

Analiza i założenia makroekonomiczne – III kwartał 2016

Gospodarki rozwinięte - USA

Departament Zarządzania Aktywami

OTOCZENIE INWESTYCYJNE

Niskie stopy zwrotu

7 lat hossy na rynkach akcji (przede wszystkim amerykańskim) w połączeniu z płaskimi perspektywami makroekonomicznymi i brakiem wyraźnych czynników wzrostowych wskazują na niskie oczekiwane przyszłe stopy zwrotu z szerokich rynków akcji.

W takiej sytuacji, „lekarstwem” jest **podejście selektywne** do budowy portfela akcji, które pozwala na wyodrębnienie sektorów i spółek, które mogą wygenerować ponadprzeciętne stopy zwrotu, nawet w sytuacji ogólnego wypłaszczenia perspektyw rynkowych.

Rozbieżność polityk monetarnych

Desynchronizacja cykli monetarnych dotyczy przede wszystkim polityki Fed oraz ECB. W USA rynki oczekują co najwyżej jednej podwyżki stóp w 2016 r. (zgodne z naszymi oczekiwaniami), natomiast w strefie euro nie można wykluczyć poszerzenia zakresu luzowania ilościowego.

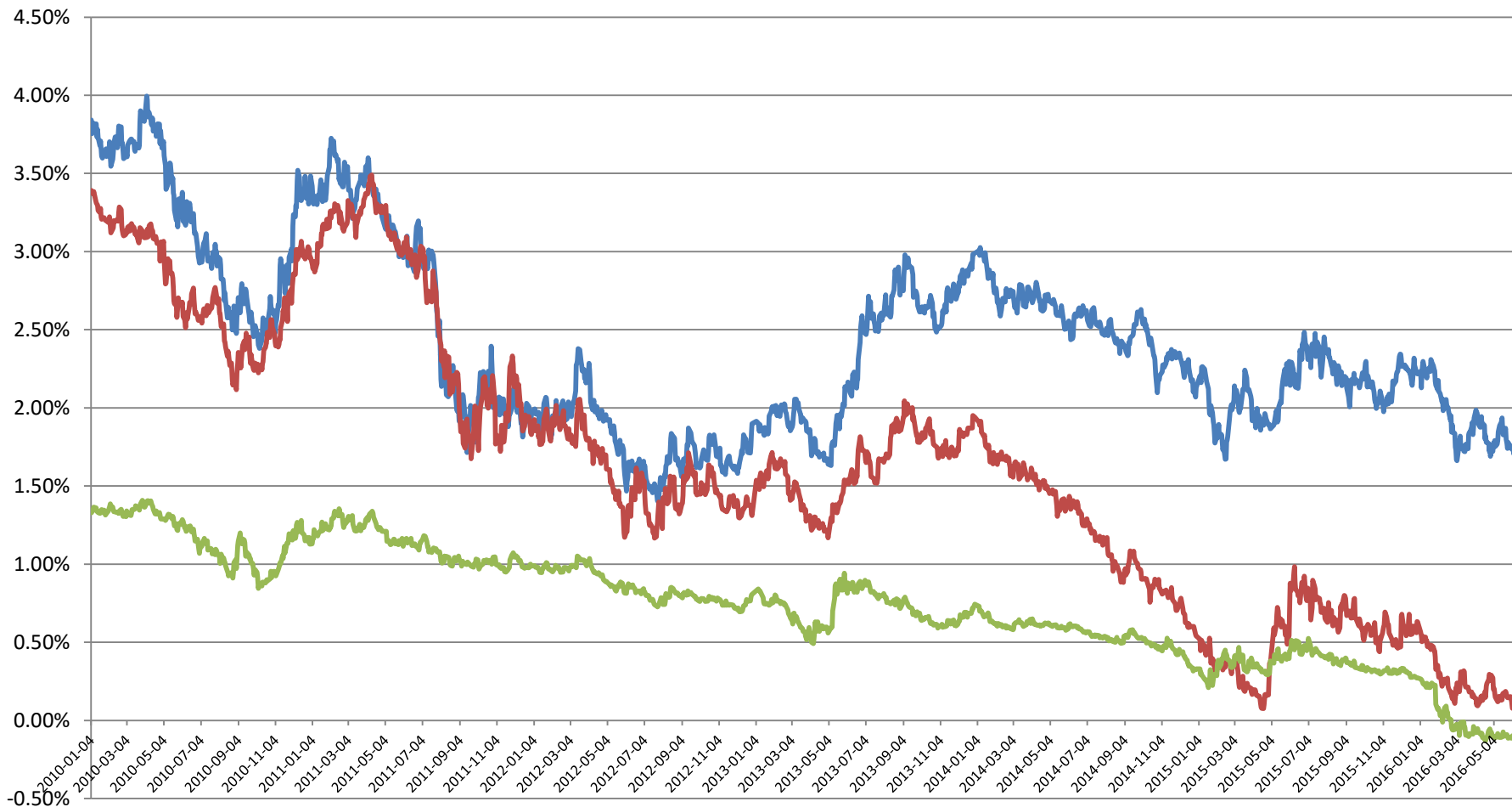
W związku z tym, kluczowa jest obserwacja wpływających danych makro i ocena dalszych perspektyw „rozwierania się nożyc” między dwoma głównymi bankami centralnymi. W scenariuszu bazowym zakładamy maksymalnie jedną podwyżkę stóp w USA oraz status quo w strefie euro, czyli scenariusz potencjalnie neutralny dla rynków akcji.

Wysoka zmienność

Dojrzała faza hossy implikuje dość wysoki stopień akumulacji kapitału na rynkach, również kapitału wrażliwego na wahnięcia sentymentu rynkowego. W ostatnich 12 miesiącach kilkakrotnie obserwowaliśmy gwałtowne, lecz stosunkowo krótkotrwałe okresy spadków, co potwierdza tę tezę. Od zawsze obecne na rynkach „zachowania stadne” jeszcze mocniej przybrały na sile i generują zwiększone ryzyko dla portfela inwestycyjnego.

W związku z tym, alokacja strategiczna musi zakładać odpowiedni poziom **dywersyfikacji** aktywów, w tym również międzyrynkowej, aby w pewnym stopniu uodpornić portfel na przejściowe szoki.

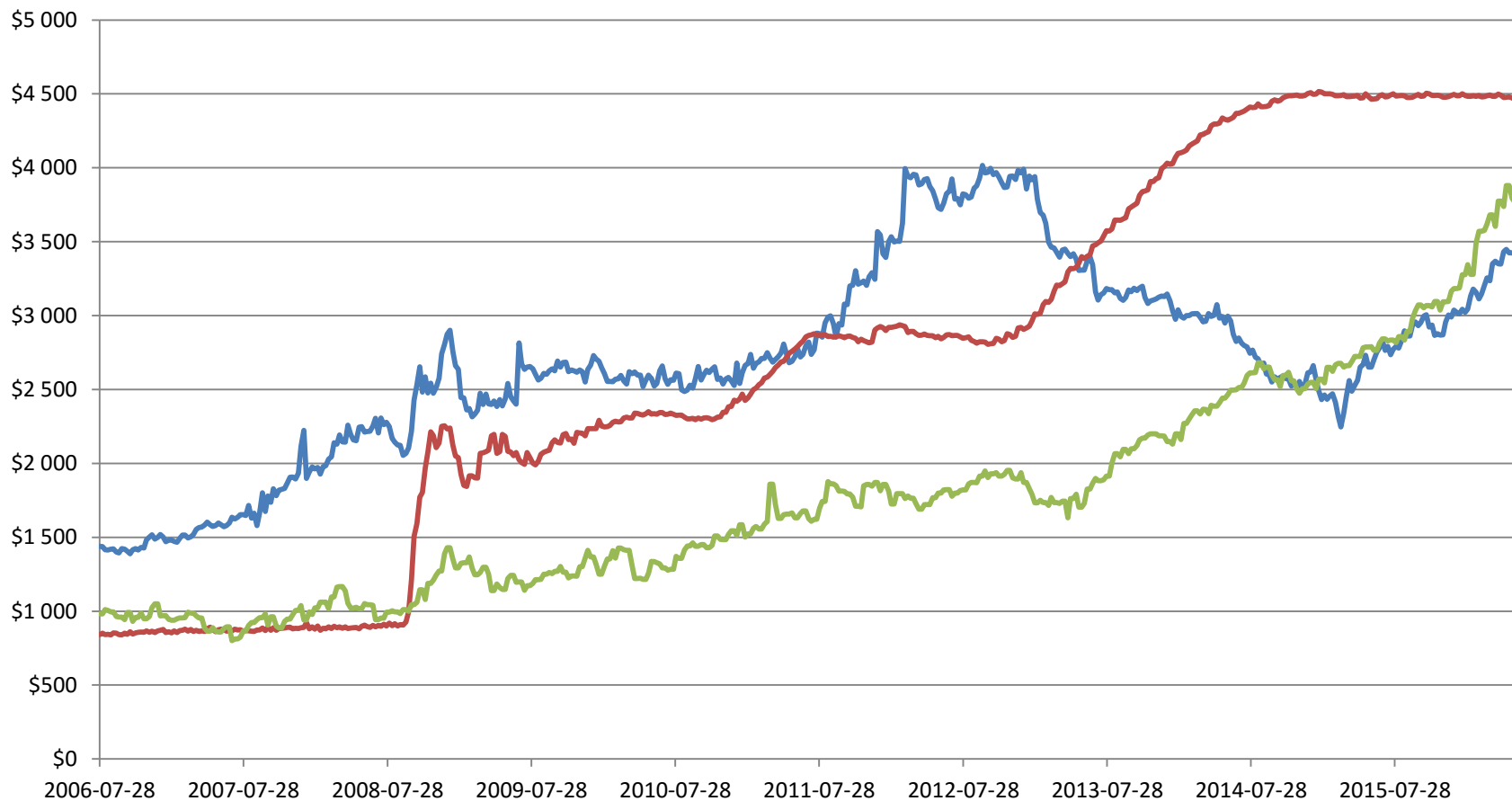
Dywergencja polityk monetarnych – rentowności 2-latek



Źródło: Bloomberg.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

Wartości aktywów banków centralnych (w mld USD)



Źródło: Bloomberg.

— Bilans EBC — Bilans Fed — Bilans BoJ

Premia terminowa dla amerykańskich 10-latek (model ACM*)



Źródło: Federal Reserve Bank of New York, dane na 30/06/2016.

*Model Adriana, Crumpa i Moencha.

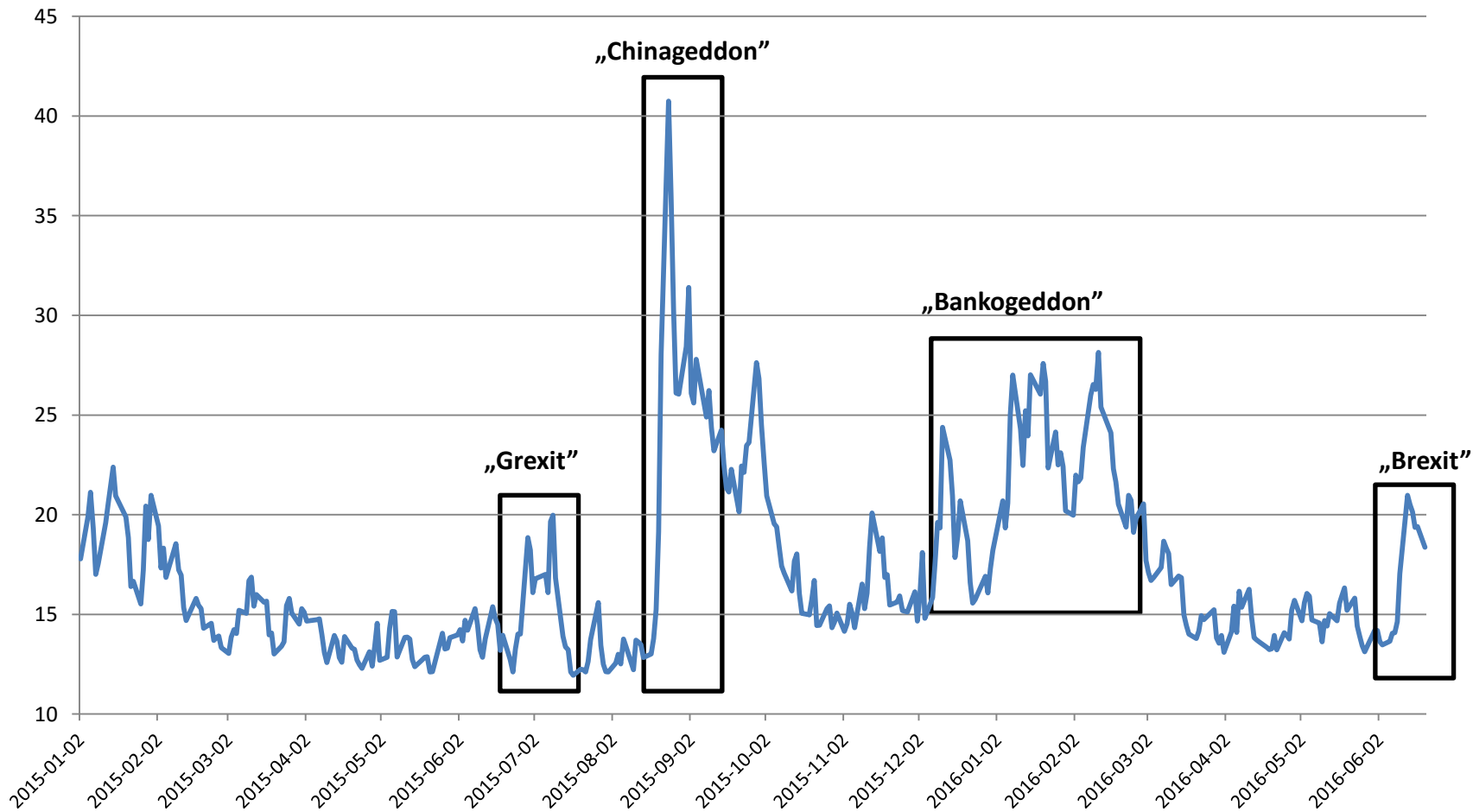
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

Premia terminowa dla amerykańskich 10-latek (model ACM)

Model ACM estymuje premię terminową dla amerykańskich rządowych 10-latek. Premia terminowa jest dla inwestorów rekompensatą za ponoszone ryzyko innego kształtowania się przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych, aniżeli wynika to z obecnych stóp długoterminowych. Ujemna wartość oznacza, że inwestorzy „płacą” za ponoszone ryzyko zamiast być kompensowanym. Historycznie jest to anomalia, która w ostatnich miesiącach może być spowodowana kilkoma czynnikami:

1. Reinwestowanie przez Fed kuponów od utrzymywanych obligacji.
2. Perspektywa wzrostu rentowności w USA i dywergencja polityk monetarnych z ECB i BoJ zwiększa napływy z zagranicy na rynek obligacji.
3. Częste w ostatnich kwartałach szoki na rynku akcji systematycznie „wypychają” część inwestorów na rynek amerykańskiego długu rządowego.
4. Powyższe napływy wcale nie muszą być historycznie wysokie, gdyż ponad 60% podaży obligacji powyżej 10 lat do zapadalności jest „na bilansie” Fed.

CBOE Volatility Index (VIX)



Źródło: Bloomberg.

„Brexit” – implikacje polityczne

1. Wyniki referendum ukształtowały się finalnie na korzyść wyjścia z UE w stosunku 51.9% do 48.1%.
2. Proces wyjścia z UE jest opisany w Traktacie Lizbońskim w art. 50, który naszym zdaniem pozostawia wiele możliwości interpretacyjnych.
3. Przede wszystkim, Rada Europejska musi negocjować z rządem danego kraju umowę określającą zarówno warunki wyjścia, jak i nowe warunki współpracy, na co przewidziane są dwa lata, a sama umowa musi być kwalifikowaną większością zatwierdzona przez RE za zgodą Parlamentu Europejskiego.
4. W związku z tym, sądzimy że rząd brytyjski będzie dążył do maksymalnego rozciągnięcia w czasie owych negocjacji, potencjalnie w celu wyczekania na istotny spadek antyunijnych nastrojów i całkowitego „ukręcenia łba” sprawie Brexitu (przeciętny Brytyjczyk negatywnie odczuje ekonomiczne skutki referendum, nie wiadomo tylko w jakim stopniu, a to wzmacnia obóz „bremain”). Brak chęci do formalnego procedowania Brexitu już jest widoczny (ucieczki w niebyt Borisa Johnsona i Nigela Farage`a).
5. Z drugiej strony, politykom w Berlinie, Paryżu i Brukseli bardziej zależy na szybkim zamknięciu sprawy i scentralizowaniu ośrodka władzy w UE wokół siebie. Dlatego też impas negocjacyjny może trwać wiele kwartałów, a nawet lat, gdyż istnieją przeciwstawne interesy obu stron.
Obecnie nie jest możliwe, nawet w przybliżeniu, stwierdzenie kiedy i na jakich warunkach Wielka Brytania opuści UE. Nie jest również pewne, że w ogóle do tego dojdzie, gdyż np. za rok nastroje mogą być zupełnie inne od obecnych (referendum nie jest formalnie wiążące) i tym bardziej nie będzie politycznej woli w UK do kontynuowania tematu.

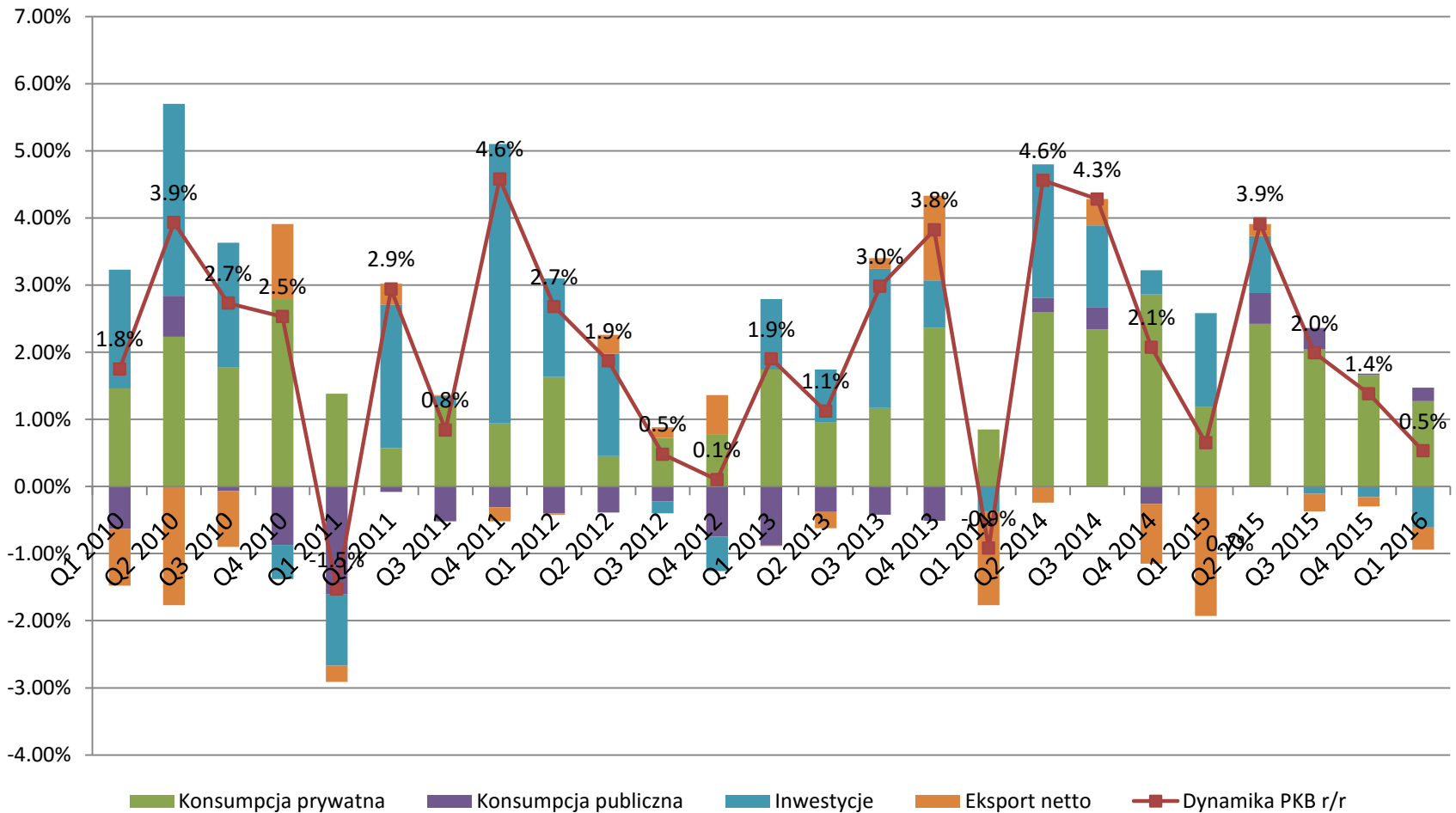
„Brexit” – implikacje ekonomiczne

1. Najbardziej oczywistym skutkiem jest gwałtowna deprecjacja funta, która wspiera silnie proeksportowe duże spółki brytyjskie (ok. 75% przychodów spółek z indeksu FTSE 100 jest denominowanych w walutach innych niż GBP), w szczególności konglomeraty wydobywcze.
2. Słabszy funt może przełożyć się na wzmocnienie dynamiki inflacji w UK, lecz w obecnych warunkach i zestawie czynników ryzyka wydaje się nieprawdopodobne, aby BoE było skłonne podnosić stopy.
3. Ryzykiem z pogranicza ekonomii i polityki jest możliwe kolejne referendum w Szkocji i groźby odłączenia się Irlandii Północnej (jest to region silnie subsydiowany środkami unijnymi przez lata).
4. Należy spodziewać się silnego spadku zaufania i sentymentu w biznesie, potencjalnie wstrzymania części projektów inwestycyjnych. Przedsiębiorcy mogą obawiać się ograniczonego dostępu do unijnego wspólnego rynku czy też odczuć spadek zamówień eksportowych (asekuracyjne przekierowanie dostaw przez odbiorców z kontynentu), lecz ten ostatni czynnik może być przejściowo łagodzony przez wyjątkowo słabego funta.

