

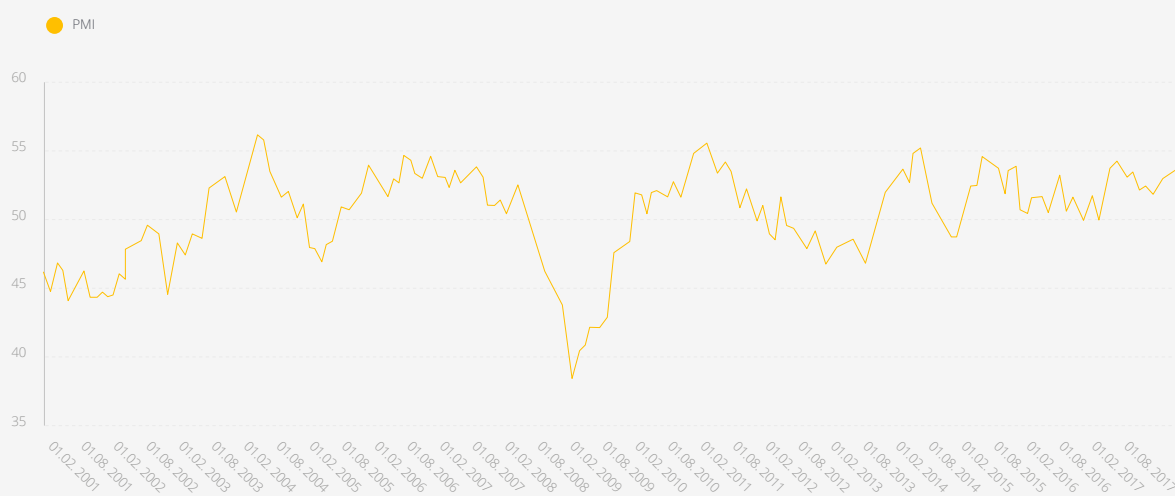
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Listopadowa publikacja danych GUS na temat wzrostu gospodarczego w Polsce za trzeci kwartał 2017 roku na poziomie 4,9% potwierdza korzystne tendencje rozwojowe w gospodarce. Przyspieszeniu, choć mniej dynamicznie niż oczekiwano, uległy inwestycje, których wzrost wyniósł 3,3%. Zwiększenie eksportu (o 7,6%) przy jednoczesnym niższym tempie importu (5,7%) skutkowało dodatnią kontrybucją eksportu netto (1,1 pp.) do PKB. Spożycie gospodarstw domowych wzrosło w trzecim kwartale br. o 4,8%.

Według wstępnych danych GUS produkcja sprzedana przemysłu w październiku 2017 roku była o 12,3% wyższa w porównaniu z analogicznym miesiącem roku ubiegłego. Opublikowany wynik był zbliżony do oczekiwań rynkowych. Produkcja przemysłowa była wyższa w 32 (spośród 34) działach przemysłu. Sprzedaż rosła najszybciej w produkcji maszyn i urządzeń (o 23,8%), wyrobów tekstylnych (o 21,9%) oraz metali (o 21,7%). W porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku spadek produkcji przemysłowej

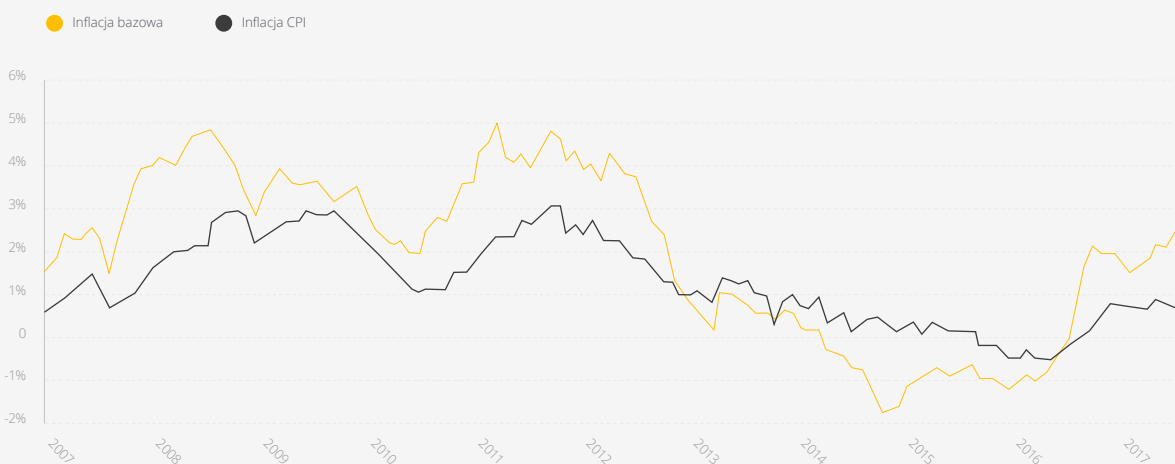
nastąpił w 2 działach, w tym w wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego (o 13,2%). Sprzedaż przedsiębiorstw budowlanych wzrosła w skali roku o 20,3%. Biorąc pod uwagę efekt statystyczny wysokiej bazy sprzed roku, w listopadzie prawdopodobnie nastąpi przejściowe spowolnienie tempa wzrostu produkcji przemysłowej (do ok. 8%).

