejszeniu podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) do 9%, węgierski rząd zdecydował się na duże cięcia w podatku VAT na podstawowe artykuły żywnościowe.** Ciągłe dość mocno wspierane jest także budownictwo mieszkaniowe. Sytuacja fiskalna jest dobra, rok 2016 kraj powinien zamknąć z deficytem na poziomie poniżej 2%. Następne wybory parlamentarne na Węgrzech odbędą się w 2018 roku.

**Bardzo dobre było także wykonanie budżetu w Czechach.** Rok 2016 uda się zamknąć nadwyżką budżetową w wysokości 60 mld koron vs pierwotne założenie 70 mld koron deficytu.

To był mieszany rok dla giełd w regionie. Duże wzrosty na Węgrzech, symboliczny wzrost w Austrii, spadki w Czechach i w Turcji (głównie przez słabą walutę). Rynek turecki drugi rok z rzędu osiągnął gorsze wyniki niż szeroki rynek krajów rozwijających się. Wpływ na to miało kilka czynników, głównie geopolitycznych. Najważniejszym wydarzeniem roku była lipcowa próba zamachu stanu i przejęcia władzy przez wojsko. Ostatecznie się nie powiodła, ale jej efektem było wprowadzenie stanu wyjątkowego i duża skala zatrzymań i zwolnień, głównie w sektorze publicznym oraz medialnym. Ubiegły rok był niestety także rekordowy jeżeli chodzi o zamachy terrorystyczne, co mocno negatywnie wpływa zwłaszcza na sektor turystyczny. Agencja Moody's zdecydowała się na obniżenie ratingu Turcji do poziomu poniżej poziomu inwestycyjnego, co spowodowało dalsze osłabienie tureckiej waluty oraz przyspieszenie odpływu kapitału z tamtejszego rynku. Najmocniejszym rynkiem w regionie w 2016 był rynek węgierski. Wzrósł w USD aż o 31%.

## Rynek polski

W wyśmienitych nastrojach kończą 2016 rok inwestorzy warszawskiego parkietu. Raid Świętego Mikołaja nie ominął również GPW, a zwyżka dotyczyła każdego z głównych indeksów. Najwięcej, bo aż 8,3% wzrósł indeks blue chipów, WIG20. Pociągnął on miesięczną statystykę indeksu szerokiego rynku, WIG, który w grudniu wzrósł o 6,4%. Skromniejsze, choć wciąż wysokie stopy zwrotu, odnotowały indeksy mWIG40 oraz sWIG80: odpowiednio 2,7% i 1,8%.

Miniony rok należał do udanych, zwłaszcza jeżeli weźmiemy pod uwagę powszechny pesymizm inwestorów oraz skalę ryzyk politycznych dla rynku kapitałowego możliwych do materializacji, jakie towarzyszyły uczestnikom rynku na przełomie 2015/2016. Roczna stopa zwrotu indeksu WIG na poziomie 11,4% wygląda w

### Liczby listopada

Dane	Kraj / region	Dane za okres:	Dynamika lub wartość aktualna	poprzednia
Indeks PMI produkcji	Chiny	Grudzień	51,4	51,7
Indeks ISM produkcji	USA	Grudzień	54,7	53,2
Indeks zaufania konsumentów*	USA	Grudzień	113,7	109,4
Produkcja przemysłowa	Polska	Listopad	3,3%	-1,3%
Sprzedaż detaliczna	Polska	Listopad	6,6%	3,7%
Indeks PMI produkcji	Turcja	Grudzień	47,7	48,8

\* Indeks zaufania konsumentów (The Conference Board Consumer Confidence Index) – wskaźnik obliczany na podstawie comiesięcznej ankiety wśród gospodarstw domowych; obejmuje ocenę bieżącej kondycji gospodarstwa domowego oraz oczekiwań co do jej zmiany za 6 miesięcy (rok 1985 = 100).

tym kontekście imponująco! Warto dodać, że kolejny rok z rzędu in plus wyróżniały się średnie spółki, których indeks, mWIG40, zyskał 18,2%.