Gospodarka i rynki amerykańskie – główne założenia

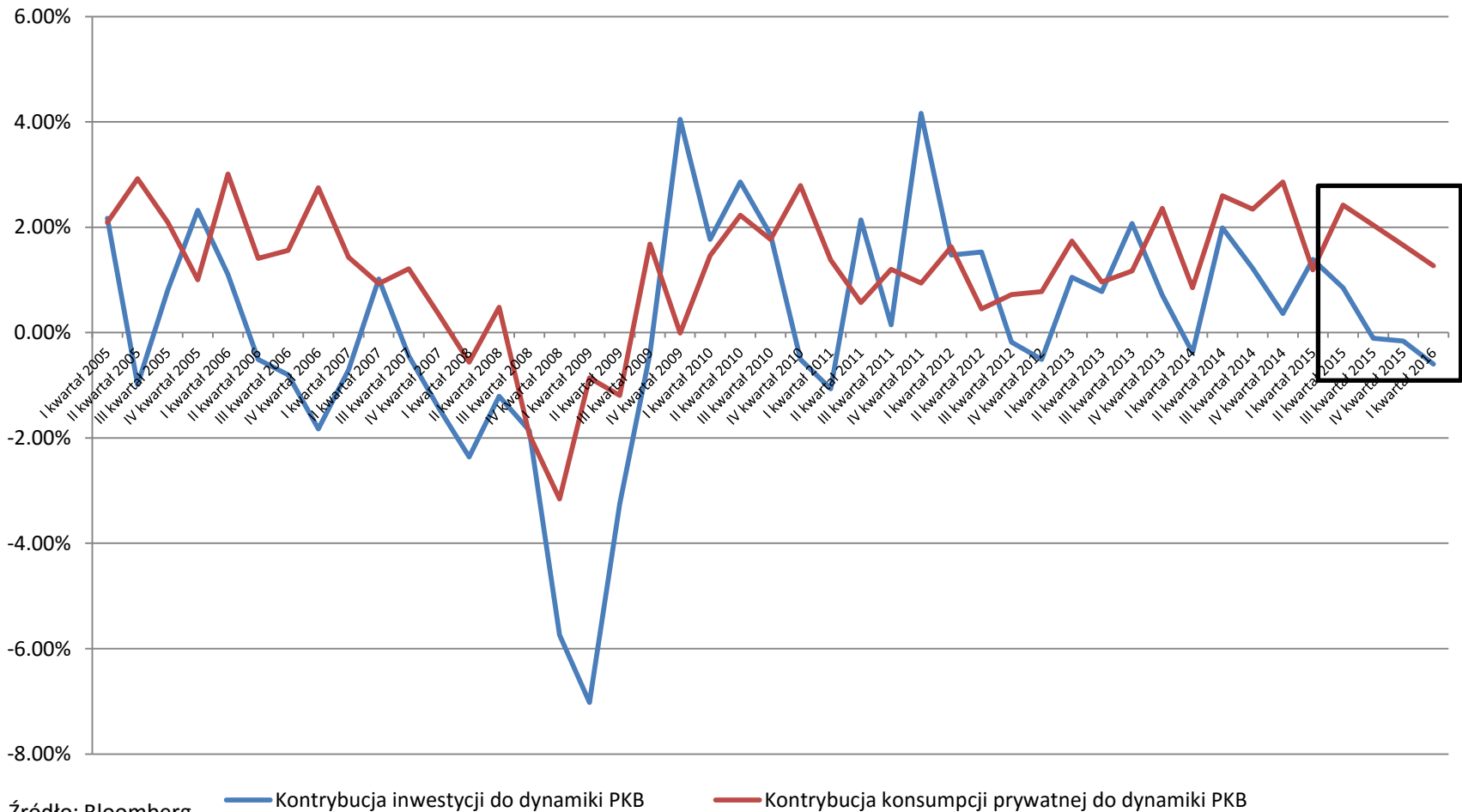
1. Zakładamy płaskie perspektywy makroekonomiczne dla amerykańskiej gospodarki tj. oscylowanie tempa wzrostu gospodarczego wokół 2% w całym 2016 r. (konsensus Bloomberga zakłada 1.9% oraz 1.7% w II kwartale) oraz stopniowy wzrost dynamiki inflacji CPI (przy relatywnie stabilnych wskaźnikach bazowych).
2. W kontekście polityki monetarnej, naszym bazowym założeniem jest maksymalnie jedna podwyżka kosztu pieniądza do końca roku. Perspektywy makro nie uzasadniają większej ilości podwyżek (stagnacja w konsumpcji, spadające inwestycje). Ryzykiem dla tego scenariusza jest konwergencja już zwyżkujących wskaźników inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych, które w ostatnich miesiącach podążały w przeciwnym kierunku.
3. Era silnego dolara w ostatnich miesiącach dobiegła końca i wniosek ten powinien być wspierany wypłaszczeniem krzywej wzrostu stóp procentowych w USA. Naszym zdaniem spekulacje o podążaniu w kierunku parytetu na parze EUR/USD nie ma uzasadnienia w danych i perspektywach makroekonomicznych. Dywergencja polityk monetarnych jest dyskontowana od ponad 2 lat i nie jest to czynnik, który może spowodować umocnienie dolara.
4. Jako główny makroczynnik wzrostowy postrzegamy konsumpcję prywatną, która w ostatnich kwartałach zaskakuje negatywnie. Naszym zdaniem było to podyktowane perspektywą rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp w USA i wzrostem ostrożności po stronie amerykańskich konsumentów. Gołębnie zachowanie Fedu, rosnące płace, niska dynamika inflacji oraz korzystne trendy na rynku nieruchomości powinny wspierać konsumpcję w USA. Powyższe czynniki są już uwzględnione w miarach sentymentu konsumenckiego, lecz przełożenie wydatkowe można dostrzec głównie w poszczególnych sektorach (m.in. motoryzacyjny, dobra trwałego użytku), a nie w szerokich agregatach.

Dynamika i kontrybucje do amerykańskiego PKB

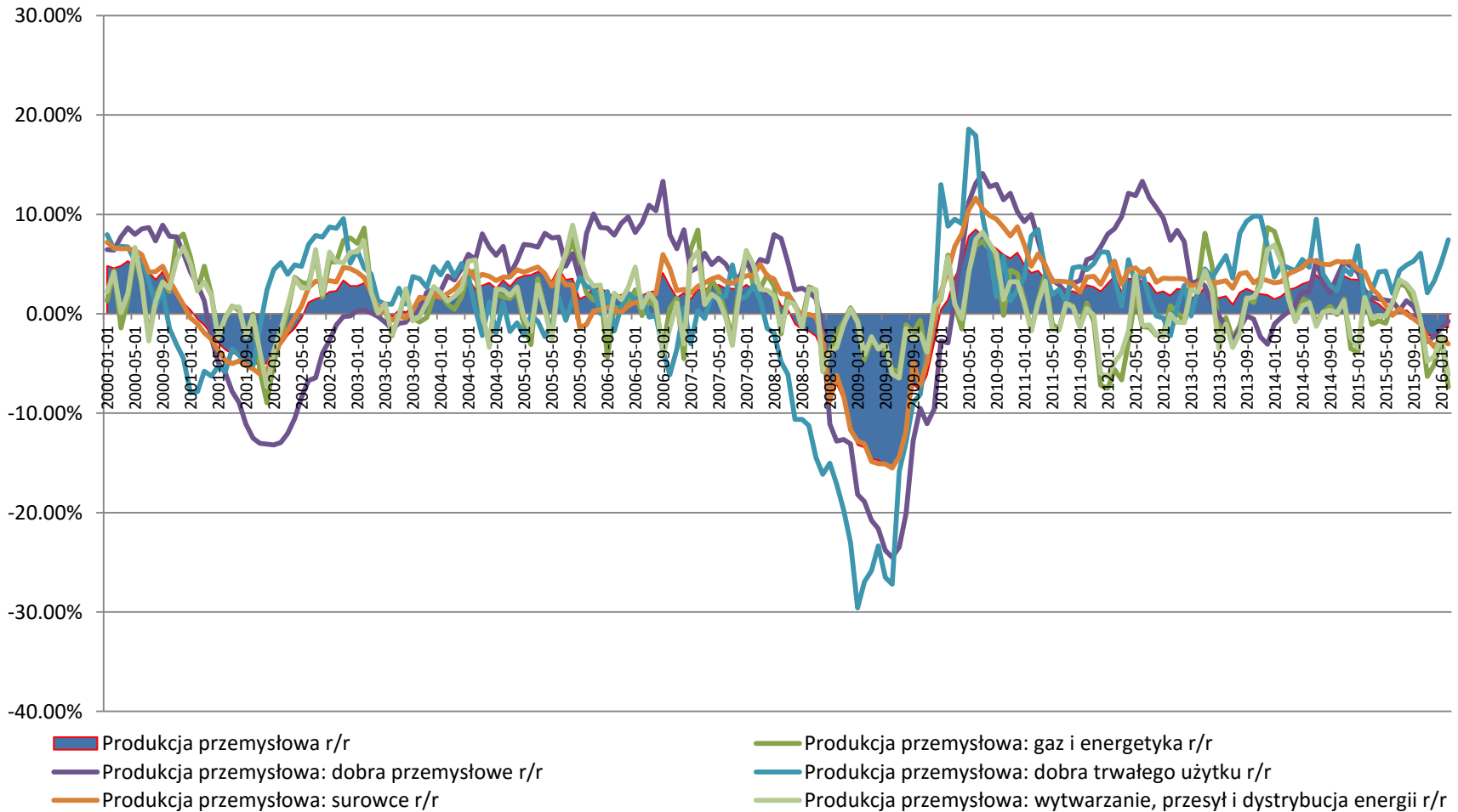


Źródło: Bloomberg.

Kontrybucja konsumpcji prywatnej oraz inwestycji do dynamiki amerykańskiego PKB

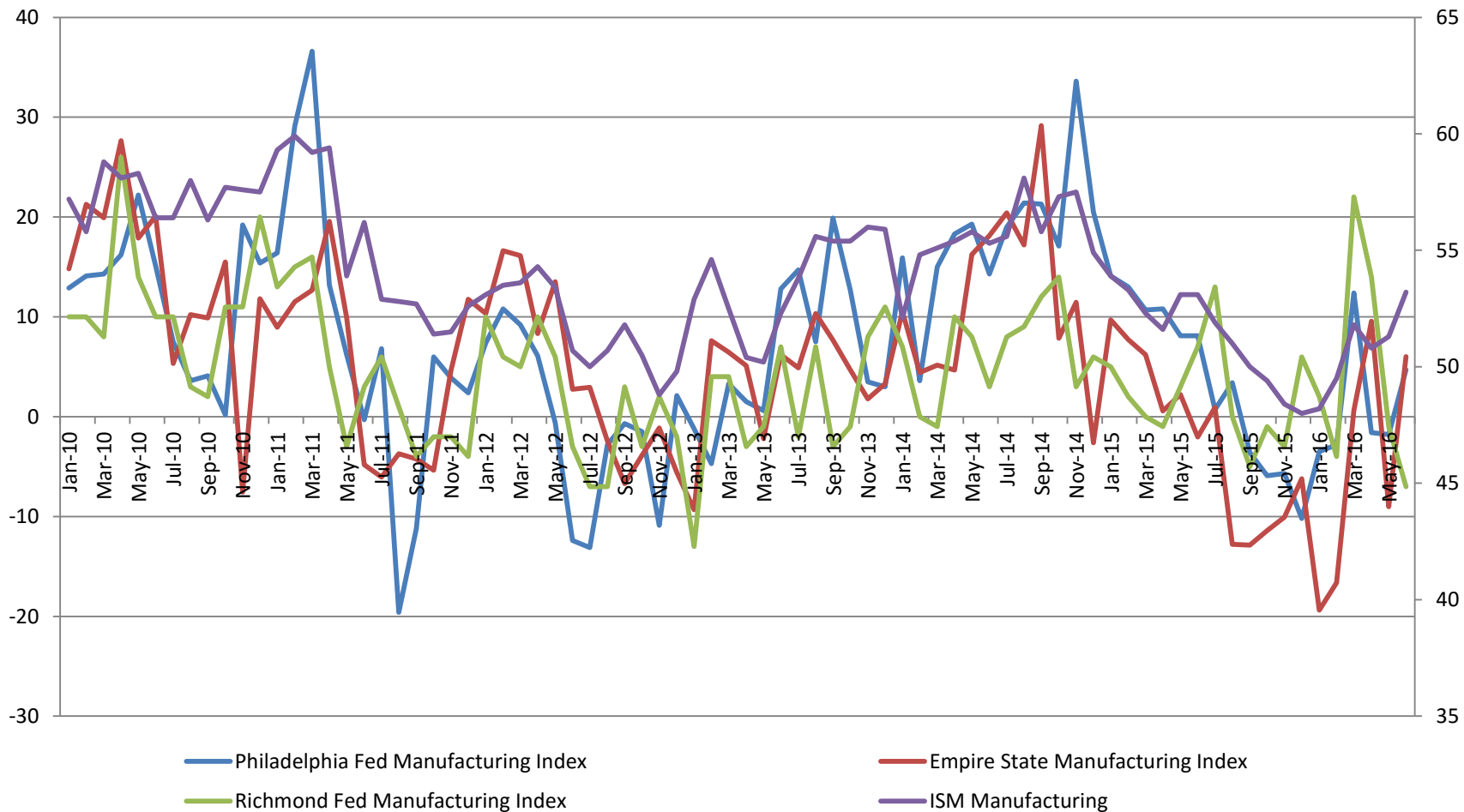


Produkcja przemysłowa oraz wybrane subindeksy sektorowe



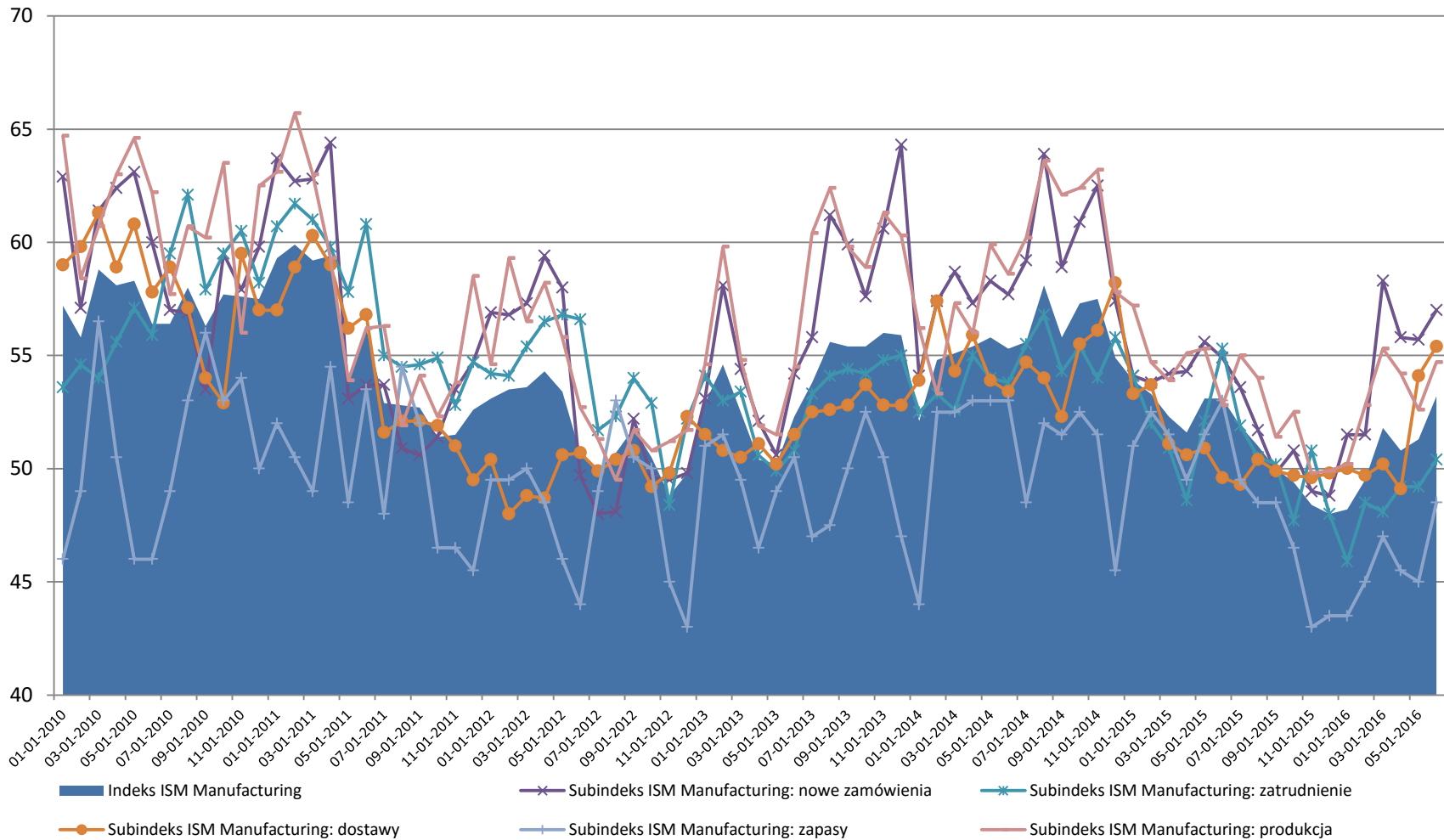
Źródło: Bloomberg.

ISM Manufacturing i indeksy regionalne



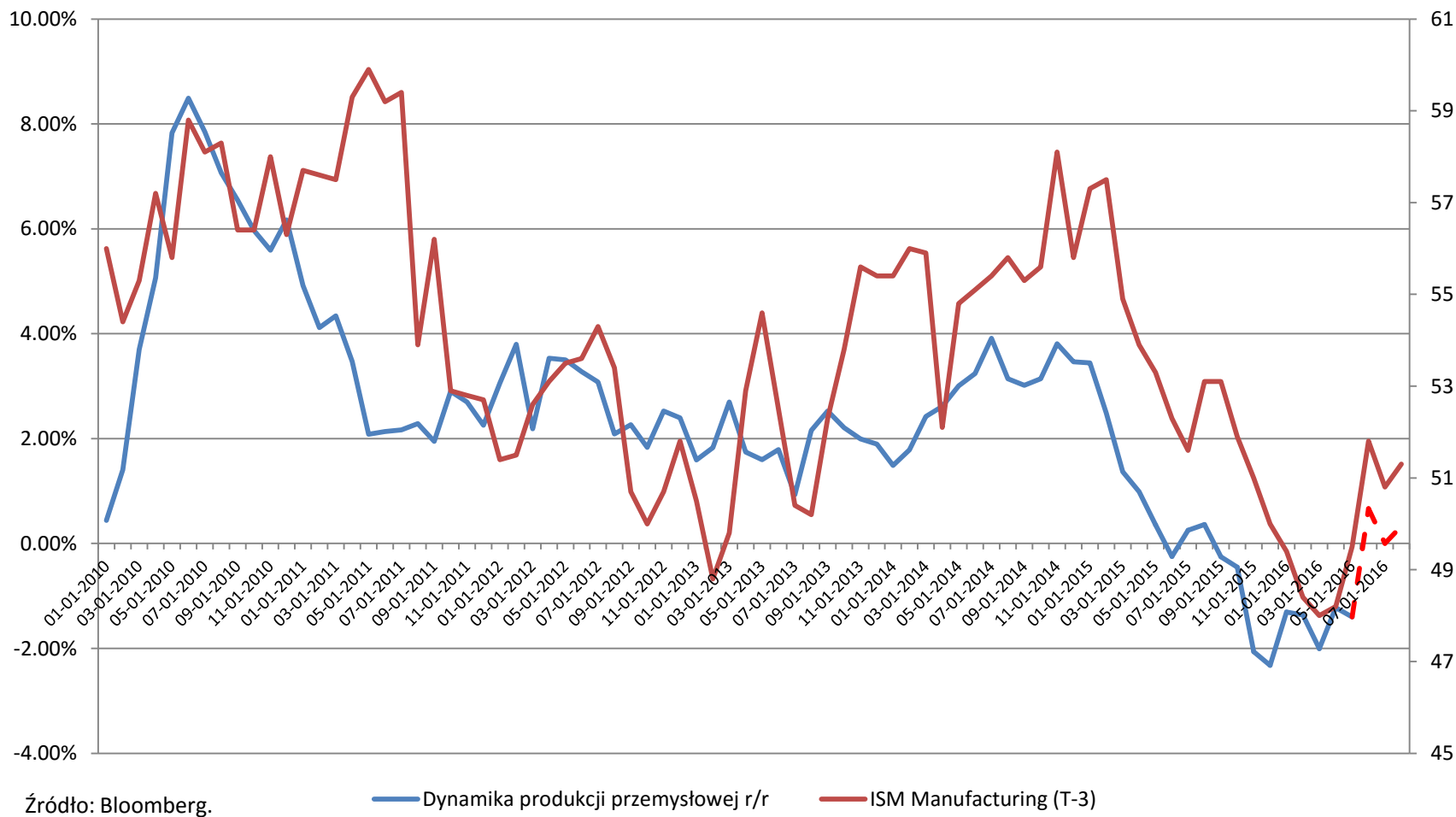
Źródło: Bloomberg.

Indeks ISM Manufacturing i jego dekompozycja



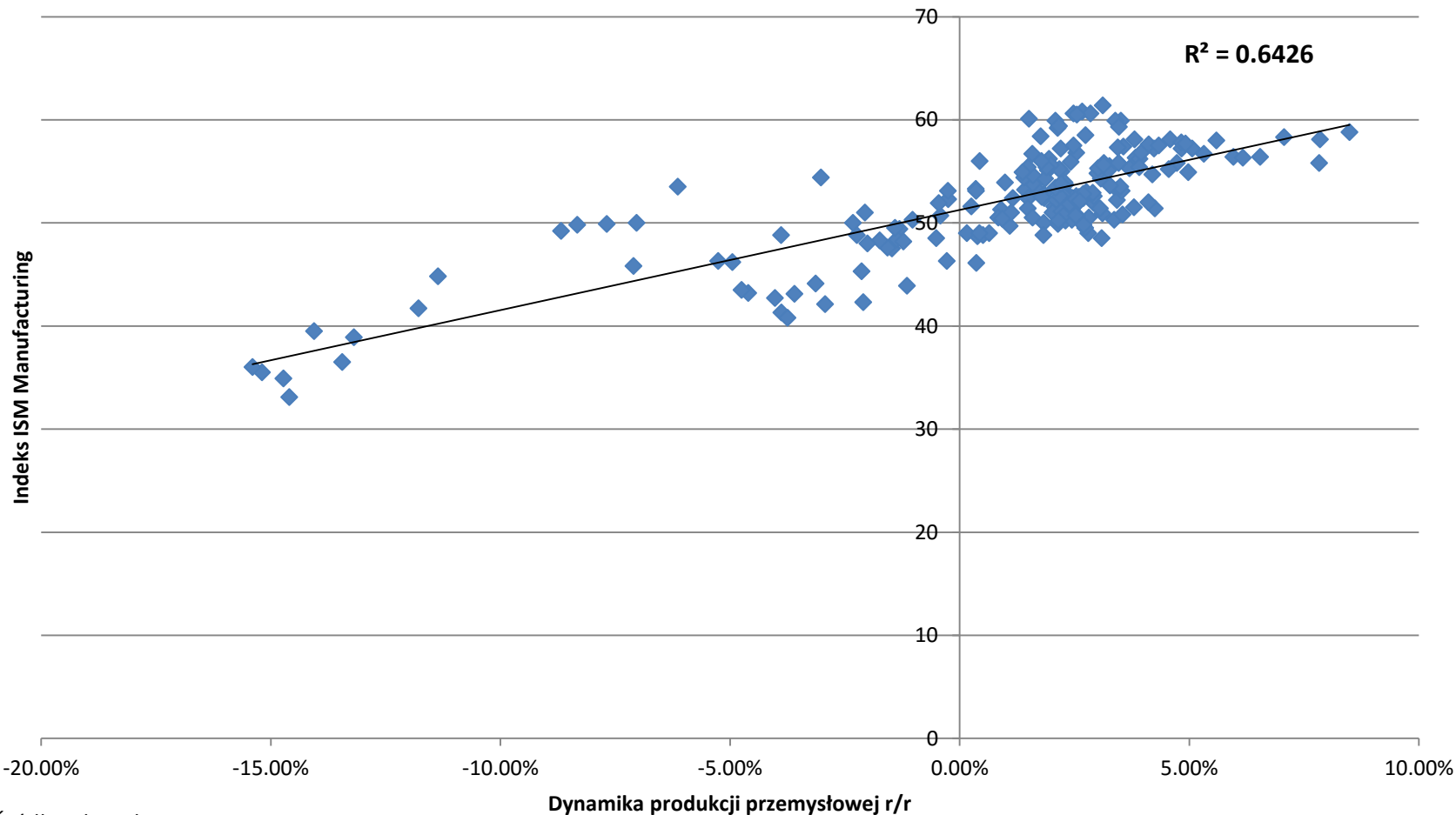
Źródło: Bloomberg.