Listopadowe dane PMI zasignalizowały istotną poprawę warunków gospodarczych w polskim sektorze przemysłowym na koniec 2017 roku. Nowe zamówienia wciąż rosły, prowadząc do najszybszego wzrostu produkcji od marca br. Odczyt wskaźnika PMI na poziomie 54,2 był najwyższy od dziewięciu miesięcy. Na koniec bieżącego roku wskaźnik PMI powinien osiągnąć najlepszą roczną średnią od 2010 roku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Według szacunków GUS ceny dóbr i usług konsumpcyjnych w październiku 2017 r. wzrosły o 0,5% w porównaniu z wrześniem br. W porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku wzrosły o 2,1%. Dane były zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami. Głównymi czynnikami, które miały wpływ na miesięczną zmianę cen w październiku br. były: wzrost cen żywności (o 1%), wzrost cen odzieży i obuwia (o 3,5%) oraz wzrost cen w transporcie (o 0,3%). Według ostatniego szacunku flash inflacja w listopadzie wyniosła 2,5% w ujęciu rocznym, a w porównaniu do poprzedniego miesiąca ceny wzrosły o 0,5%.



Źródło: mBank

Przedstawiony szacunek flash, zgodny z celem inflacyjnym NBP (2,5%), w naszej opinii nie powinien wpłynąć w najbliższym czasie na decyzję RPP, co do podwyżki stóp procentowych. Po pierwsze, jest to pierwszy odczyt wyższej dynamiki wzrostu cen, który jest zbliżony z długookresowym celem banku centralnego. RPP będzie chciała się upewnić, że jest to tendencja trwała, na co będzie potrzebna kilku miesięcy. W grudniu br. wskaźnik inflacji powinien natomiast zanotować poziom poniżej 2,5% w ujęciu rocznym. Po drugie, struktura PKB nie jest optymalna w sensie długookresowego wzrostu, ponieważ dynamika inwestycji pozostaje wciąż poniżej oczekiwań. Zbyt szybka podwyżka stóp procentowych mogłaby przyhamować odradzające się inwestycje poprzez droższy kredyt dla przedsiębiorców, czego RPP jest świadoma. Tak więc, na przestrzeni najbliższych trzech miesięcy nie powinno dojść do zmiany ścieżki polityki monetarnej w Polsce.