Brzemie ryzyka politycznego niosły na sobie głównie spółki - komponenty indeksu WIG20, który w ostatecznym rozrachunku kończy jednak rok blisko 5% na plusie, dzięki znakomitemu zachowaniu się w ostatnim kwartale roku. W tym przypadku, z jednej strony, pomocna była poprawa nastrojów na giełdach światowych po wygranej Donalda Trumpa w wyścigu po fotel prezydenta USA. Z drugiej strony, wspomniane wyżej ryzyka polityczne nie zmaterializowały się w najczarniejszym dla rynku scenariuszu. Wystarczy wspomnieć chociażby sierpniową prezentację przez Kancelarię Prezydenta nowej wersji ustawy frankowej, która wywołała euforyczną reakcję na kursach banków w tym miesiącu, czy też zapowiedź wdrożenia łagodniejszej wersji reformy systemu emerytalnego. Dodatkowo, dobre otoczenie zewnętrzne pomagało innym, nie skażonym dotychczas polityką, koniom pociągowym indeksu WIG20: dzięki lepszemu otoczeniu na rynku surowców o 48,7% wzrosła w 2016 roku kapitalizacja KGHM. Z kolei umocnienie się dolara oraz wciąż nie najgorsze otoczenie rafinerijne wspierały zachowanie się kursu PKN, który poszybował w górę o blisko 30% w skali roku. Po drugiej stronie barykady, znalazł się sektor energetyczny (subindeks WIG-energia spadł o 12,9%), który stał się zarówno źródłem finansowania pomocy dla polskich kopalń, jak i bezpośrednio Skarbu Państwa w formie podatku wynikającego z podnoszenia wartości nominalnej kapitału w tych spółkach.

**W grudniu, na uwagę zasługuje zawarcie umowy pomiędzy włoskim Unicredit, a PZU (+12,3% w skali miesiąca) działającym w porozumieniu z Polskim Funduszem Rozwoju odnośnie sprzedaży 32,8% udziału w banku Pekao (+6,4%). Tym samym, po 17 latach, Unicredit przestał być inwestorem strategicznym banku.**

Dobra końcówka roku nastraja pozytywnie na kolejny rok, choć ryzyka polityczne w ujęciu rok do roku pozostają podobne: zarówno lokalnie w Polsce, jak i w Europie (m.in. wybory prezydenckie, parlamentarne we Francji). Oczekiwana poprawa koniunktury gospodarczej (zwłaszcza od II kwartału roku), silny rynek pracy i konsumpcja powinny wspierać zyski przedsiębiorstw przy jednocześnie umiarkowanych obecnie wycenach indeksu.

## **W Stanach wzrosty rentowności w ślad za decyzją FED...**

**W grudniu, amerykańska Rezerwa Federalna, zgodnie z oczekiwaniami podniosła stopy procentowe o 25 pb. Choć nie było to zaskoczeniem dla inwestorów to niespodzianką była liczba podwyżek zapowiadanych na przyszły rok (trzy zamiast oczekiwanych dwóch). Perspektywa szybszego tempa normalizacji polityki monetarnej spowodowała kontynuację osłabiania się obligacji skarbowych, głównie w Stanach. US Treasuries zanotowały wzrost rentowności (czyli spadek ceny) o 6 pb (do 2,44%).**

**Lepiej było w Europie. Rentowność niemieckiego Bundu spadła o 7 pb (do 0,208%). Zyskiwały także obligacje z krajów peryferyjnych: Włoch i Hiszpanii. Ostatnie dane PMI oraz GfK pokazują, że wybory prezydenckie w USA oraz tzw. Brexit nie miały negatywnego wpływu na nastoje europejskich przedsiębiorców. Wątpliwości co do trwałości wzrostu gospodarczego w Europie jednak pozostają. To między innymi z tego powodu Europejski Bank Centralny zdecydował o przedłużeniu programu skupu aktywów.**