Produkcja przemysłowa vs ISM Manufacturing



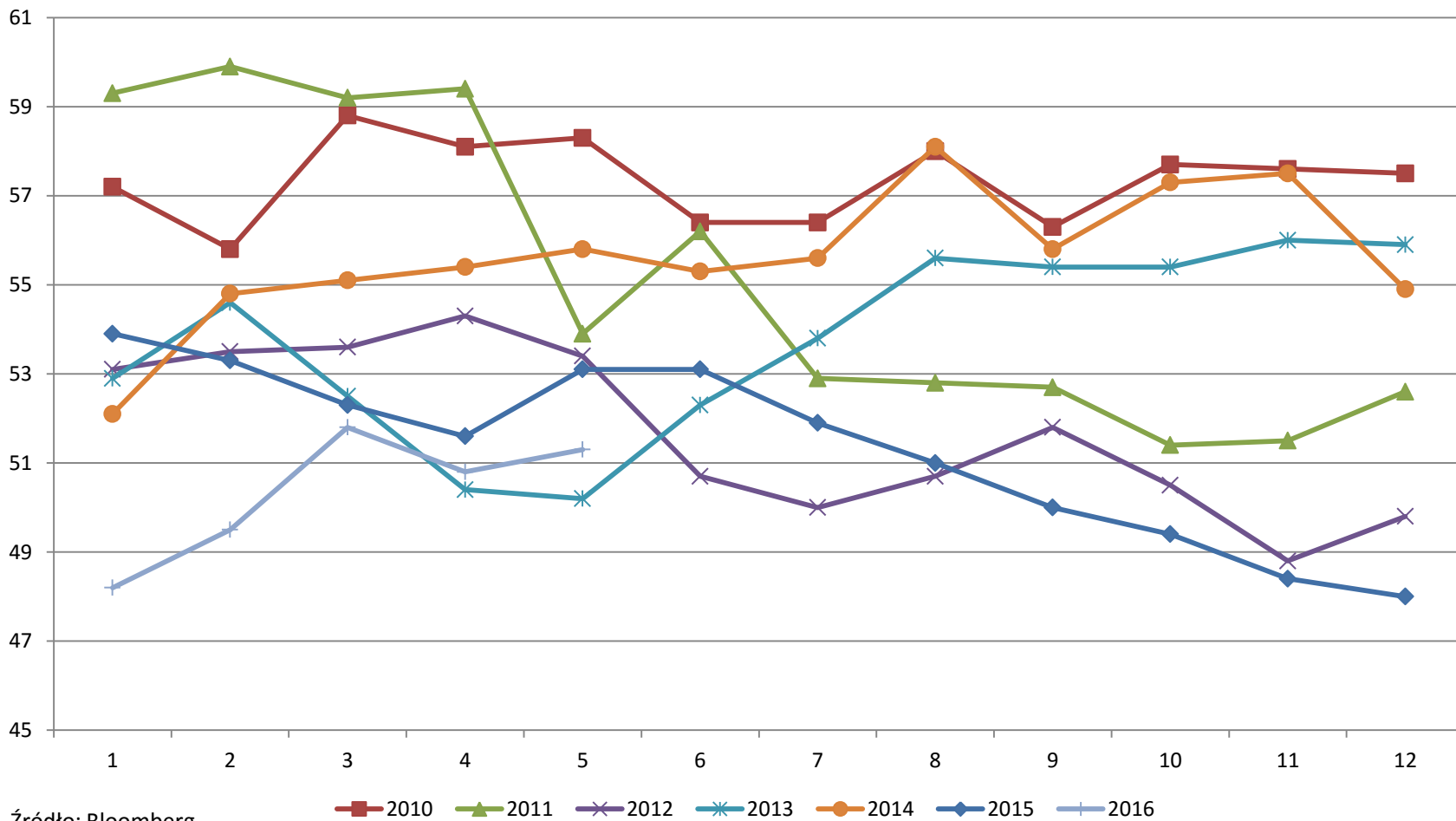
Źródło: Bloomberg.

Regresja dynamiki produkcji przemysłowej względem indeksu ISM Manufacturing (T-3)



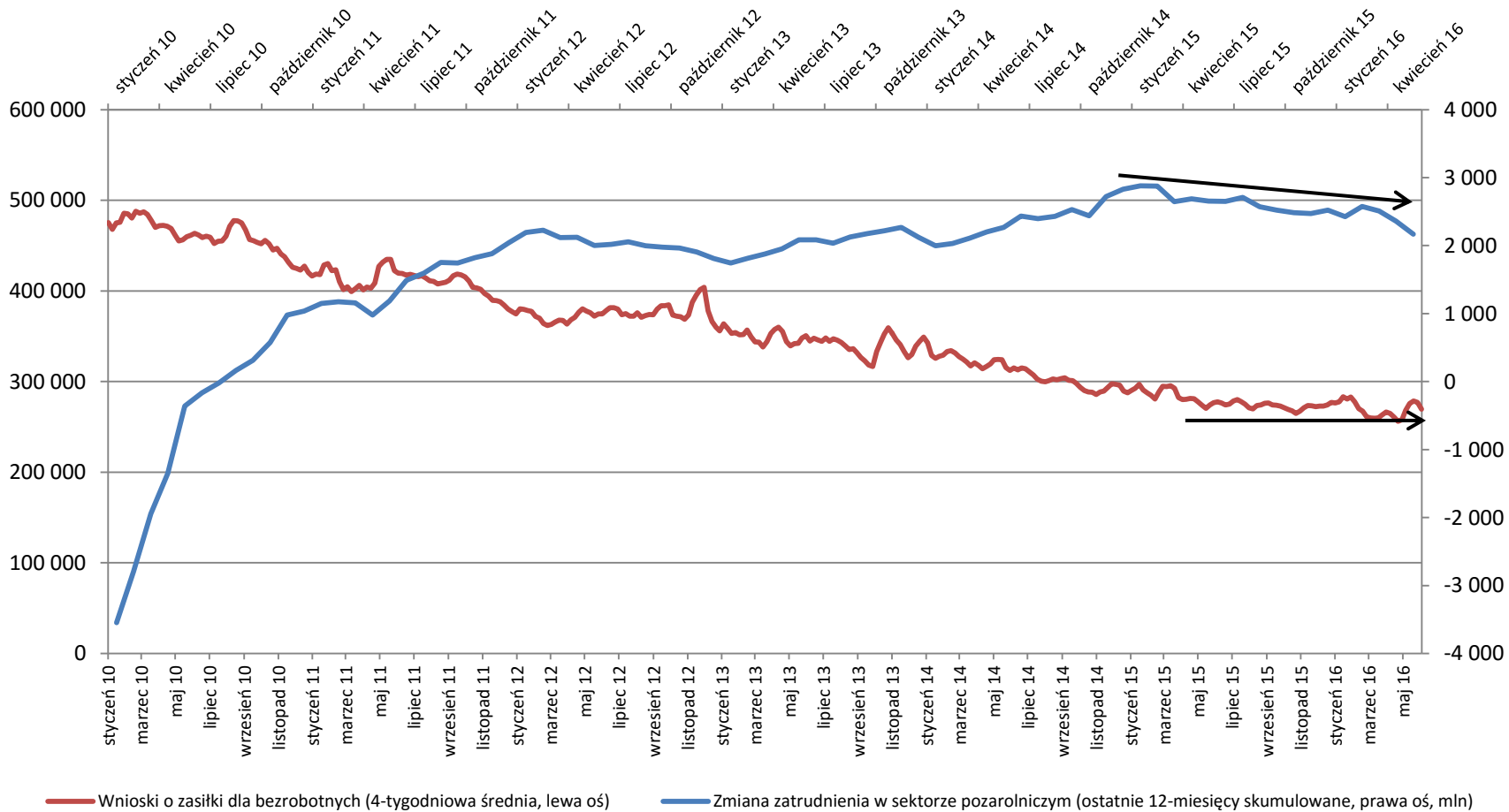
Źródło: Bloomberg.

Indeks ISM Manufacturing w latach 2010-2016



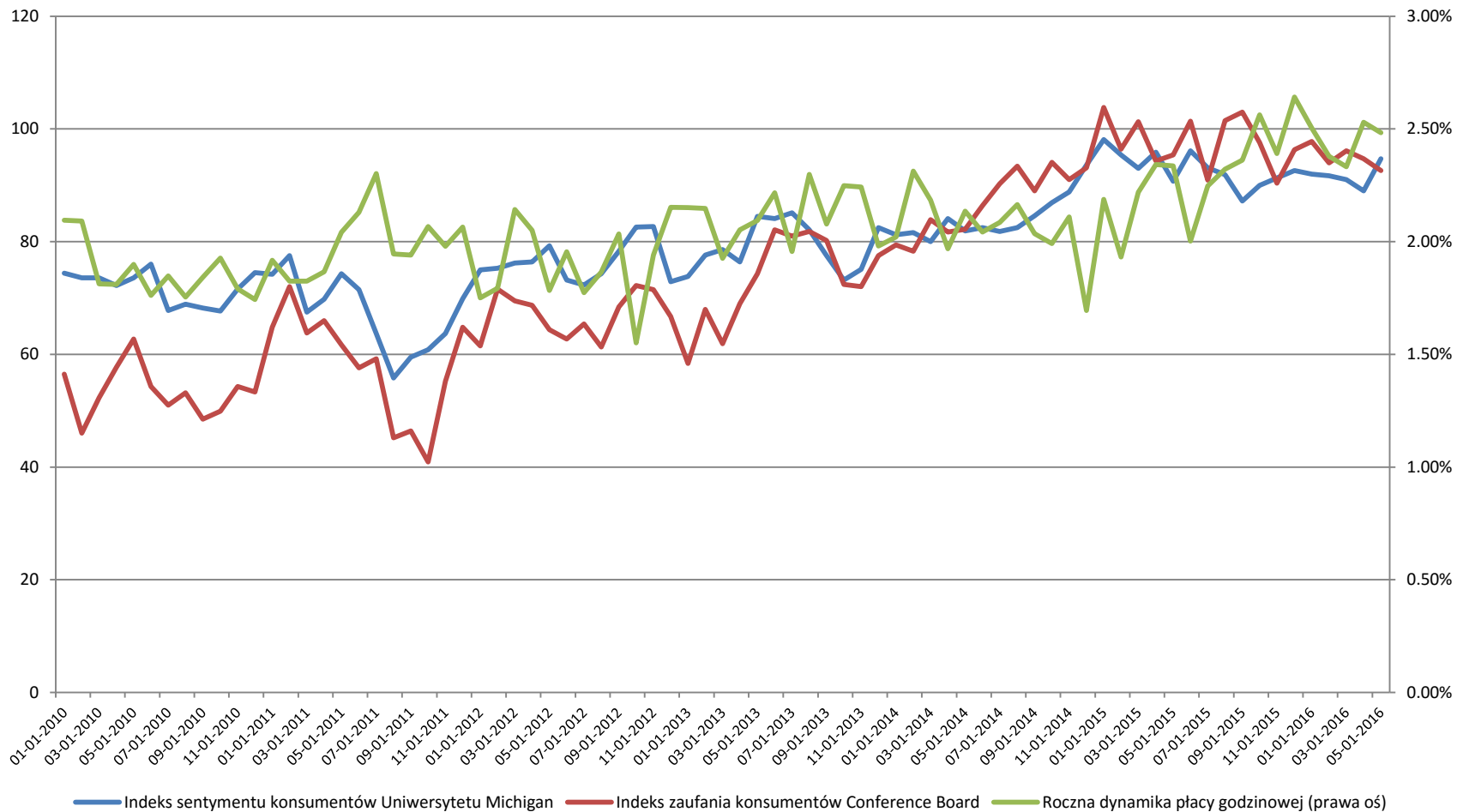
Źródło: Bloomberg.

Rynek pracy w USA



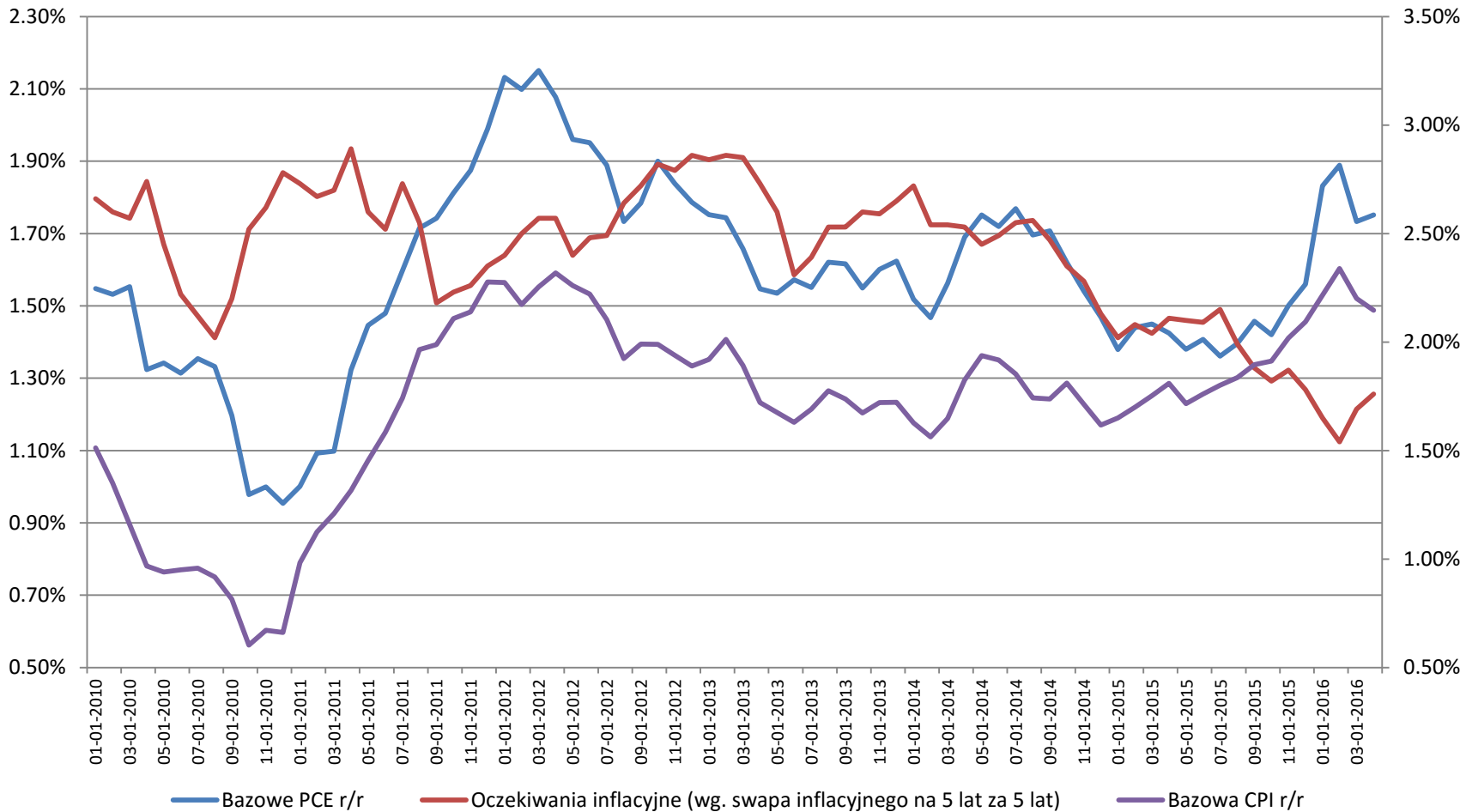
Źródło: Bloomberg.

Indeksy zaufania konsumentów vs dynamika płac



Źródło: Bloomberg.

Wskaźniki inflacji vs oczekiwania inflacyjne w USA



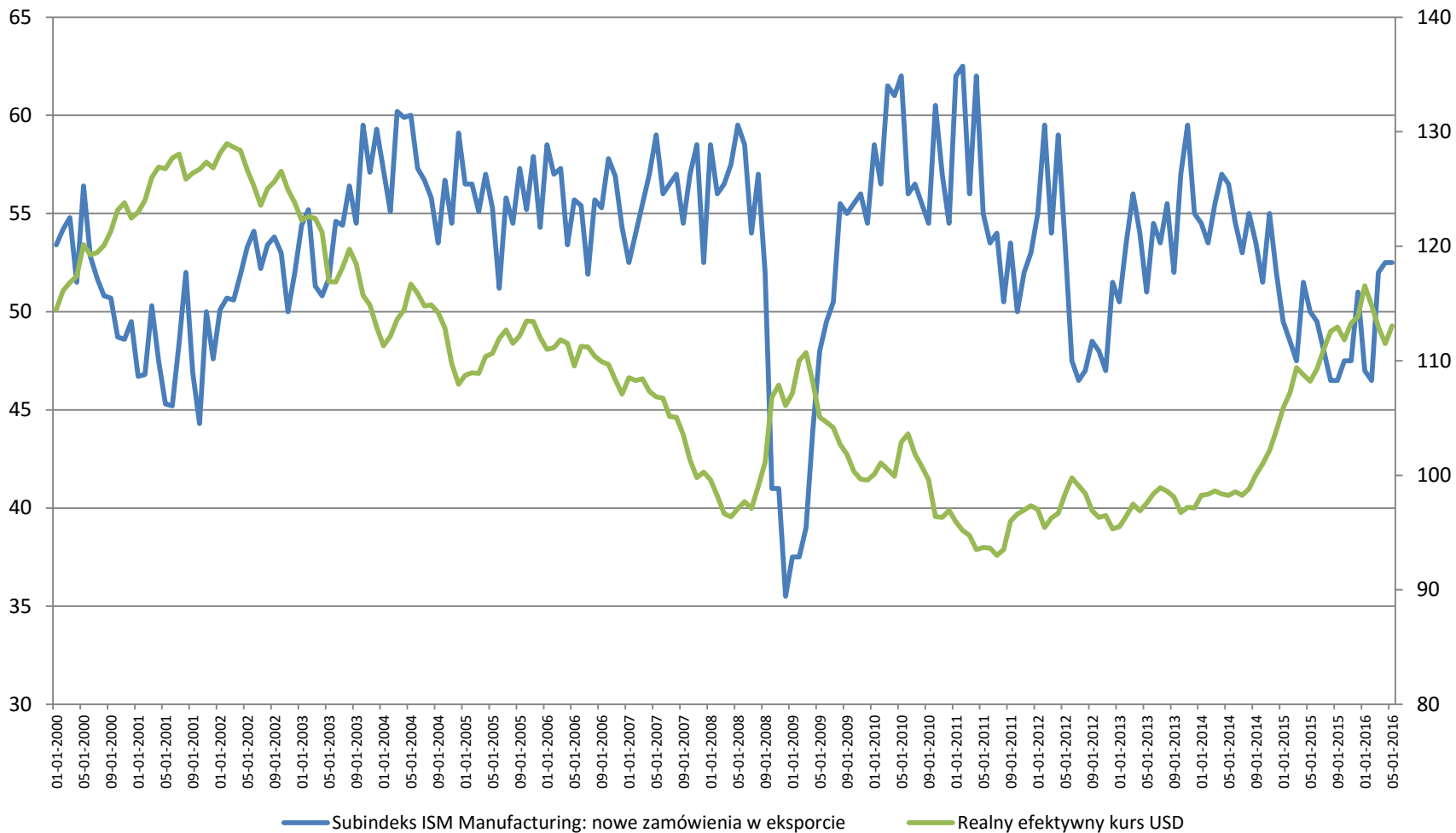
Źródło: Bloomberg.