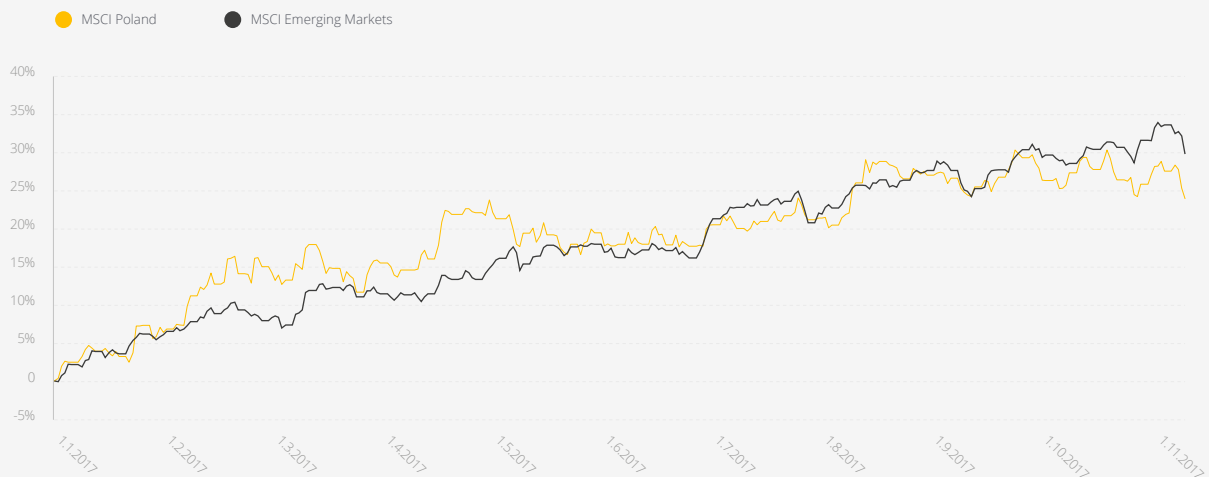
Według danych GUS przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw było w październiku 2017 roku wyższe o 7,4% niż rok wcześniej i wyniosło 4574,35 zł. Dynamika wynagrodzeń okazała się wyższa od oczekiwań rynkowych, których średnia kształtowała się na poziomie 6,6%. W tym okresie przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było wyższe o 4,4% w skali

roku, czyli nieco mniej niż średnia oczekiwań rynkowych (4,5%). Po uwzględnieniu inflacji realny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w październiku br. o 9,9% r/r, co pozwala optymistycznie patrzeć na perspektywy konsumpcji prywatnej w ostatnim kwartale 2017 roku.

W październiku br. odnotowano wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych w skali roku o 7,1% (wobec wzrostu o 7,5% przed miesiącem oraz o 4,6% w październiku 2016 r.). W porównaniu z wrześniem br. miał miejsce wzrost sprzedaży detalicznej o 2,5% (wobec wzrostu przed rokiem o 3,0%). W październiku 2017 r. wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych w skali roku utrzymał się we wszystkich grupach. Najwyższy wzrost w porównaniu z analogicznym okresem ub. roku zaobserwowano w podmiotach sprzedających „tekstylia, odzież, obuwie” (o 14,1%), pojazdy samochodowe, motocykle, części (o 11,8% wobec spadku o 2,5% przed rokiem), farmaceutyki i kosmetyki (o 11,4%) oraz meble, rtv, agd (o 9,6%). W okresie styczeń–październik br. sprzedaż detaliczna zwiększyła się w porównaniu z analogicznym okresem ub. roku o 7,2% (wobec wzrostu o 5,5% w 2016 r.).