Pod koniec grudnia w Stanach opublikowano ostateczną dynamikę PKB za trzeci kwartał. Wzrost gospodarczy wyniósł 1,4 % r/r jednak przy dużym jednorazowym wzroście eksportu soi oraz dodatniej kontrybucji zapasów. Choć PKB za czwarty kwartał poznamy dopiero w styczniu 2017, to biorąc pod uwagę dane makroekonomiczne za październik i listopad można stwierdzić, że wzrost koniunktury w 2016 będzie kształtował się między 1,5 a 2% r/r, a więc poniżej pierwotnych założeń FED (2,4 r/r). PKB w 2016 było rozczarowujące nie tylko ze względu na dynamikę, ale także na strukturę. Okazuje

się, że motorem wzrostu amerykańskiej gospodarki pozostawała w zasadzie tylko konsumpcja prywatna z dynamiką w okolicach 2,5-3% r/r. „Kulą u nogi“ wciąż są słabe inwestycje przedsiębiorstw. Część ekonomistów ma nadzieję, że stymulus fiskalny który zapowiedział Trump zachęci przedsiębiorstwa do inwestowania. Przeszkodą będzie jednak umacniający się dolar oraz wzrost kosztu finansowania (ze względu na wzrost stóp procentowych).

W 2016, najważniejszym czynnikiem kształtującym ceny obligacji było przyspieszenie inflacji pod koniec roku. Odbicie cen surowców oraz perspektywa łagodnej polityki fiskalnej dodatkowo negatywnie wpływały na obligacje skarbowe. W efekcie, obligacje oddały dużą część, bądź cały zysk wypracowany w pierwszej połowie roku. Dla przykładu rentowność amerykańskich US Treasuries wzrosła w ciągu roku o 17,5 pb. Nieco lepiej było w Europie i w Japonii, gdzie rentowność dziesięciolatek spadła o 42 pb. oraz 22 pb. odpowiednio.

Chociaż nastroje na rynku obligacji skarbowych były mieszane, to w przypadku globalnych obligacji korporacyjnych, rok 2016 należy ocenić pozytywnie. Indeks obligacji denominowanych w EUR z segmentu HY dał zarobić 9,07%, jego odpowiednik w USD zyskał 13,22%. Dodatkowo stopy zwrotu notowali także inwestorzy kupujący obligacje z ratingiem inwestycyjnym. Indeks tych obligacji denominowany w EUR zyskał 3,32%. Czynniki które zadecydowały o wzrostach obligacji korporacyjnych były m.in.: relatywnie łagodna polityka monetarna oraz odbicie cen surowców które spowodowało zmniejszenie liczby upadłości w sektorze wydobywczym.

**Grudzień nie przyniósł znaczących zmian na polskim rynku obligacji skarbowych. O ile na początku miesiąca nasz dług był nieco mocniejszy dzięki poprawie nastrojów na rynkach bazowych oraz podwyżce perspektywy ratingu Polski przez agencję S&P (rating pozostał bez zmian na poziomie BBB+, perspektywa została podniesiona do stabilnej), to w samej końcówce roku, za sprawą wyższego odczytu inflacji CPI, obligacje wróciły do poziomów z końca listopada. Ostatecznie, na koniec roku rentowność obligacji 10-letnich wyniosła 3,63%, 5-letnich 2,88%, a 2-letnich 2,02%. Złoty umocnił się do euro i do dolara, za które płaciliśmy odpowiednio 4,40 zł i 4,19 zł. Rok 2016 nie był jednak udany dla naszej waluty, przez ostatnie 12 miesięcy złoty osłabił się do euro i dolara o ponad 3% i 6%.**

Z perspektywy całego roku inwestorzy na rynku długu nie mają powodów do zadowolenia. Indeks polskich obligacji skarbowych Merrill Lynch Polish Governments (GOPL) zyskał zaledwie 0,2%, a o słabym wyniku zdecydowała przede wszystkim silna przecena po amerykańskich wyborach prezydenckich.

---

*Materiał jest prezentowany w celach informacyjnych i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych.*

*Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia BZ WBK TFI S.A. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.*

*Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji powyższego dokumentu. Przed dokonaniem inwestycji w fundusz inwestycyjny Arka BZ WBK FIO należy zapoznać się z Prospektem Informacyjnym dostępnym na stronie [www.arka.pl](http://www.arka.pl) (w przypadku Arka Prestiż SFIO na stronie [www.prestiz.arka.pl](http://www.prestiz.arka.pl)).*