Siła względna dolara amerykańskiego do rynku surowców



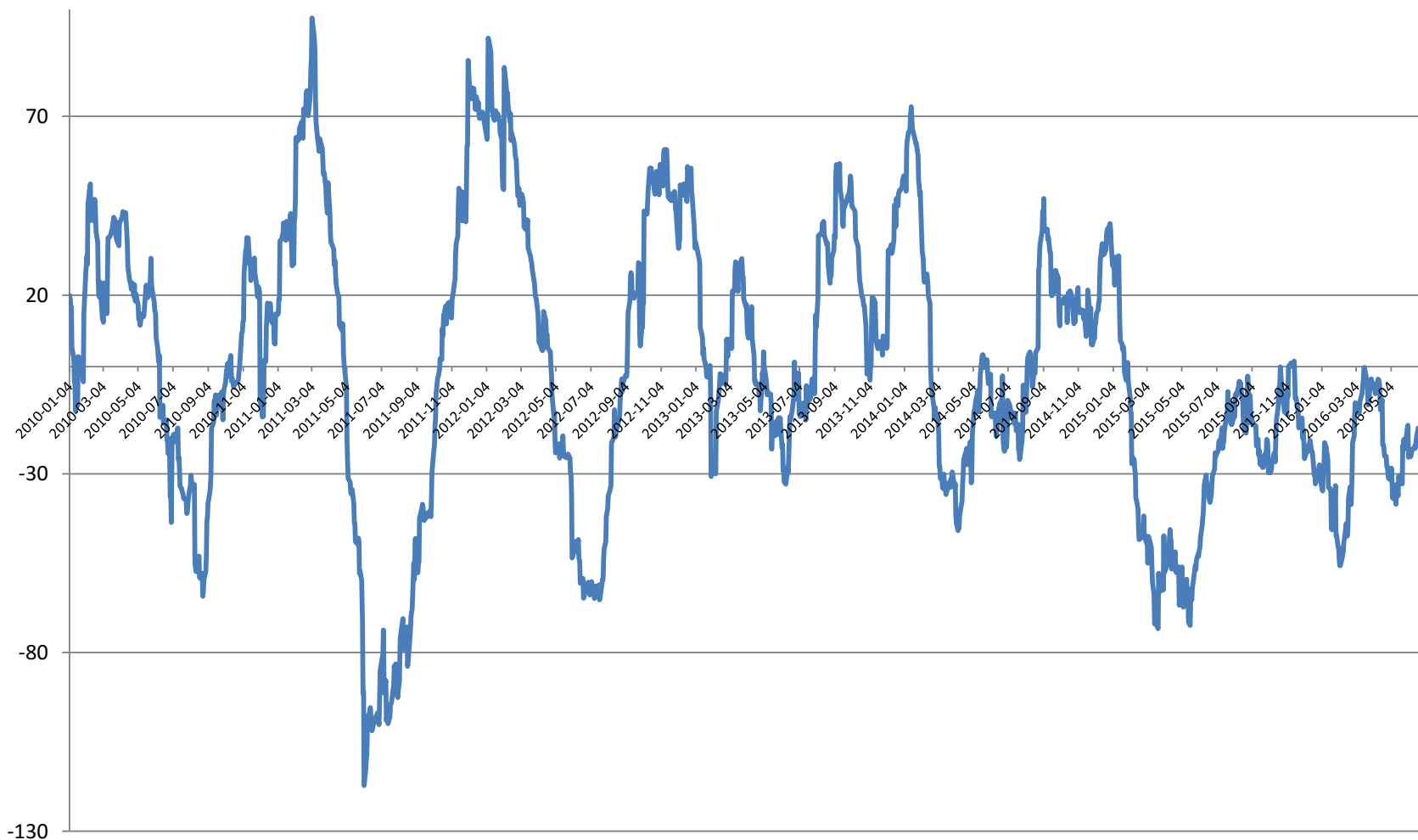
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Kurs USD vs zamówienia w eksporcie



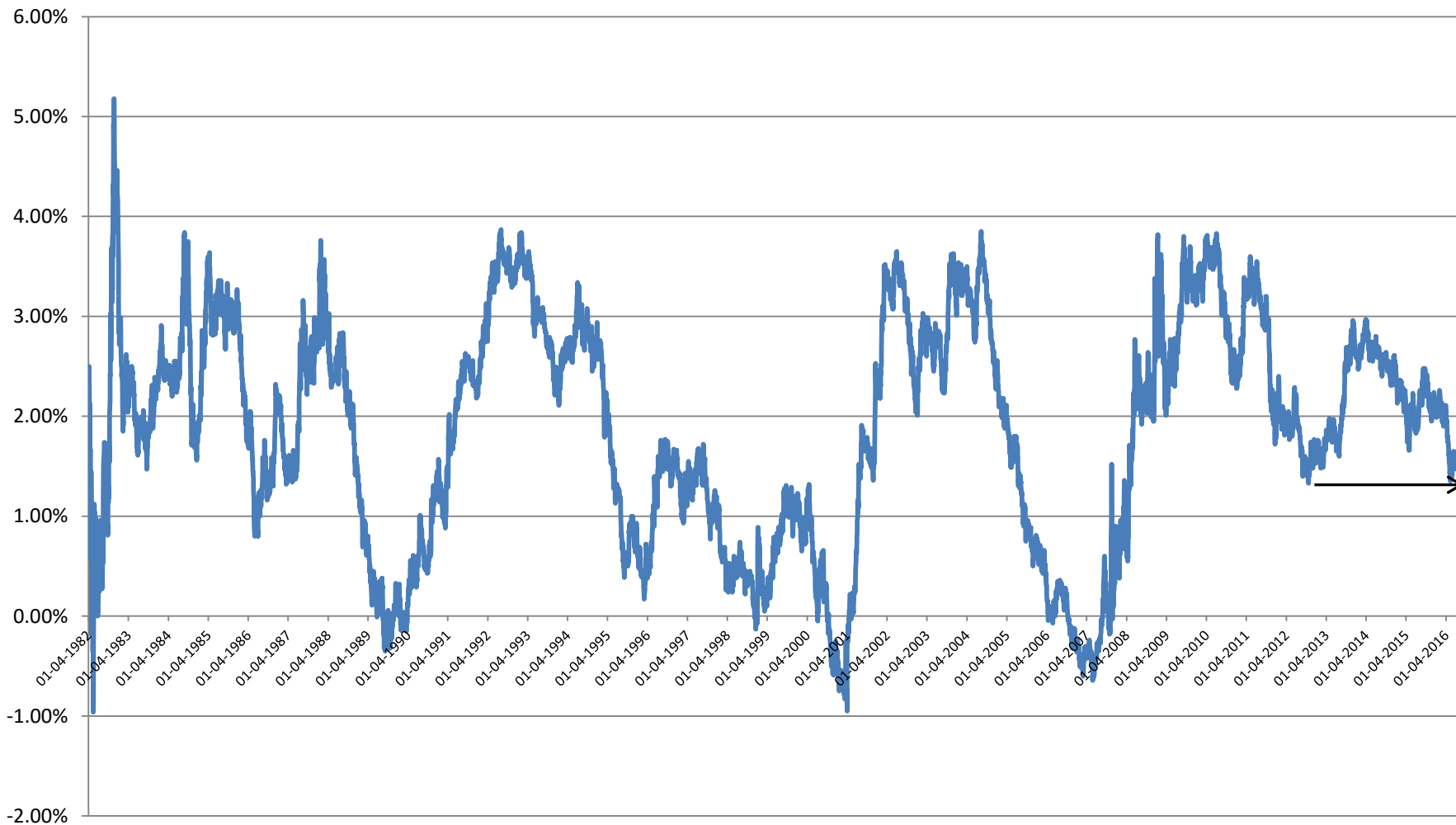
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla USA



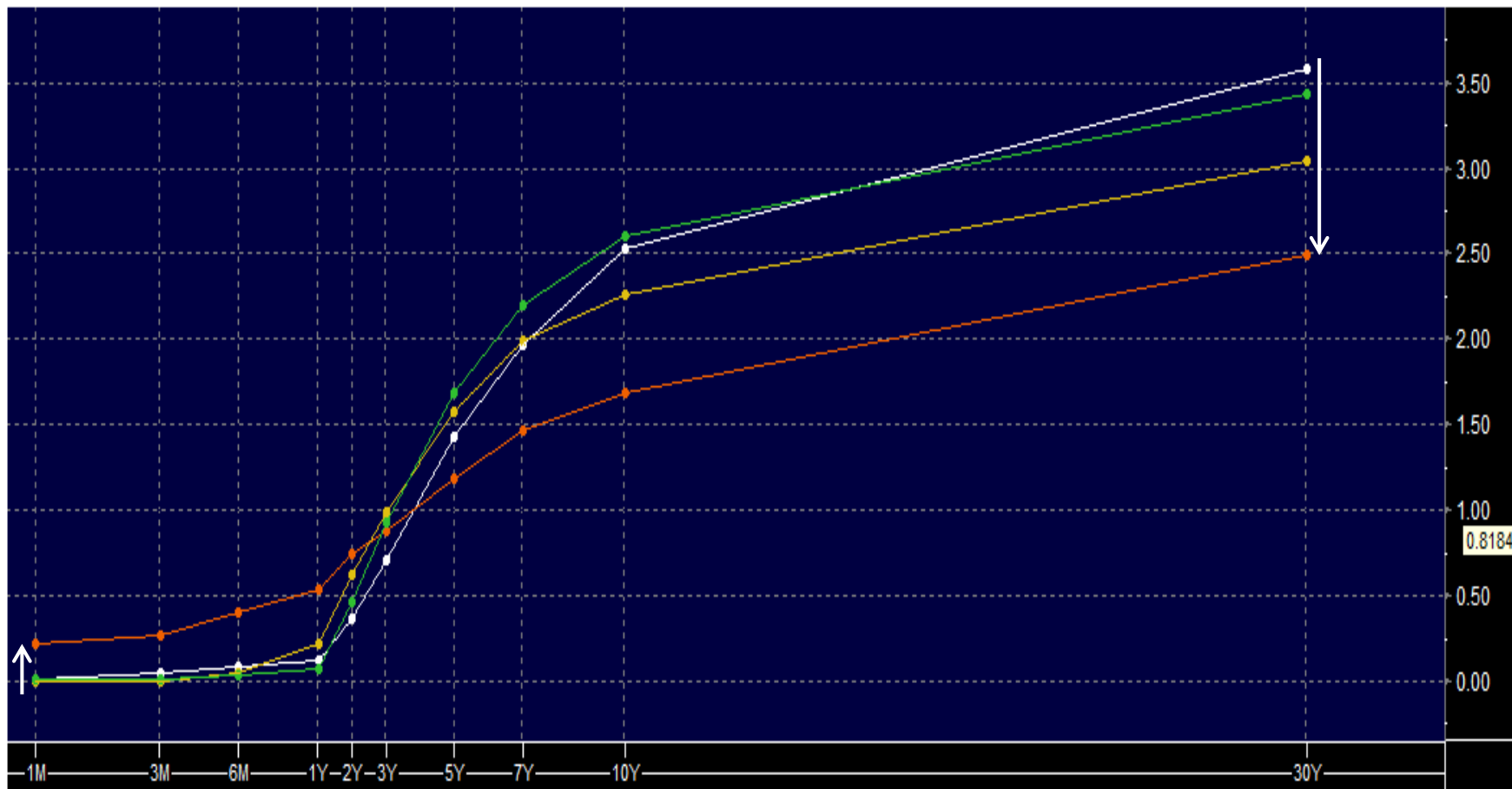
Źródło: Bloomberg

Spread rentowności 10-latek do bonów 3-miesięcznych



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

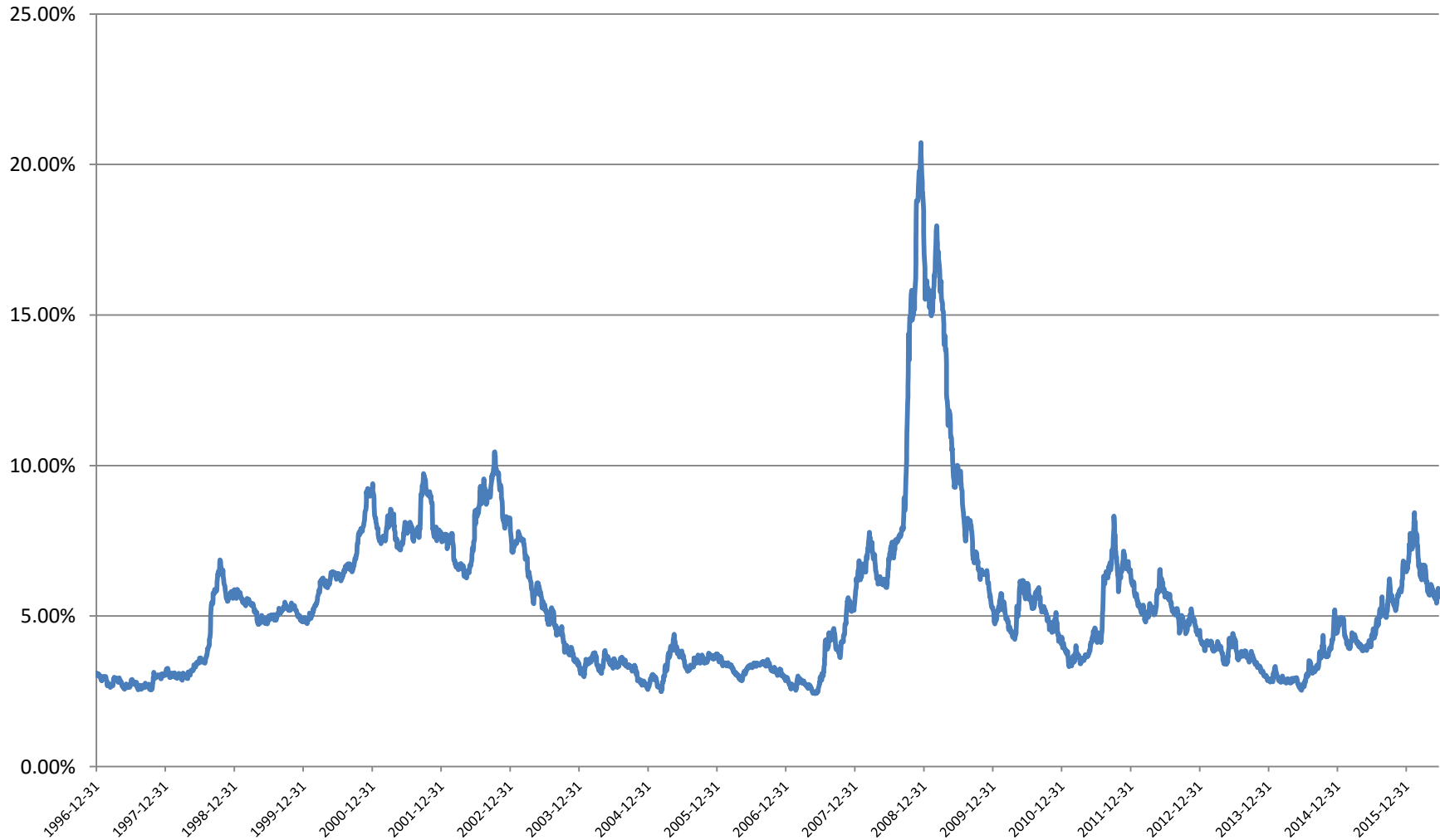
Krzywa dochodowości w USA



Krzywa biała – 21/06/2013 Krzywa zielona – 21/06/2014 Krzywa żółta – 21/06/2015 Krzywa czerwona – 21/06/2016

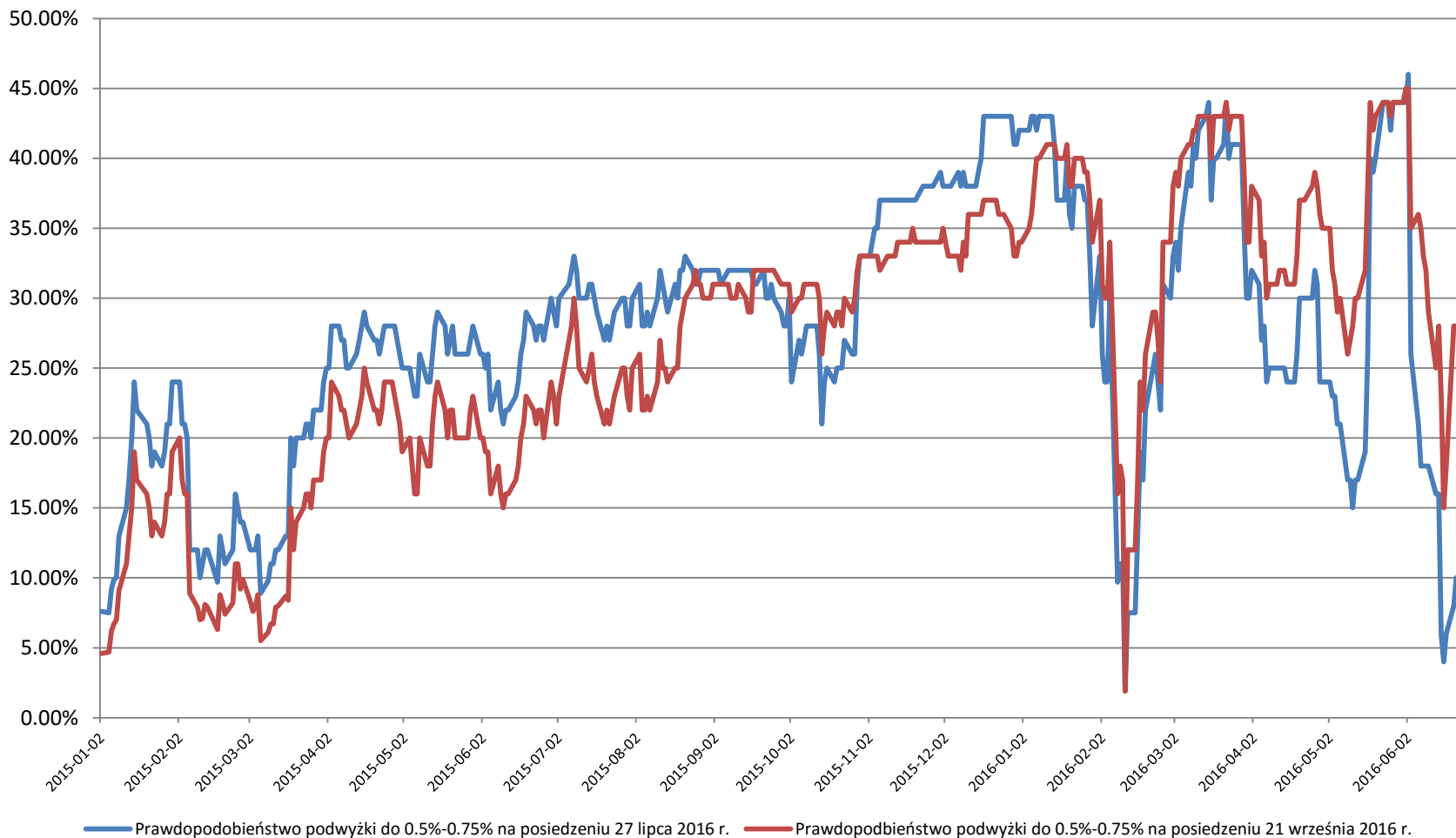
Źródło: Bloomberg

Spread indeksu BofA Merrill Lynch US High Yield Effective Yield do rentowności amerykańskich 10-latek



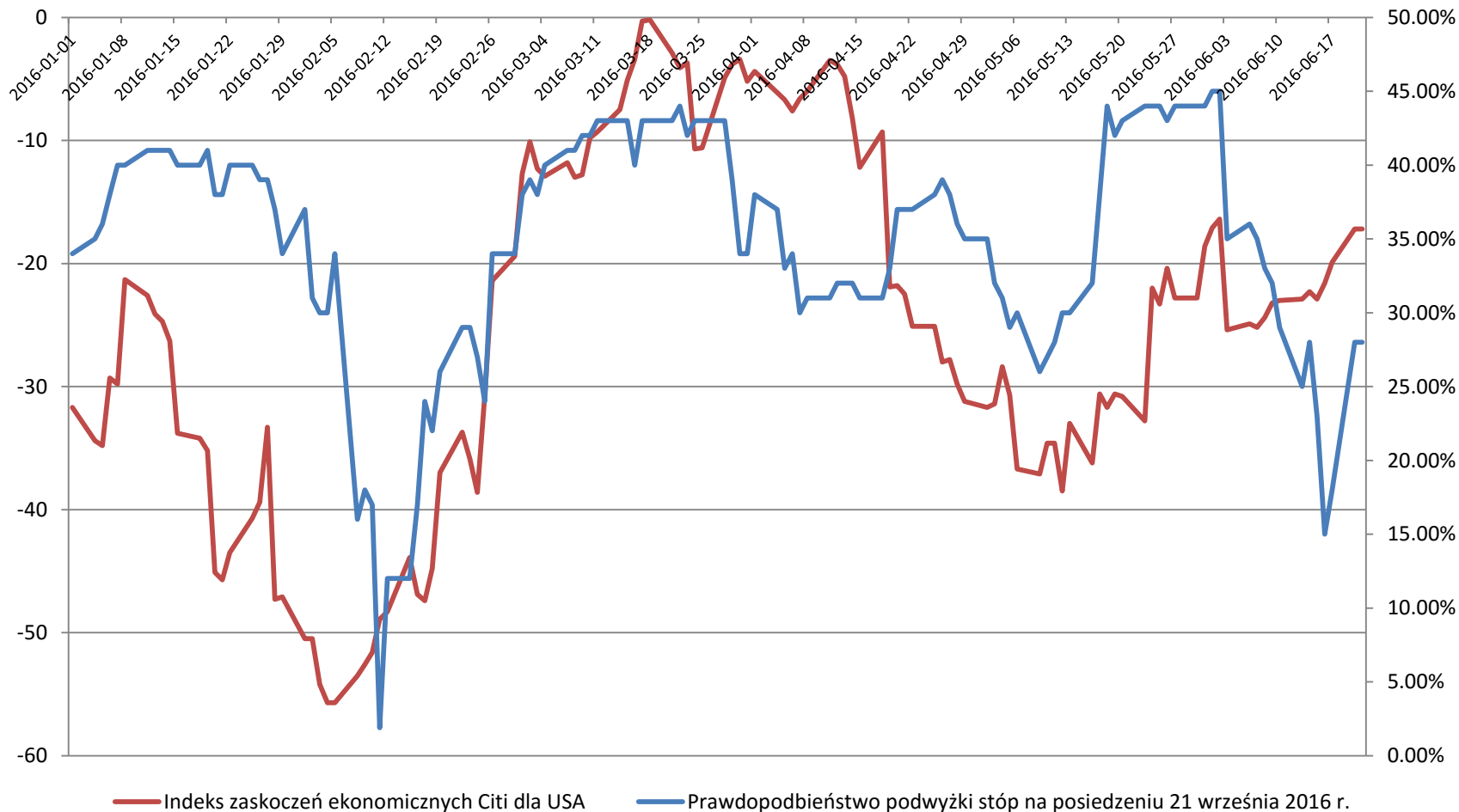
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Prawdopodobieństwa podwyżek stóp w USA



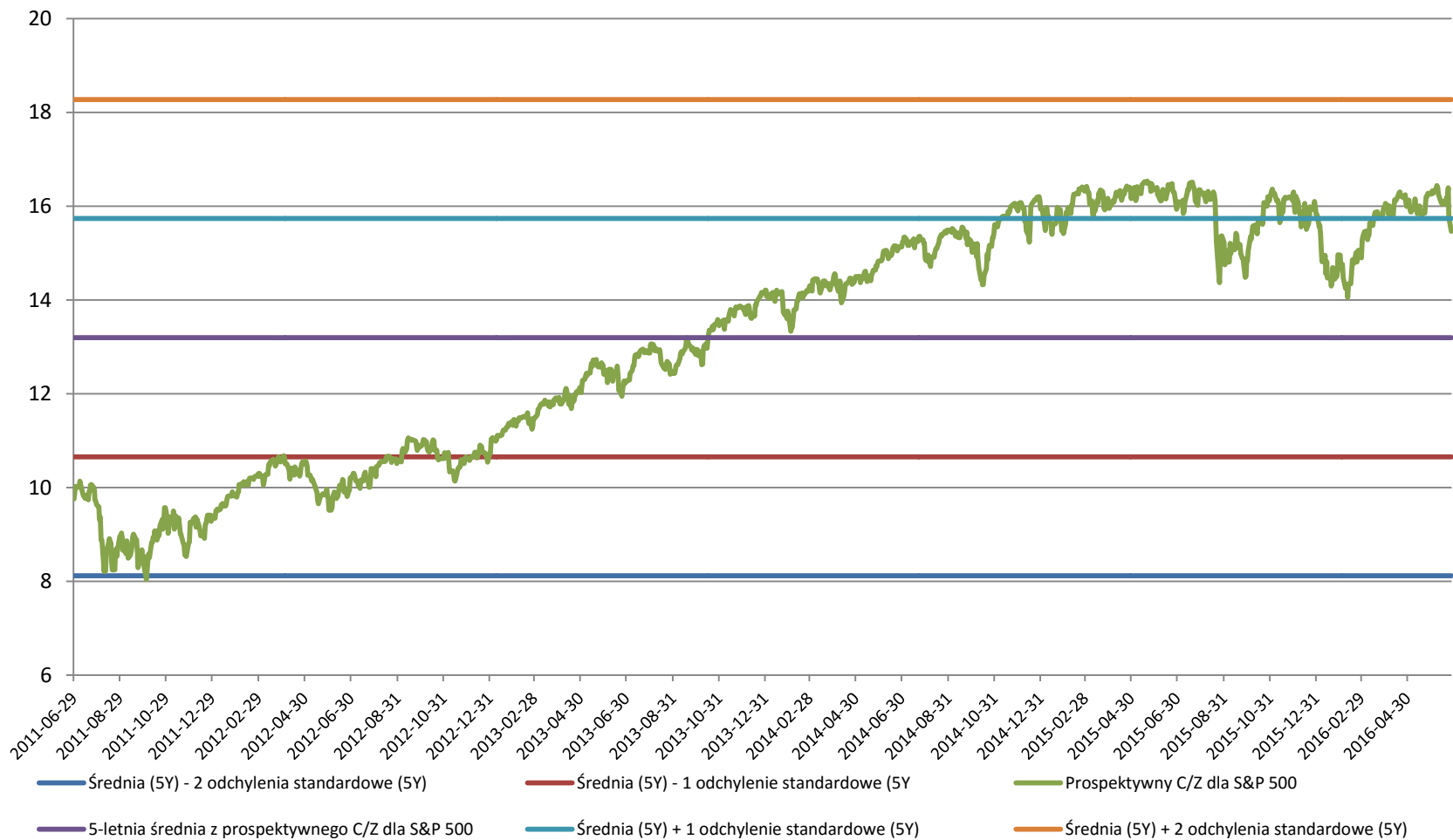
Źródło: Bloomberg, dane na 21/06/2016 na podstawie notowań futuresów na stopę funduszy federalnych.