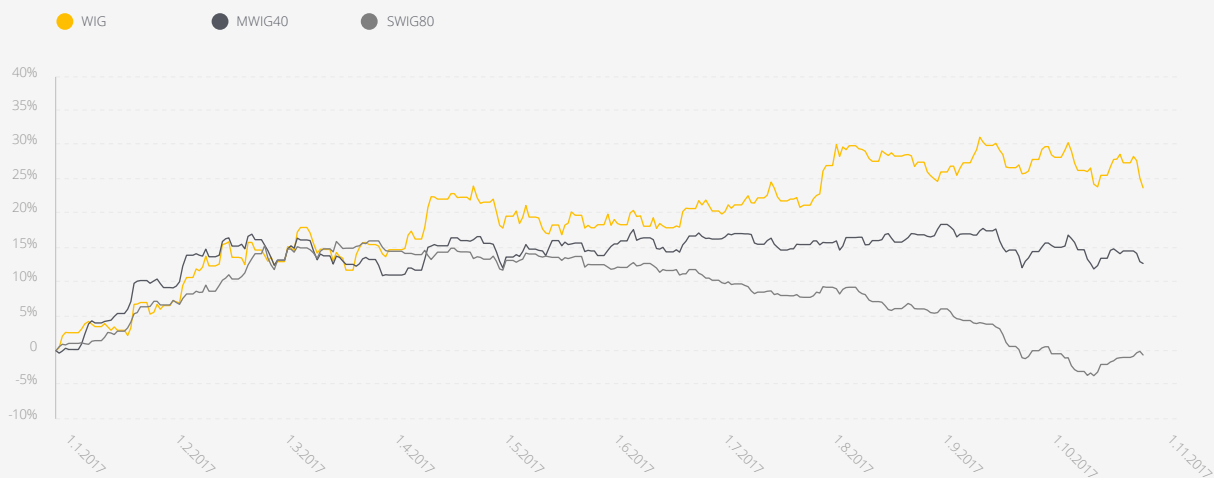
AKCJE

Listopad przyniósł mocne rozwarstwienie między stopami zwrotu najważniejszych światowych indeksów. Amerykański S&P500 zyskał 2,6%, niemiecki DAX stracił 3,3% a indeks MSCI Emerging Markets zamknął się 0,7% pod kreską. Za oceanem indeksy znalazły wsparcie zarówno w nominacji Jerome'ego Powella na kolejnego przewodniczącego Fedu, jak również w zatwierdzeniu przez Senat pierwszej od przeszło 30 lat poważnej reformy systemu podatkowego, której głównym celem jest obniżka podatku CIT z 35% do 20%. W Niemczech natomiast wszystkie oczy zwrócone są na kandydaturę Merkela, po tym jak fiaskiem zakończyły się negocjacje koalicyjne między CDU/CSU, Niemiecką Partią Zielonych oraz Partią Wolnych Demokratów. Wiele wskazuje na to, że pomimo wielokrotnych zapowiedzi przejścia Socjaldemokratycznej Partii Niemiec (SPD) do opozycji, ugną się pod presją i „dla dobra narodu” ponownie stworzą tzw. „grand coalition” czyli rząd stworzony z dwóch największych partii - CDU/CSU oraz SPD. Taki finał sprawy zapewne został był ciepło przyjęty przez rynki, gdyż alternatywa jest ponura – albo powtórka wyborów parlamentarnych, która prawdopodobnie niewiele zmieni dzisiejszy układ sił w niemieckiej polityce, bądź rząd mniejszościowy z którym nie Niemcy nie miały do czynienia od końca drugiej Wojny Światowej.



Źródło: mBank

Krajowy rynek akcji musiał w listopadzie zmierzyć się mocniejszą przeceną. Spadek indeksu WIG20 o 4,6% (a MSCI Poland o 4,2%) wygląda bardzo słabo na tle innych krajów Emerging Markets, które straciły jedynie 0,7% (indeks MSCI). Relatywna słabość wynikała z gorszych od oczekiwań wyników finansowych za trzeci kwartał 2017 roku przede wszystkim spółek górniczych (WIG Górnictwo -11,8% m/m), jak i paliwowych (WIG Paliwa -13% m/m). Spośród 10 największych spółek indeksu WIG20 (80% wagi całego indeksu) negatywnie wynikami zaskoczyły: PKN Orlen, KGHM, PGNiG i CCC. Pozytywnie należy odbierać wyniki LPP i PEKAO, natomiast pozostałe spółki (głównie banki) pokazały wyniki zgodne z oczekiwaniami. To właśnie mocny wzrost indeksu WIG Banki (+5,4%) uchronił polski indeks przed jeszcze większą przeceną. Średnie spółki wypadły na tym tle lepiej. Spośród 10 największych spółek indeksu mWIG40 (55% wagi całego indeksu), negatywnie wynikami zaskoczyły jedynie CD Projekt i Enea. Pozytywnie należy odbierać natomiast wyniki Dino Polska, Amrest i Kruka, a pozostałe spółki pokazały wyniki zgodne z oczekiwaniami. Ciekawą statystykę podsumowującą wyniki za 3 kwartał 2017 roku przedstawiło Erste Group. Według ich wycień jedynie 25% spółek z indeksu WIG20 pozytywnie zaskoczyło wynikami, natomiast 30% negatywnie. Kwartał wcześniej pozytywnych zaskoczeń było aż 40% przy 30% negatywnych. Jeszcze ciekawiej statystyki prezentują się dla MiSów – pozytywnych zaskoczeń było aż 44% (vs. 30% kwartał wcześniej) a negatywnych „jedynie” 35% (46% kwartał wcześniej). Oczywiście jedna jaskółka wiosny nie czyni, jednak wiele wskazuje, że rynek uwzględnił już w swoich oczekiwaniach presję kosztową z jaką zmagają się średnie i małe podmioty a największa fala przeceny tych podmiotów jest już za nami. Ponadto wyceny zrobiły się na tyle atrakcyjne, że po wezwaniach na akcję Synthosa, Emperii, Griffina, Gekoplastu czy ostatnio Robyga kolejne spółki mogą trafić na radar dużych inwestorów.