Oczekiwania na podwyżki stóp vs odczyty danych makroekonomicznych



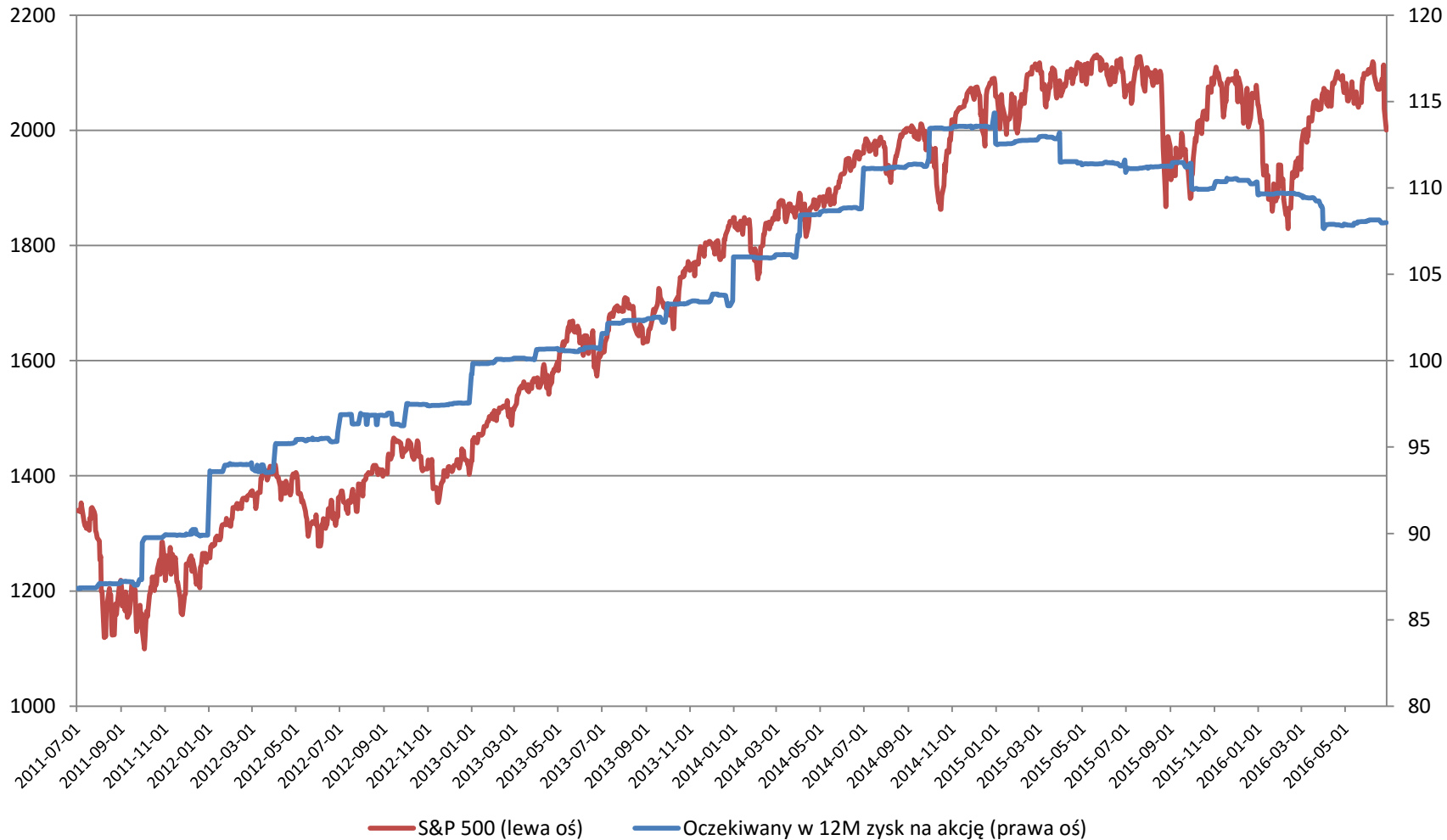
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

S&P 500 – prospektywne C/Z historycznie



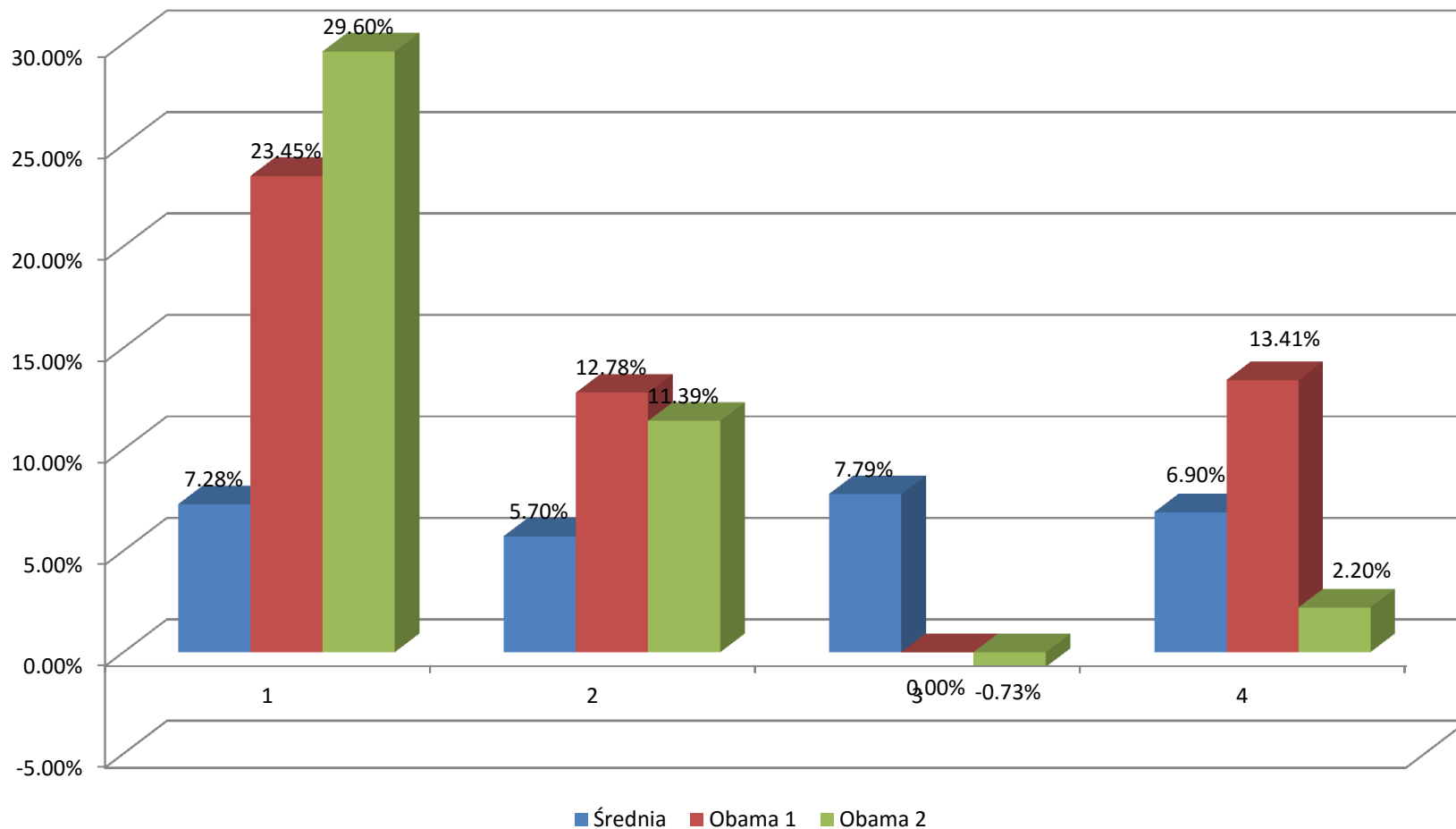
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

S&P 500 vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

S&P 500 Cykl prezydencki



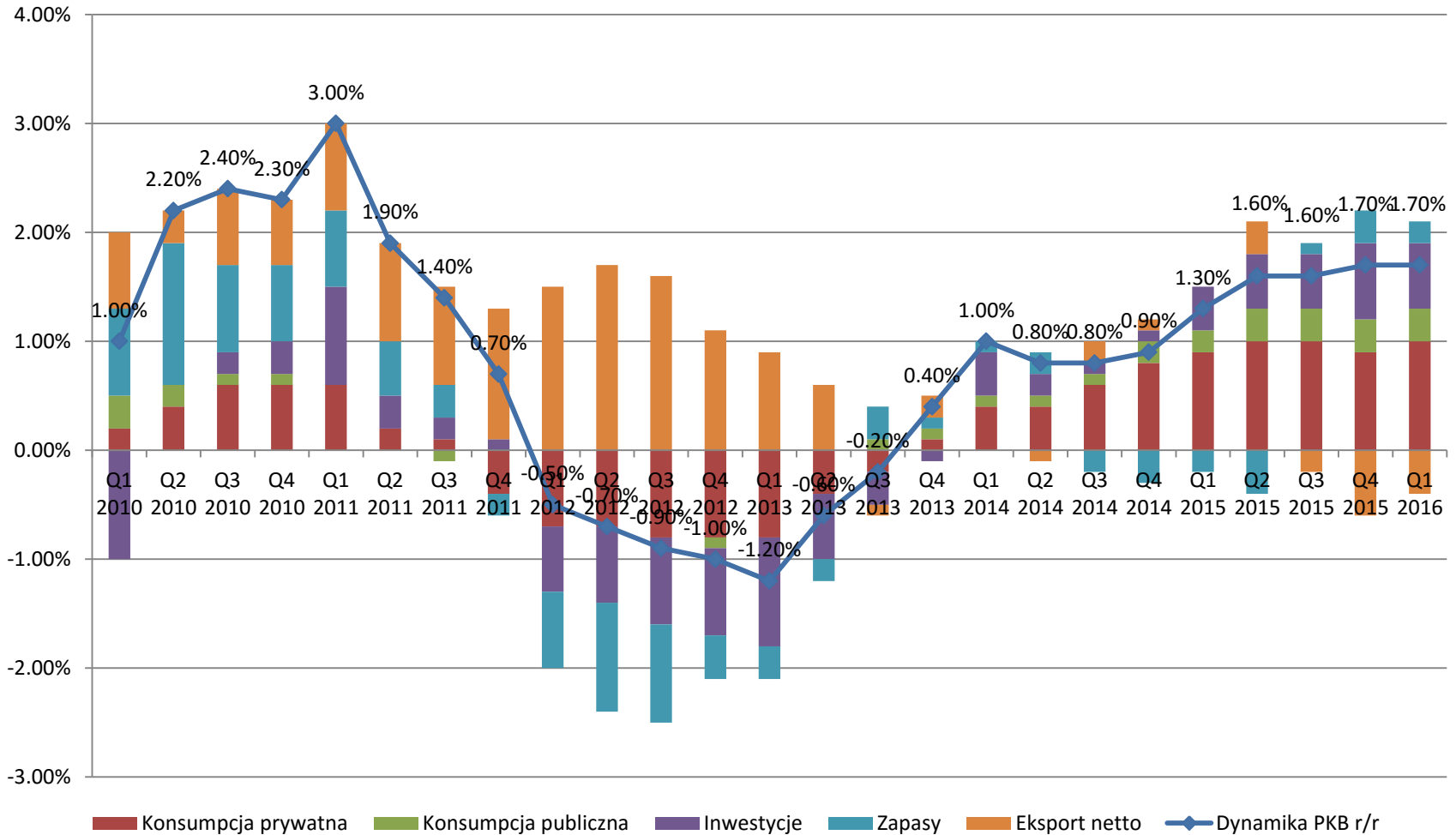
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Analiza i założenia makroekonomiczne – III kwartał 2016

Gospodarki rozwinięte – strefa euro

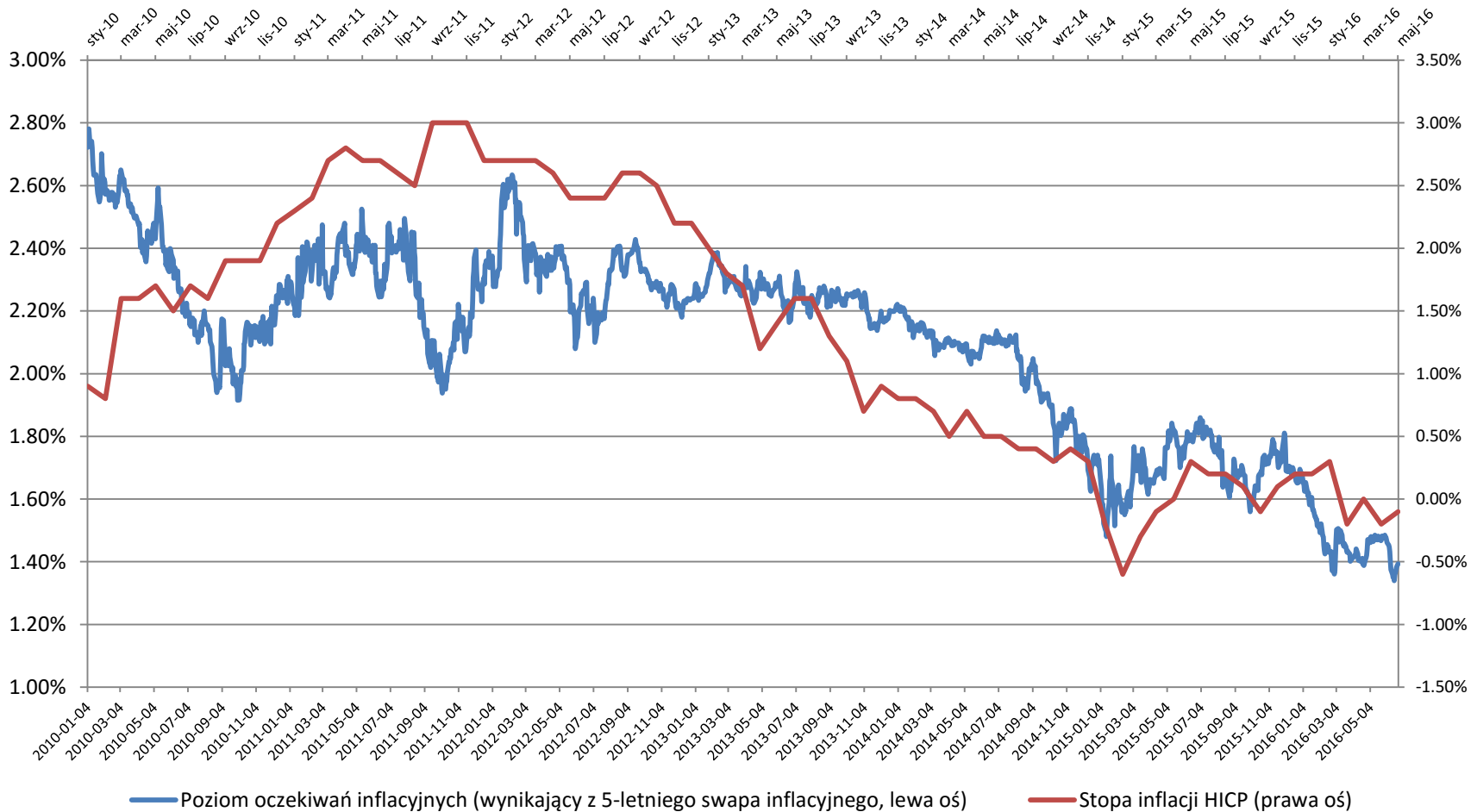
Departament Zarządzania Aktywami

Dynamika i kontrybucje do PKB strefy euro



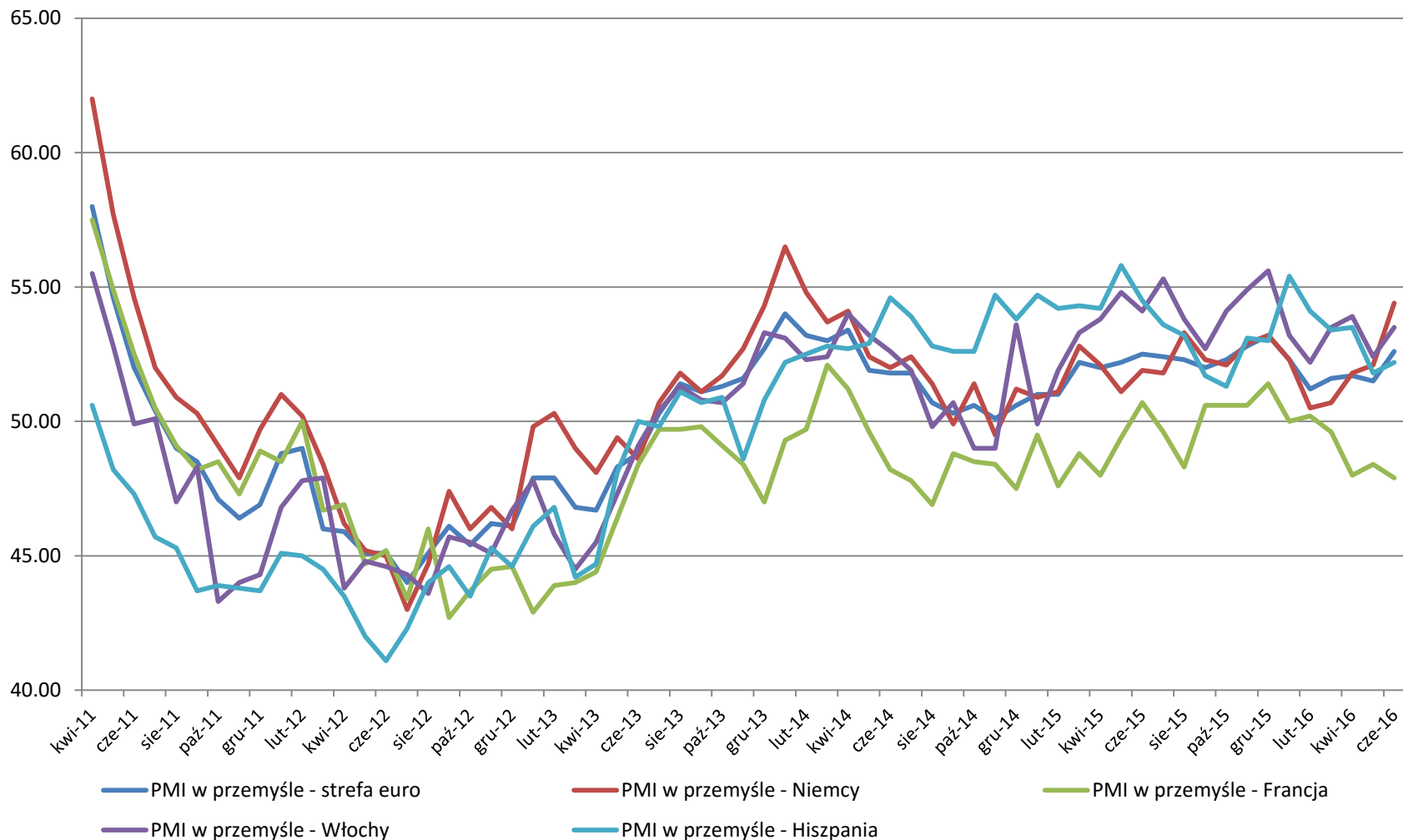
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Inflacja HICP vs oczekiwania inflacyjne w strefie euro



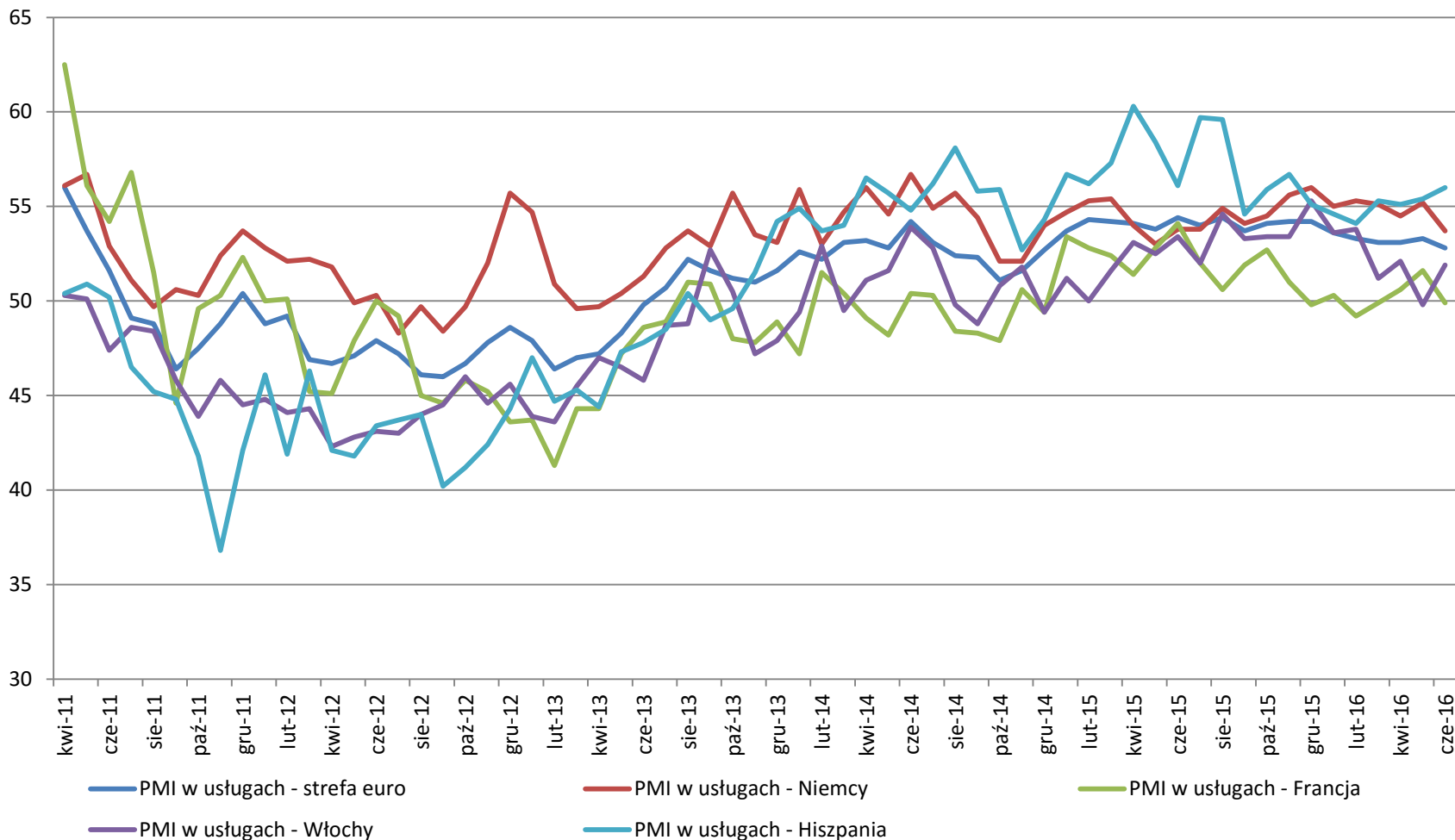
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

PMI w przemyśle w krajach strefy euro



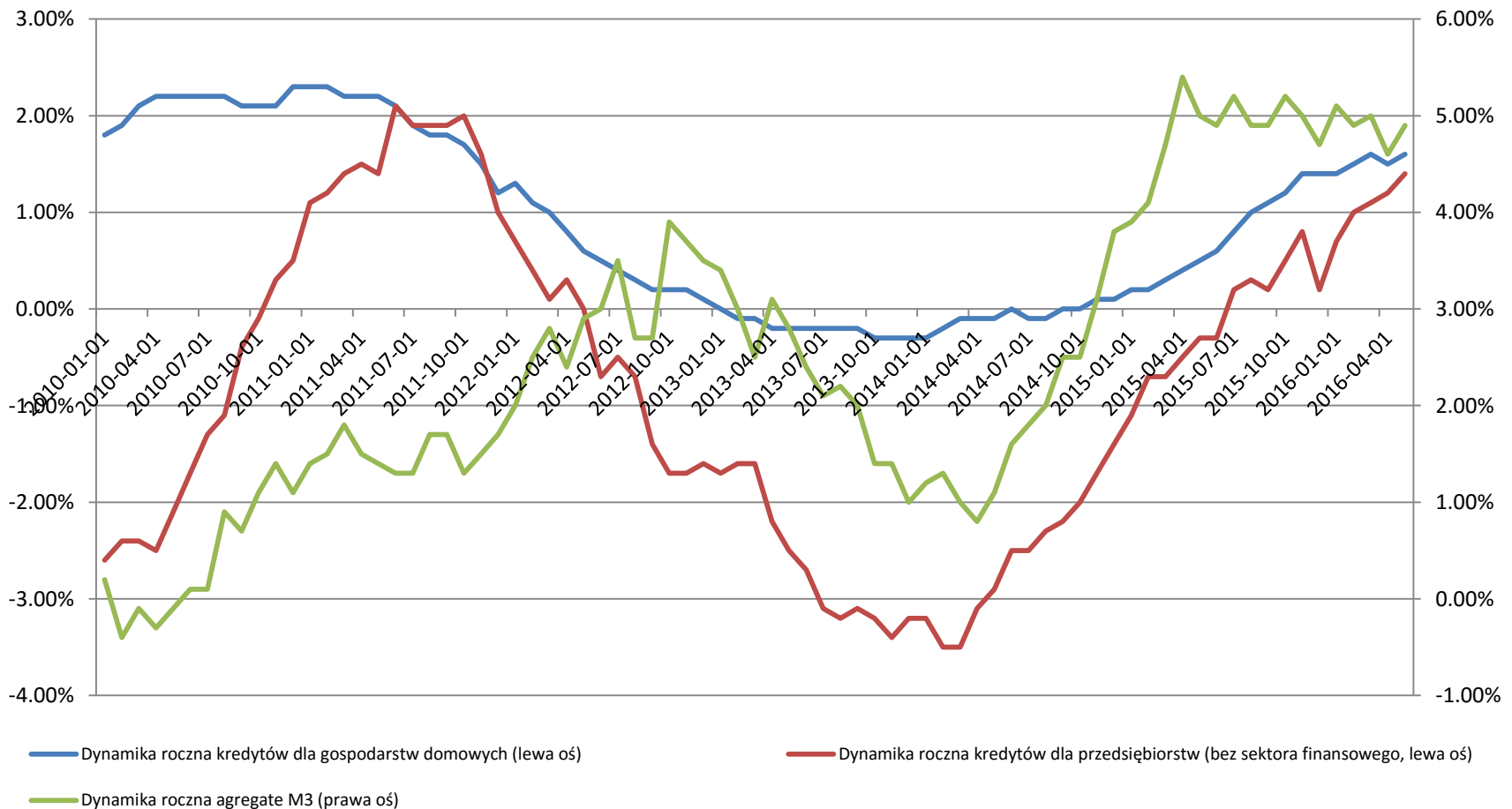
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

PMI w usługach – strefa euro



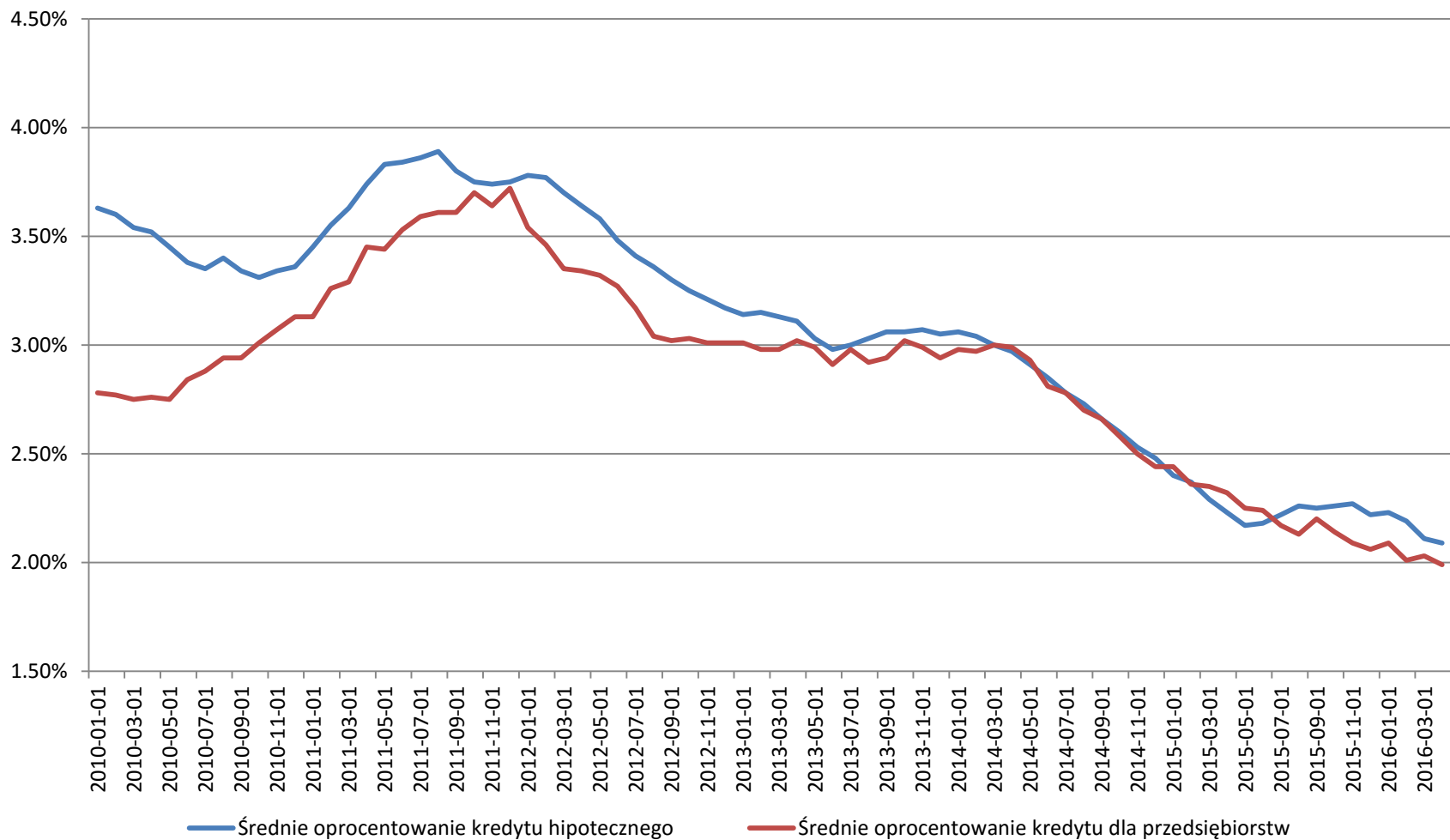
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek kredytów w strefie euro



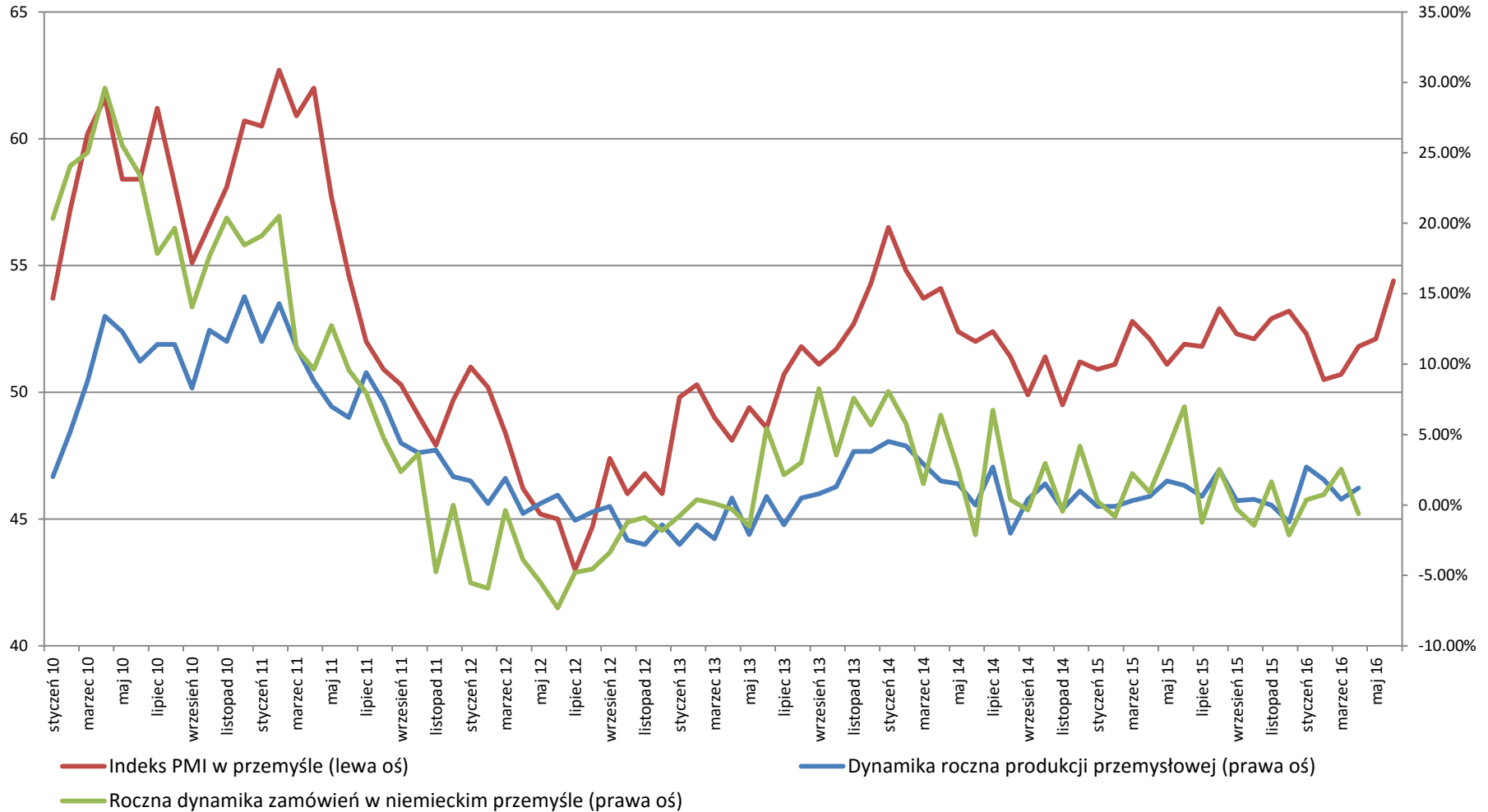
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Koszty kredytów w strefie euro



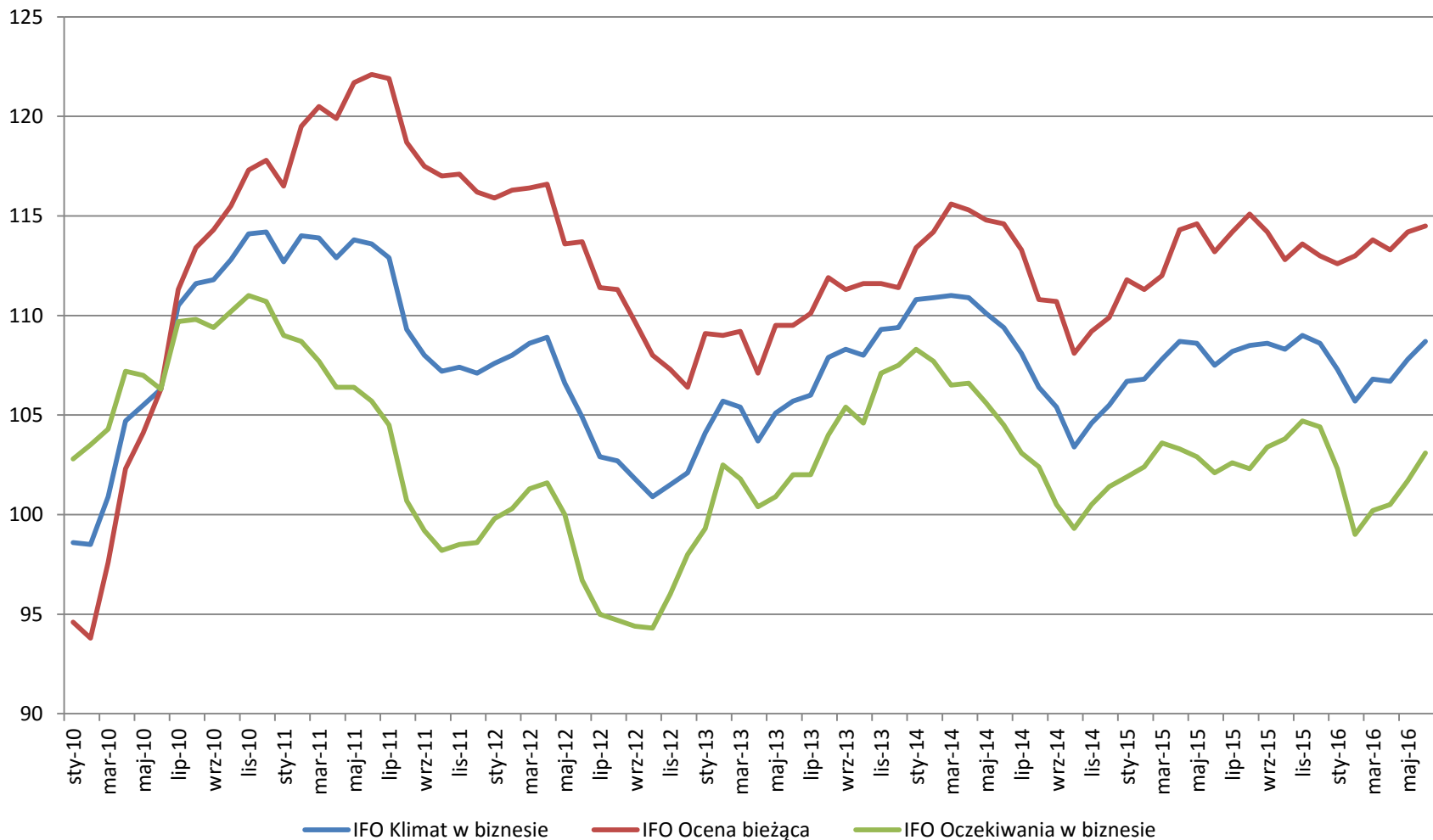
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Wskaźniki aktywności w niemieckim przemyśle



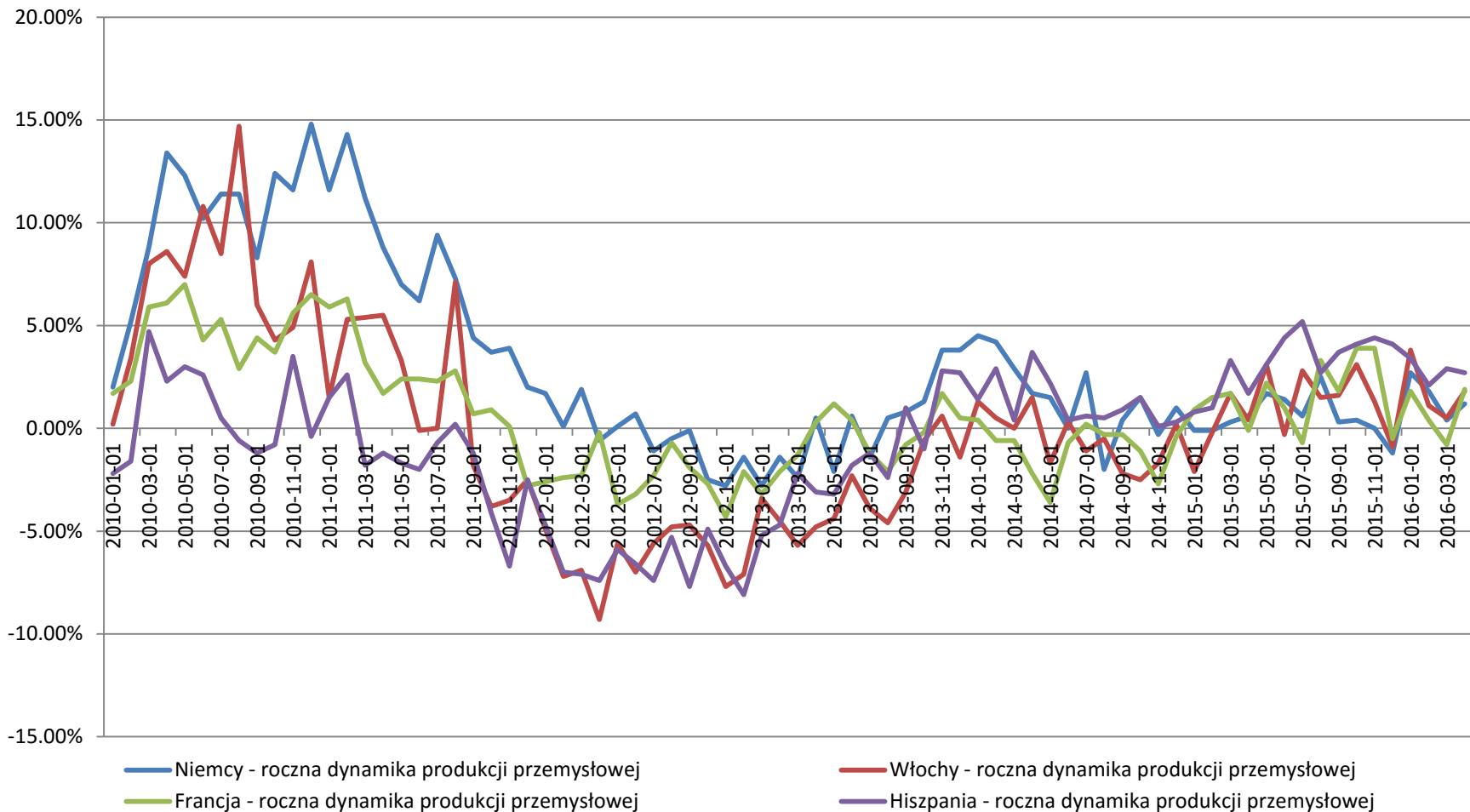
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Sentyment biznesowy – wskaźniki Instytutu Ifo