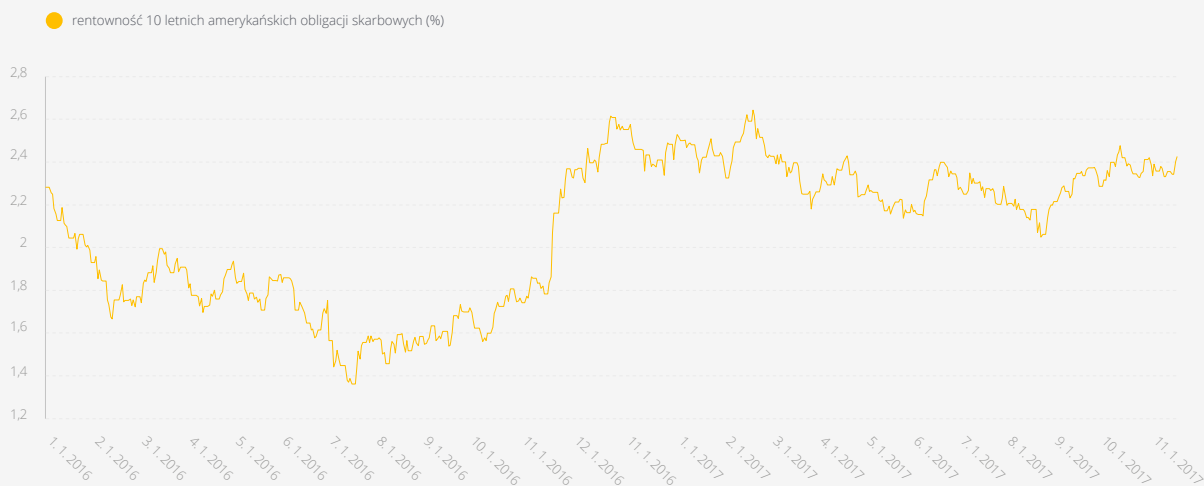
Źródło: Bloomberg

Krajowy rynek długu pozostaje relatywnie silny, aczkolwiek podąża za obligacjami niemieckimi. Kolejny miesiąc bardzo dobrego wykonania budżetu zdaje się być już zdyskontowane w cenach, a narastający niepokój wobec reformy sądownictwa jest ignorowany na obecnym etapie. Trzeba jednak podkreślić, że zagraniczne media finansowe przedstawiają powyższe reformy w negatywnym świetle i taki też przekaz płynie w świat. Podsyca to tylko narastający od wielu miesięcy konflikt z Unią Europejską czy to odnośnie przyjmowania uchodźców czy zmian dokonanych w Trybunale Konstytucyjnym.

OBLIGACJE

Rynek długu krajów bazowych był nadzwyczaj spokojny w listopadzie. Niemieckie obligacje 10-cio letnie nie zmieniły swojej rentowności względem końca października (0,37%), natomiast amerykańskie wzrosły marginalnie z 2,38% do 2,41%. Globalny rynek w pewną ulgę przyjął nominację Jerome'a Powella na stanowisko prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej, co oznacza kontynu-