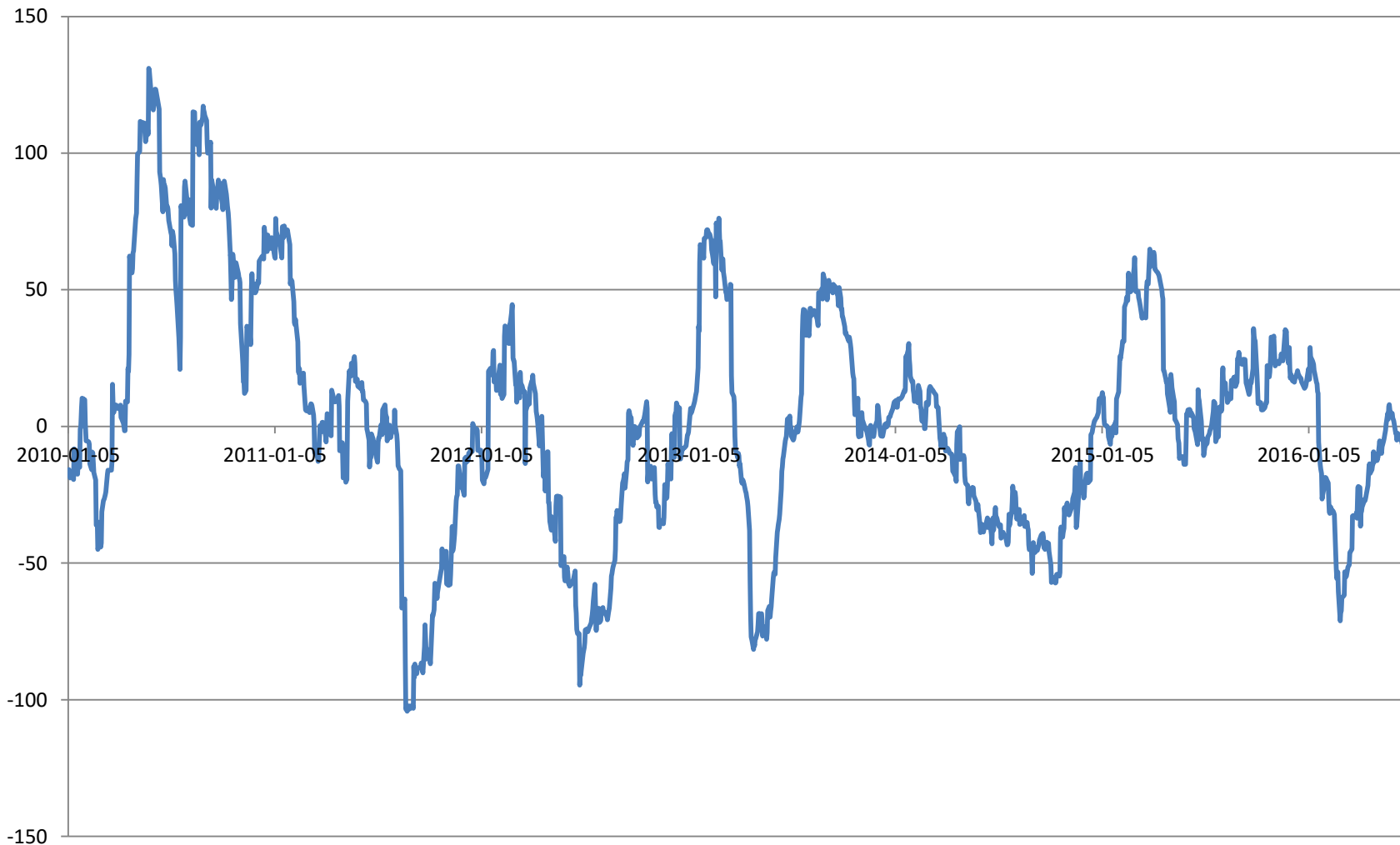
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika produkcji przemysłowej



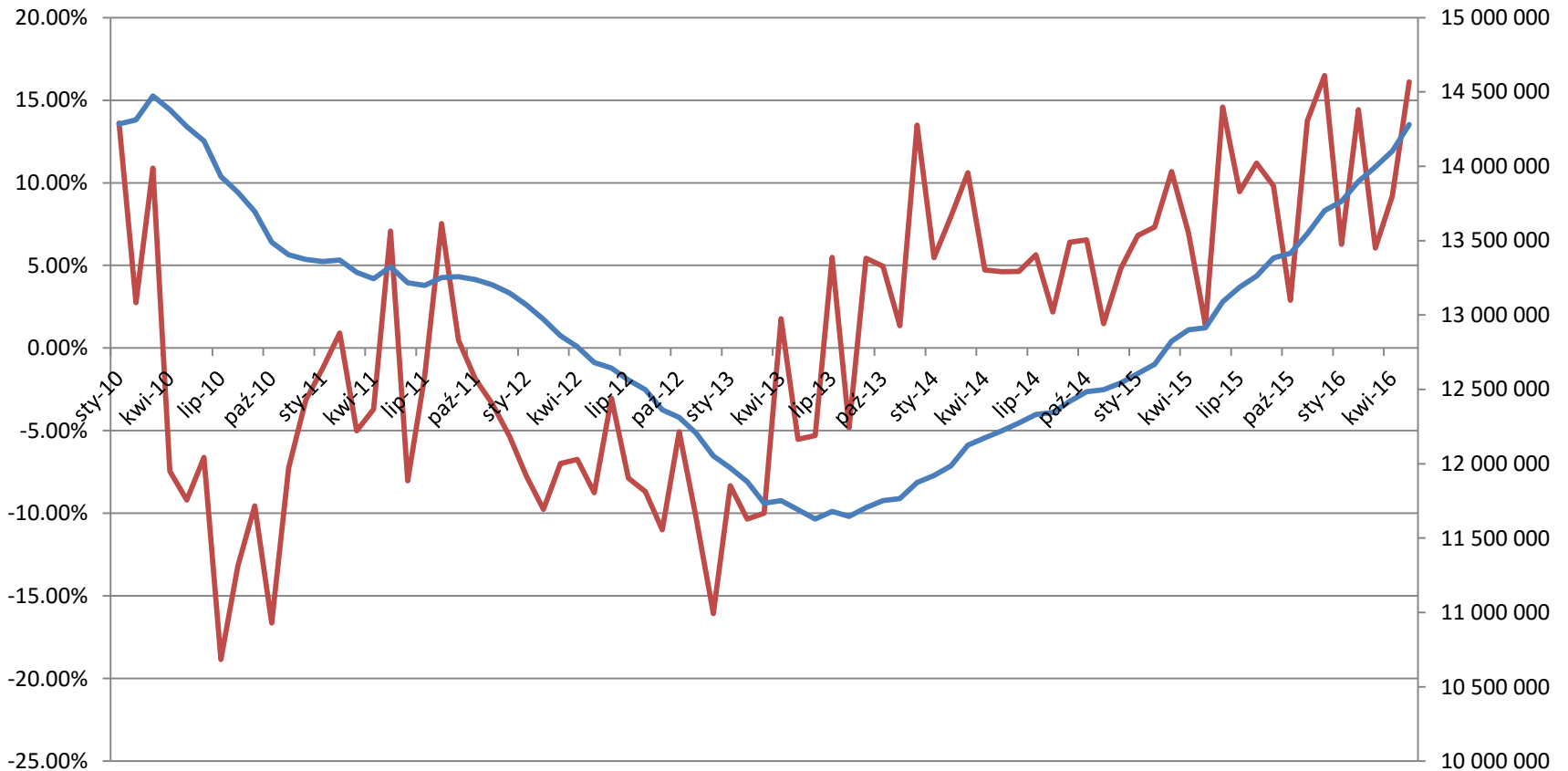
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla strefy euro



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

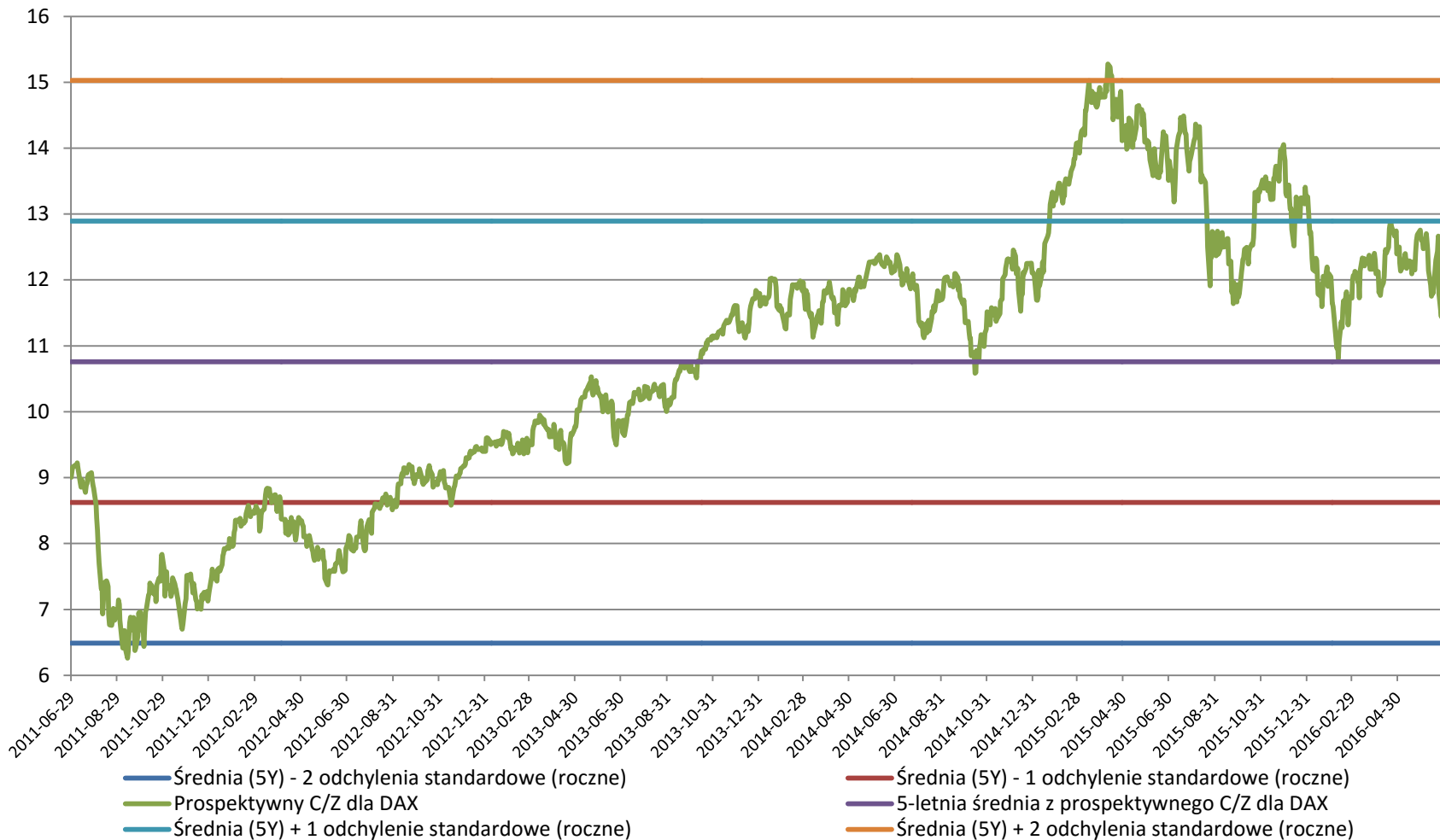
Rynek aut osobowych w UE



— Dynamika roczna rejestracji samochodów osobowych (lewa oś) — Rejestracje samochodów osobowych w UE (skumulowane ostatnie 12M, prawa oś)

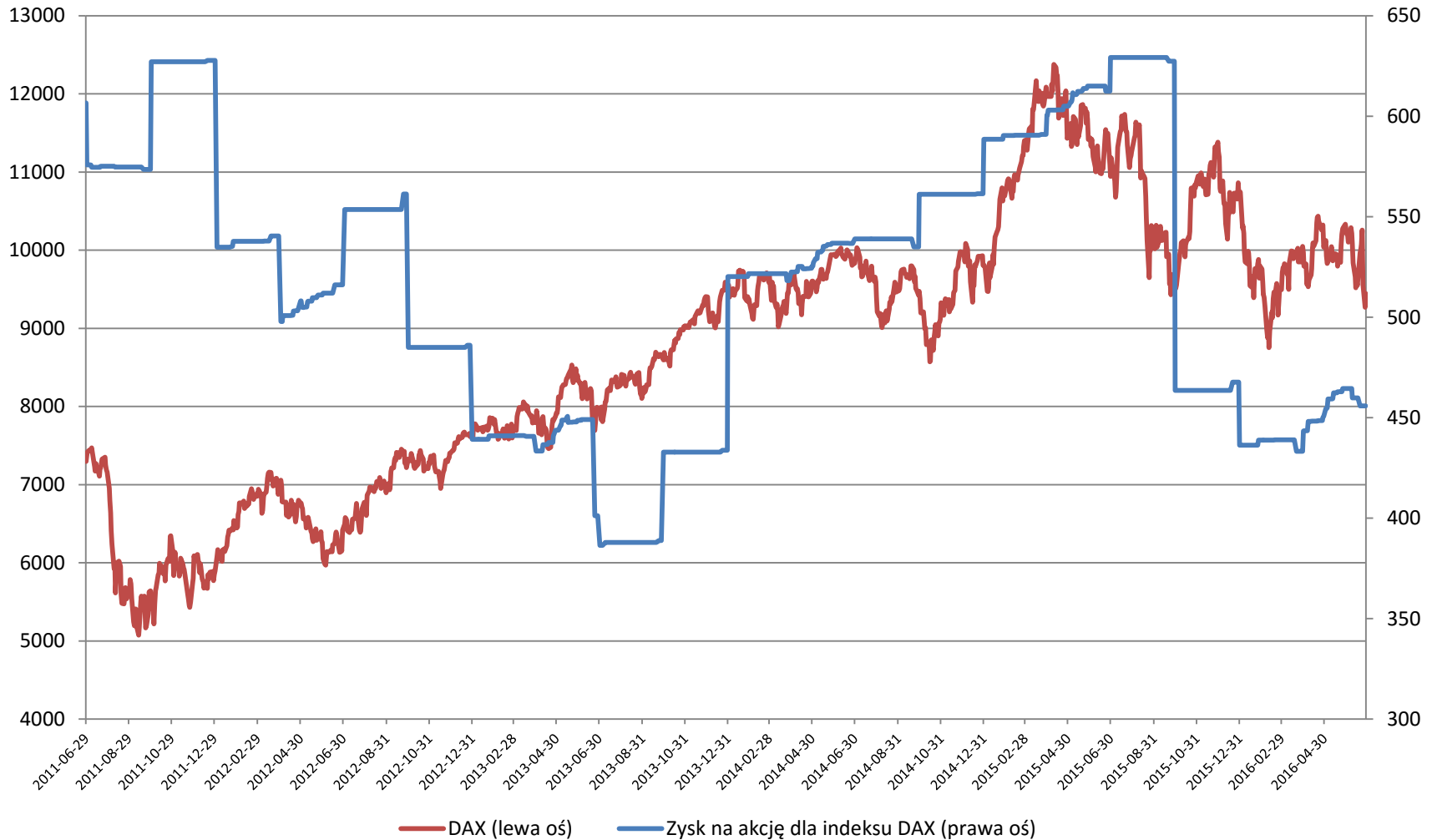
Źródło: ACEA, obliczenia własne.

DAX – prospektywne C/Z historycznie



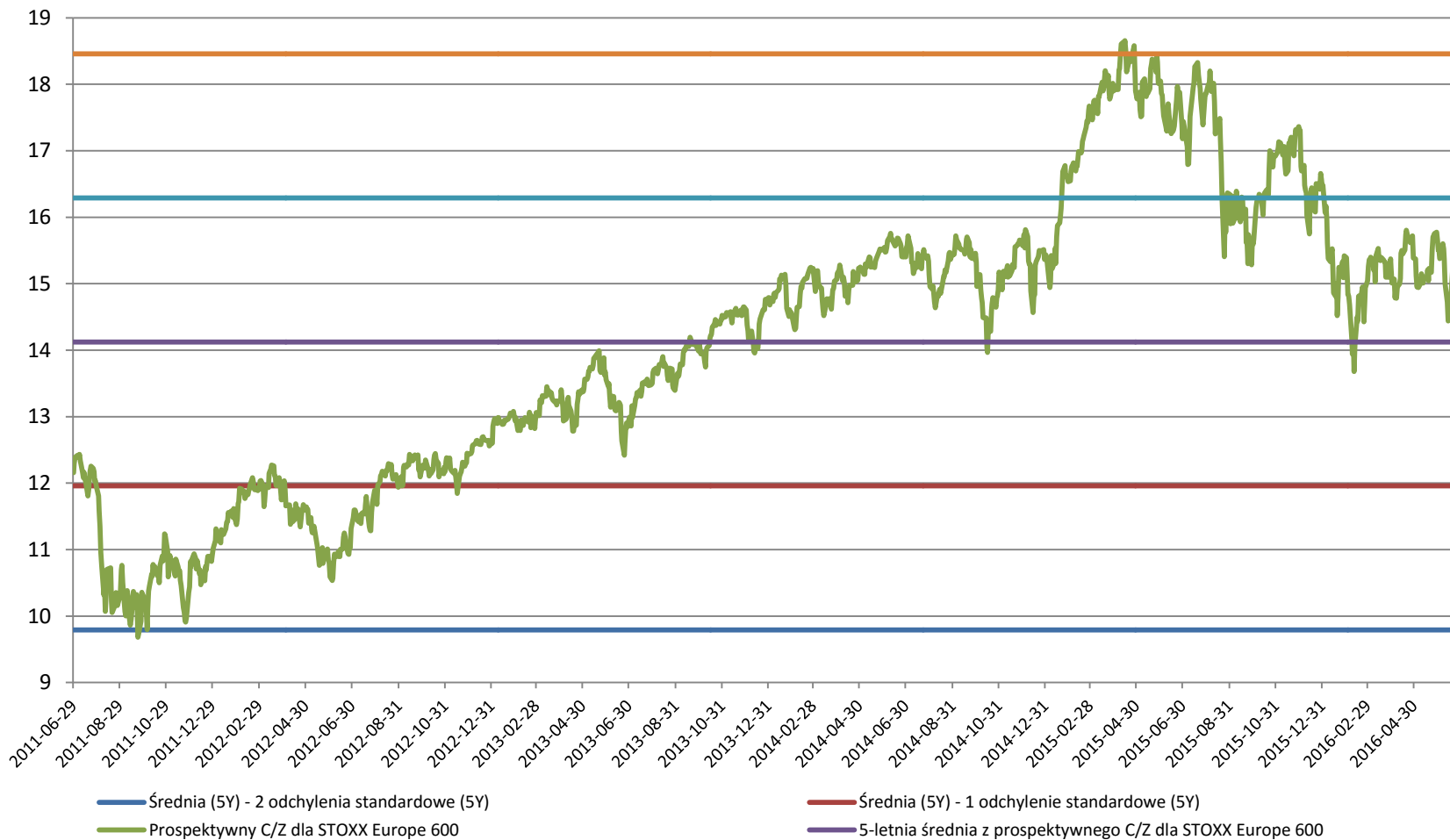
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

DAX vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



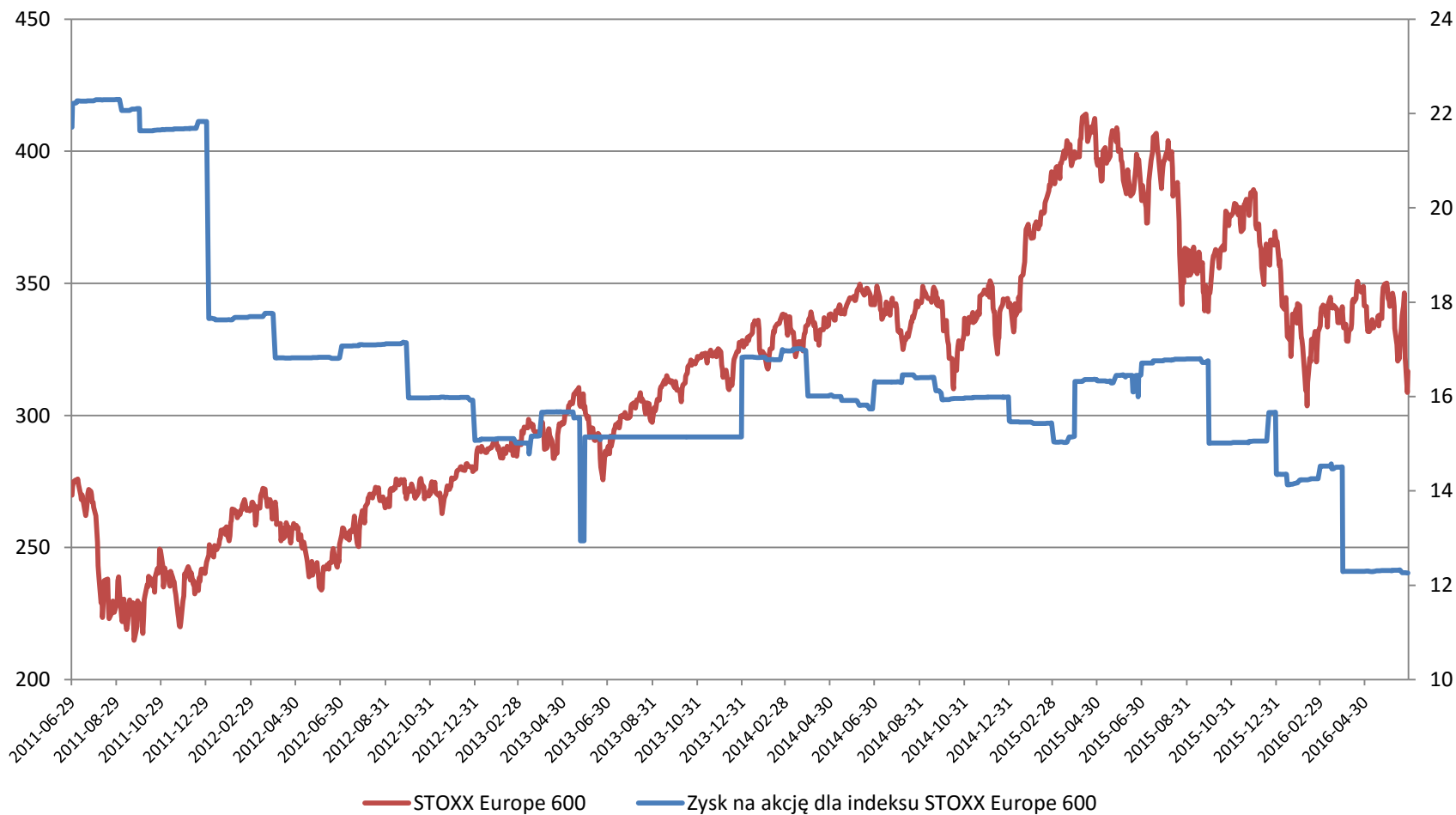
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