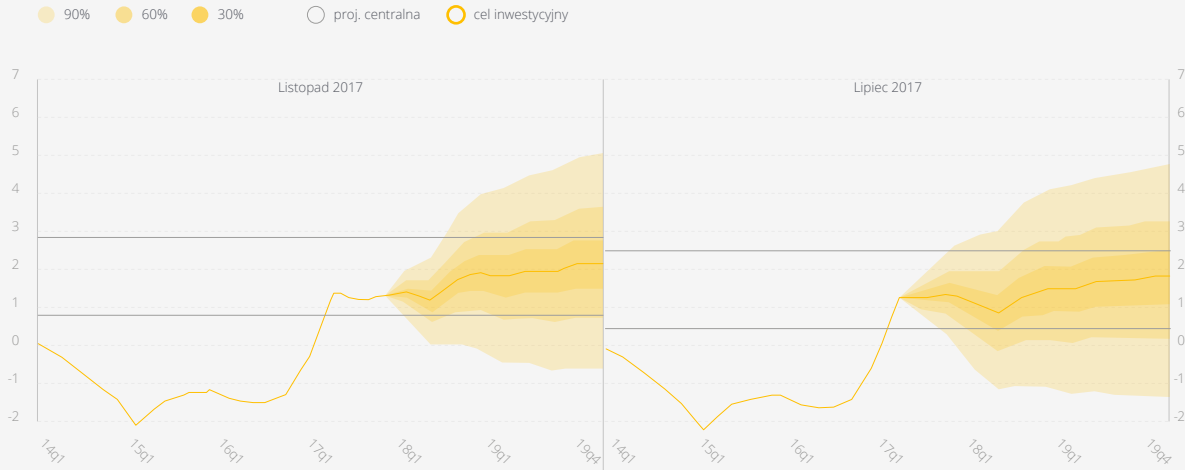
ację obecnego kursu w polityce monetarnej (stopniowe zacieśnianie otoczenia monetarnego). Gołębie nastawienie nowego szefa FED jest zachowaniem swego rodzaju statusu quo w FOMC, gdyż zastępuje on na stanowisku Janet Yellen, która również należała do łagodnego skrzydła Banku Centralnego USA.



Źródło: Bloomberg

To jednak nie koniec przetasowań na najwyższych szczeblach FOMC. Obecna szefa, Janet Yellen, zasygnalizowała, że zrezygnuje z funkcji zwykłego członka FOMC, co będzie oznaczało kolejne stanowisko do obsadzenia. Oprócz tego we wrześniu 2017 roku komitet opuścił wiceprzewodniczący Stanley Fischer, a na połowę 2018 roku taki krok zapowiedział William Dudley. Już obecnie w siedmioosobowej stałej Radzie Gubernatorów, jest jedynie czterech członków (Janet Yellen, Randal Quarles, Jerome Powell i Lael Brainard) a na zmianę czeka również wspomniany William Dudley będący prezesem nowojorskiego Banku Rezerwy Federalnej (stały członek FOMC). Kandydatem do zajęcia jednego z foteli Rady jest Marvin Goodfriend, który dostał nominację Donalda Trumpa i czeka na akceptację senatu. Niemniej temat obsadzania trzech wolnych stanowisk zapewne będzie wracał na rynek, a istotne będzie ogólne nastawienie nowych członków do polityki monetarnej. Rozkład głosów na 2018 roku wskazuje, że przewagę ma obecnie jastrzębie skrzydło FOMC, tak więc każdy kolejny członek o takich poglądach może wzmacniać oczekiwania rynkowe odnośnie dalszego zacieśniania polityki monetarnej w USA.

Polski rynek długu zachowała się relatywnie mocno na tle ospałych rynków bazowych. Rentowność 10-cio letnich obligacji skarbowych spadła w miesiąc o 9 punktów bazowych z 3,43% do 3,34%, zawężając spread do niemiecki odpowiedników do 297 punktów bazowych. Rynek bardzo spokojnie przyjął wyższą od oczekiwań wstępną inflację za listopad (odczyt 2,5%; oczekiwania 2,3%; poprzednio 2,1%), zapewne dlatego, że większość analityków nie zakłada jej dalszego wzrostu. Podobnego zdania jest Narodowy Bank Polski. Jego najnowszy, listopadowy „Raport o inflacji” wskazuje, że inflacja CPI przekroczy cel (2,5%) dopiero w drugiej połowie 2018 roku, pomimo iż: „presja inflacyjna narasta nieco szybciej, co jest związane z rewizją w górę ścieżki krajowego wzrostu gospodarczego oraz prognozowanej skali poprawy sytuacji na rynku pracy w Polsce”.



Źródło: Narodowy Bank Polski

SUROWCE

Najważniejszym wydarzeniem minionego miesiąca na rynku ropy naftowej było posiedzenie OPEC, które miało miejsce w ostatnim dniu listopada. W jego wyniku państwa kartelu wraz z niektórymi ważnymi producentami surowca nienależącymi do organizacji zdecydowali o przedłużeniu o dziewięć miesięcy, czyli do końca 2018 roku, obowiązującej między nimi umowy o redukcji wydobycia czarnego złota. Mimo iż powinno to wesprzeć notowania ropy naftowej w dłuższym terminie, to samo ogłoszenie decyzji nie wywołało większej reakcji na cenach kontraktów, ponieważ była ona zgodna z oczekiwaniami inwestorów, którzy zdążyli już uwzględnić ją w cenach surowca. Zatem niezmiennie ograniczenie produkcji ropy ze strony krajów OPEC wynosi 1,2 mln baryłek dziennie (b/d), co implikuje wydobycie na poziomie 32,5 mln b/d, natomiast dla krajów spoza kartelu na czele z Rosją ograniczenie wynosi 0,6 mln b/d względem poziomów wydobycia z października 2016 roku. Nowym elementem umowy jest natomiast zapowiedź rewizji porozumienia podczas

następnego posiedzenia OPEC w czerwcu 2018 roku w celu dokonania ewentualnych zmian dotyczących wydobycia, w razie gdyby rynek zaczął się przegrzewać. Nastąpiła również zmiana stanowiska Libii i Nigerii, jedyńskich członków kartelu wyłączonych z porozumienia ze względu na ich wewnętrzne problemy, a mianowicie zgodziły się one nie zwiększać wydobycia ropy naftowej ponad swoje najwyższe poziomy produkcji zanotowane w tym roku.

Spoglądając na notowania ropy naftowej inwestorzy listopad mogą uznać jako kolejny udany miesiąc z rzędu. Kontrakty terminowe na amerykańską ropy WTI zyskały 5,6% docierając ponad poziom 57 USD – najwyższy od ponad dwóch lat. Natomiast notowania kontraktów na europejski benchmark – ropy Brent wzrosły o 2,8% znajdując się ponad poziomem 63 USD za baryłkę i zaliczając tym samym piąty wzrostowy miesiąc z rzędu.



Źródło: Bloomberg



Zespół Inwestycyjny Departamentu Zarządzania Aktywami
Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A.
Listopad 2017 r.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Domem Maklerskim ALFA Zarządzanie Aktywami jest KNF. DOM MAKLERSKI ALFA ZARZĄDZANIE AKTYWAMI S.A. Aleje Jerozolimskie 94, 00-807 Warszawa, tel. +48 22 256 39 90, fax. +48 22 256 39 91, sekretariat@dmalfa.pl, www.dmalfa.pl

PRZYKŁADOWE PORTFELE MODELOWE

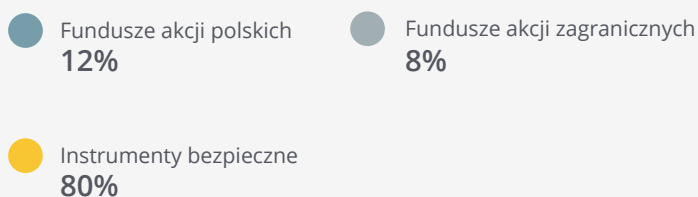
PORTFEL AGRESYWNY



PORTFEL ZRÓWNOWAŻONY



PORTFEL BEZPIECZNY



Portfele modelowe stanowią propozycję – w odniesieniu do opisanej w Biuletynie sytuacji rynkowej oraz w zależności od profilu ryzyka inwestora - konstrukcji portfela złożonego z funduszy inwestycyjnych. Skład portfela konkretnego inwestora powinien być dopasowany do jego indywidualnych potrzeb, wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego oraz możliwości i chęci podejmowania ryzyka inwestycyjnego.

Inwestycje w fundusze akcji polskich niosą ze sobą znaczące ryzyko inwestycyjne. Inwestycje w fundusze akcji zagranicznych niosą ze sobą, dodatkowo do ryzyka inwestycyjnego typowego dla funduszy akcji, ryzyko kursu walutowego, istotne w szczególności dla inwestycji w krajach rozwijających się. Instrumenty bezpieczne to fundusze inwestycyjne inwestujące wyłącznie w skarbowe papiery dłużne i pieniężne denominowane w PLN oraz gotówka w PLN.