STOXX Europe 600 – prospektywne C/Z historycznie



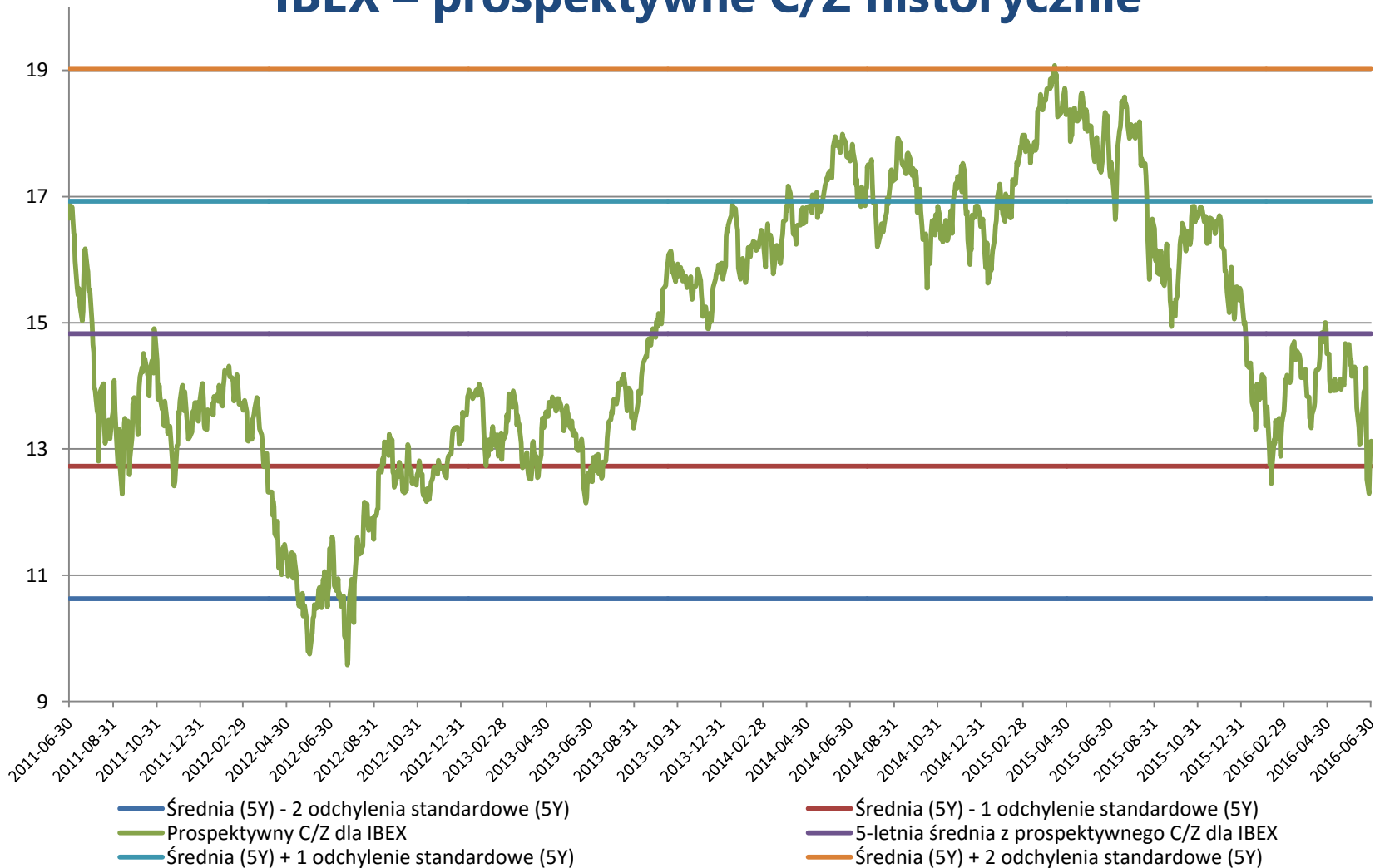
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

STOXX Europe 600 vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



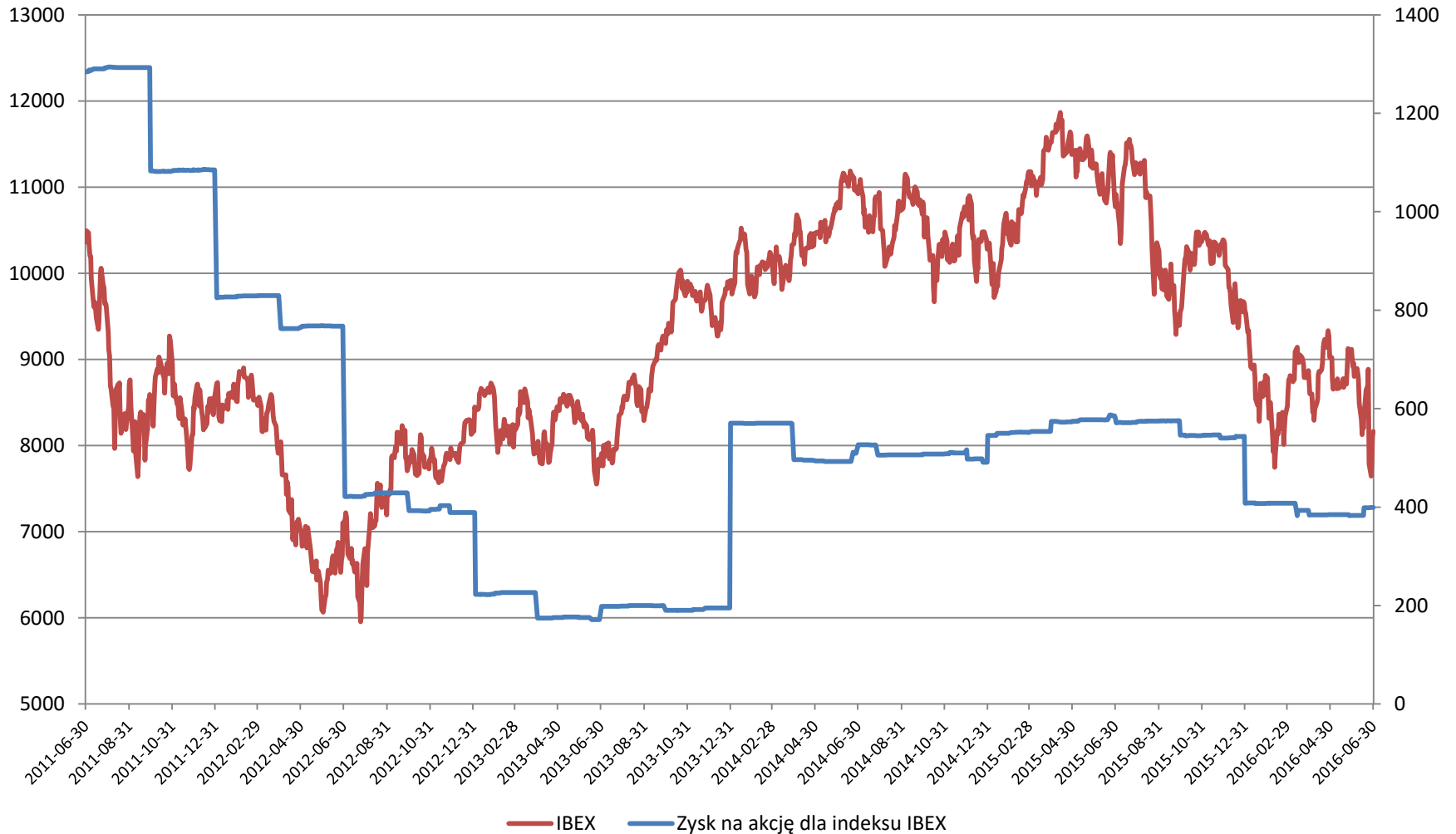
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

IBEX – prospektywne C/Z historycznie



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

IBEX vs oczekiwany w 12M zysk na akcję



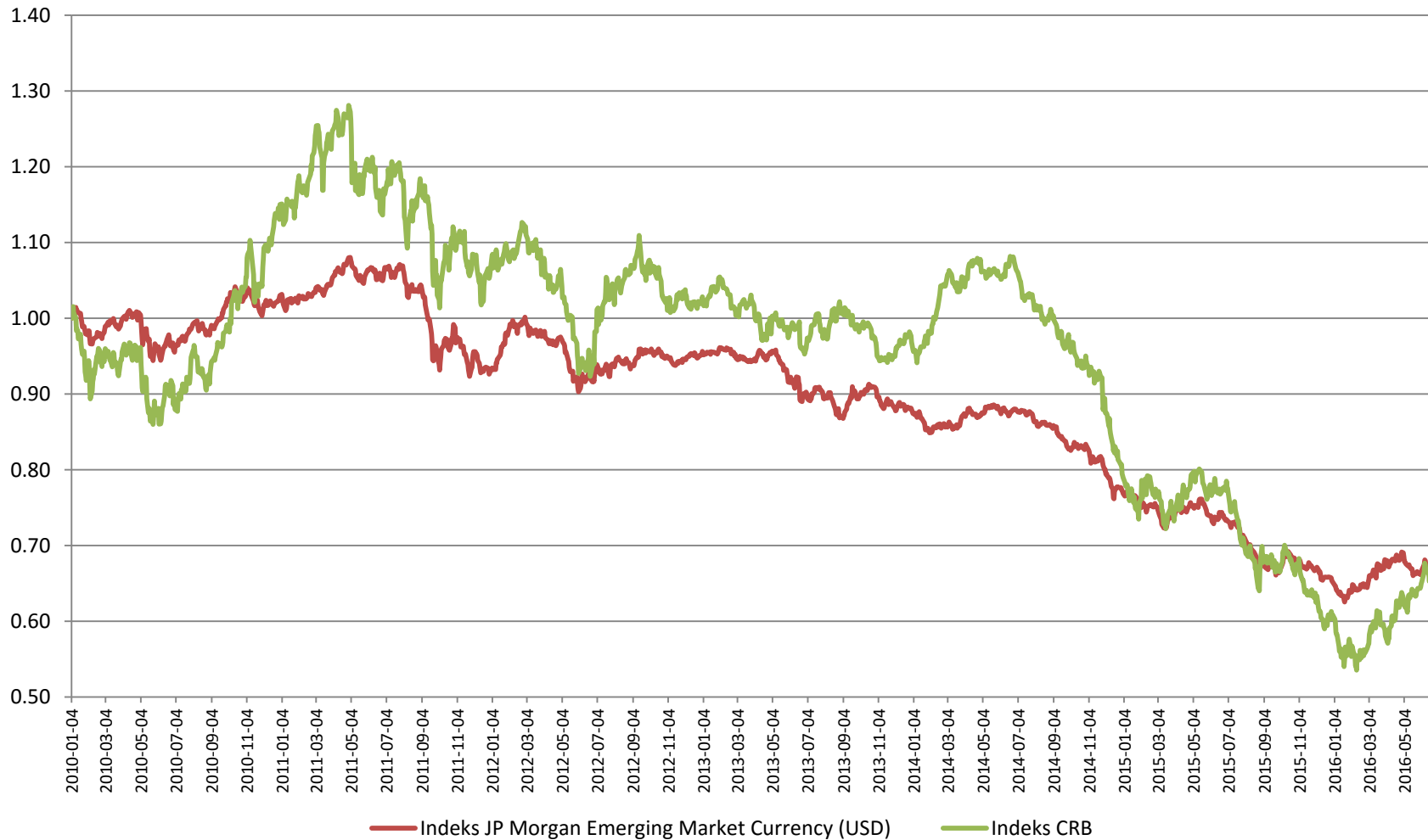
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Analiza i założenia makroekonomiczne – III kwartał 2016

Chiny, Polska, Indie, Brazylia, Rosja

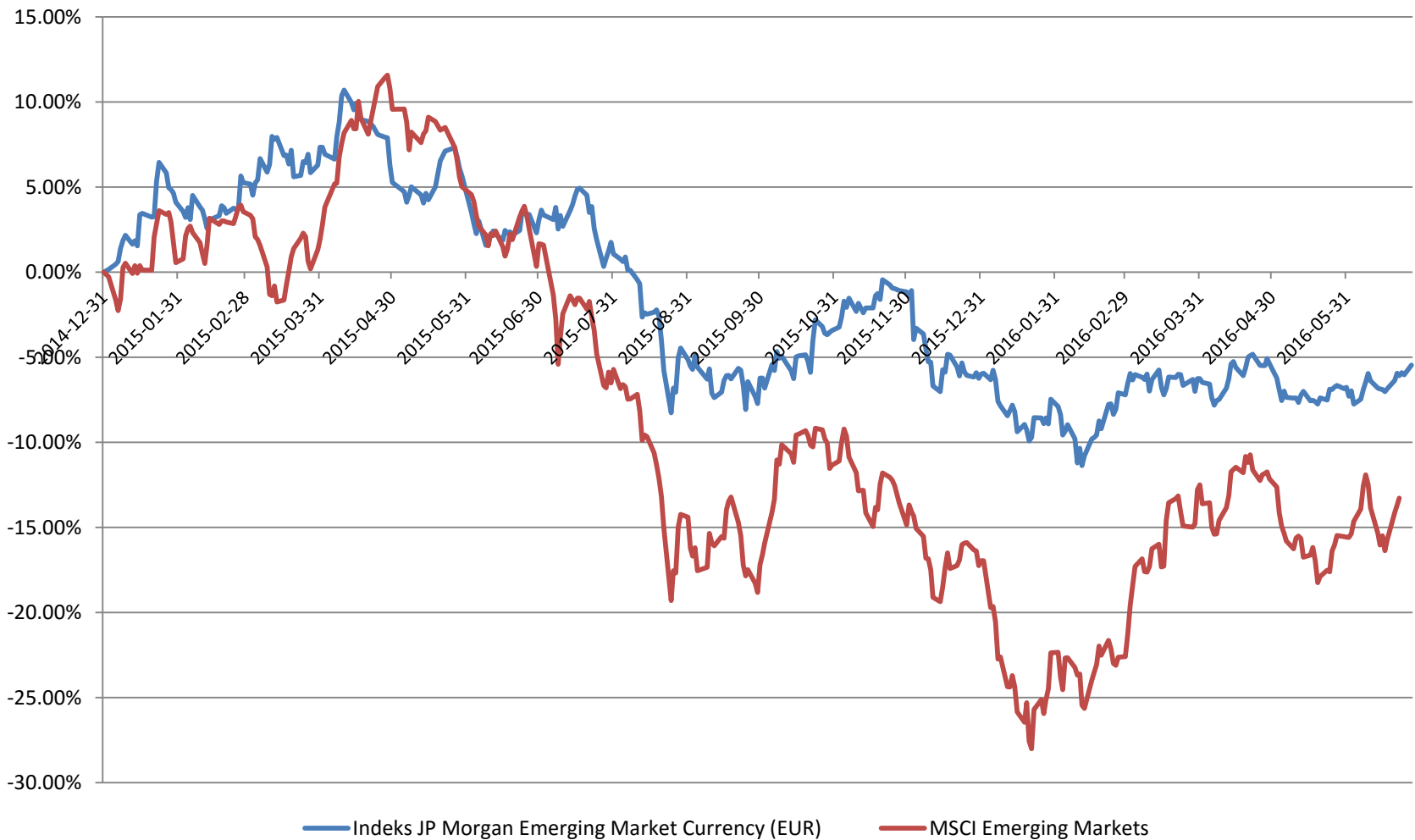
Departament Zarządzania Aktywami

Rynki surowcowe vs waluty rynków wschodzących



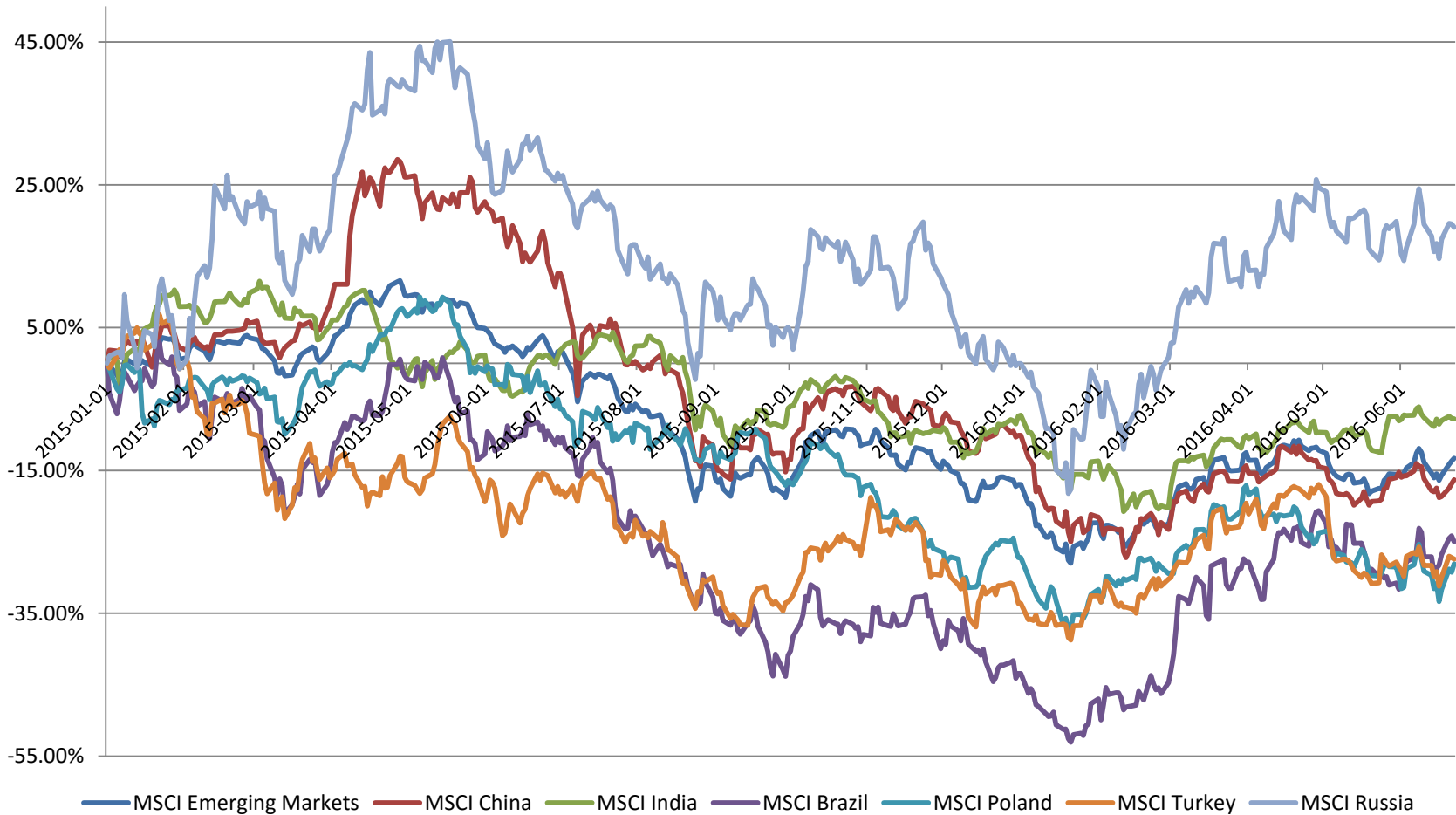
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

MSCI EM vs waluty krajów rozwijających się



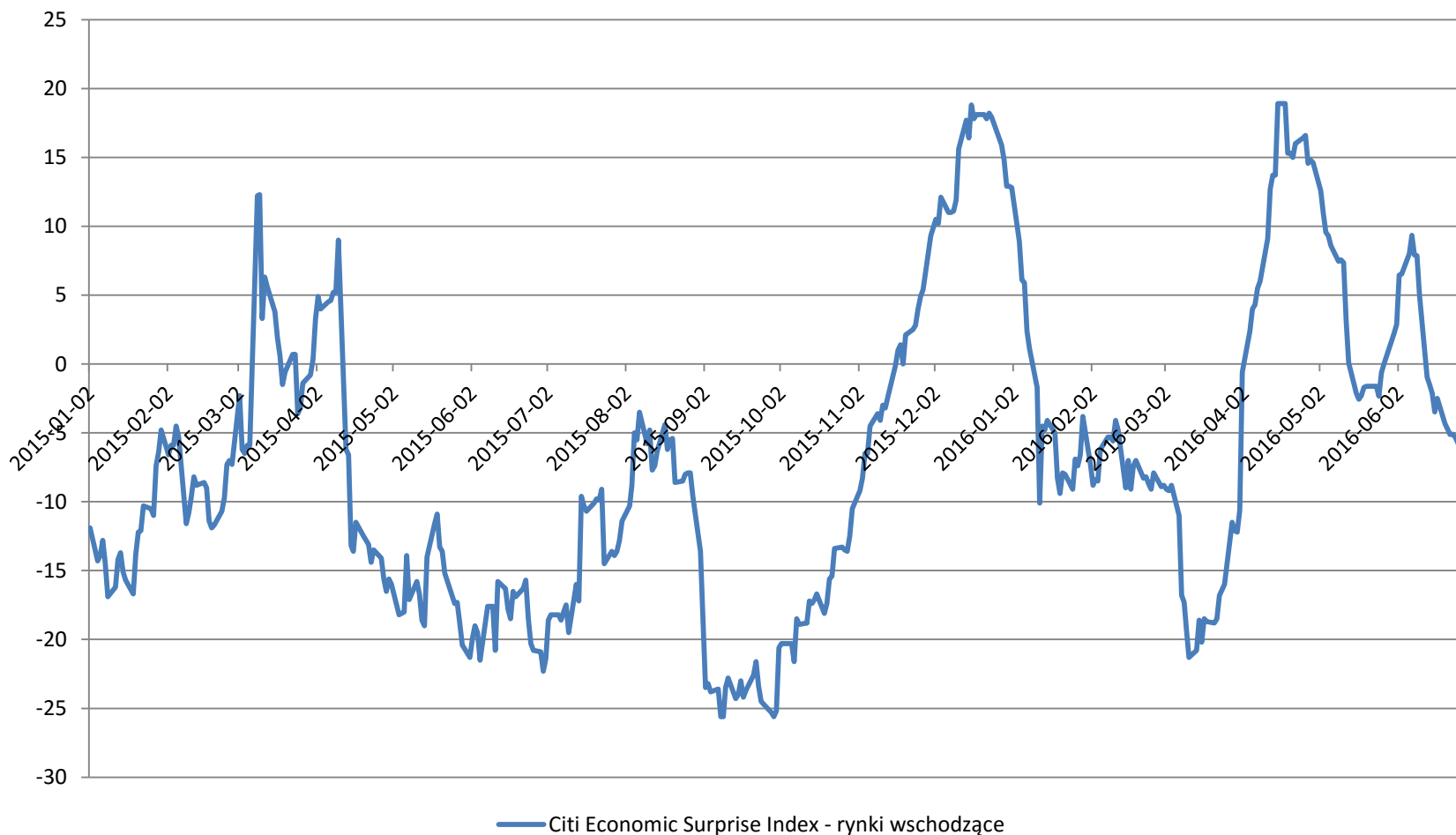
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Zachowanie wybranych rynków akcji w grupie *emerging markets*



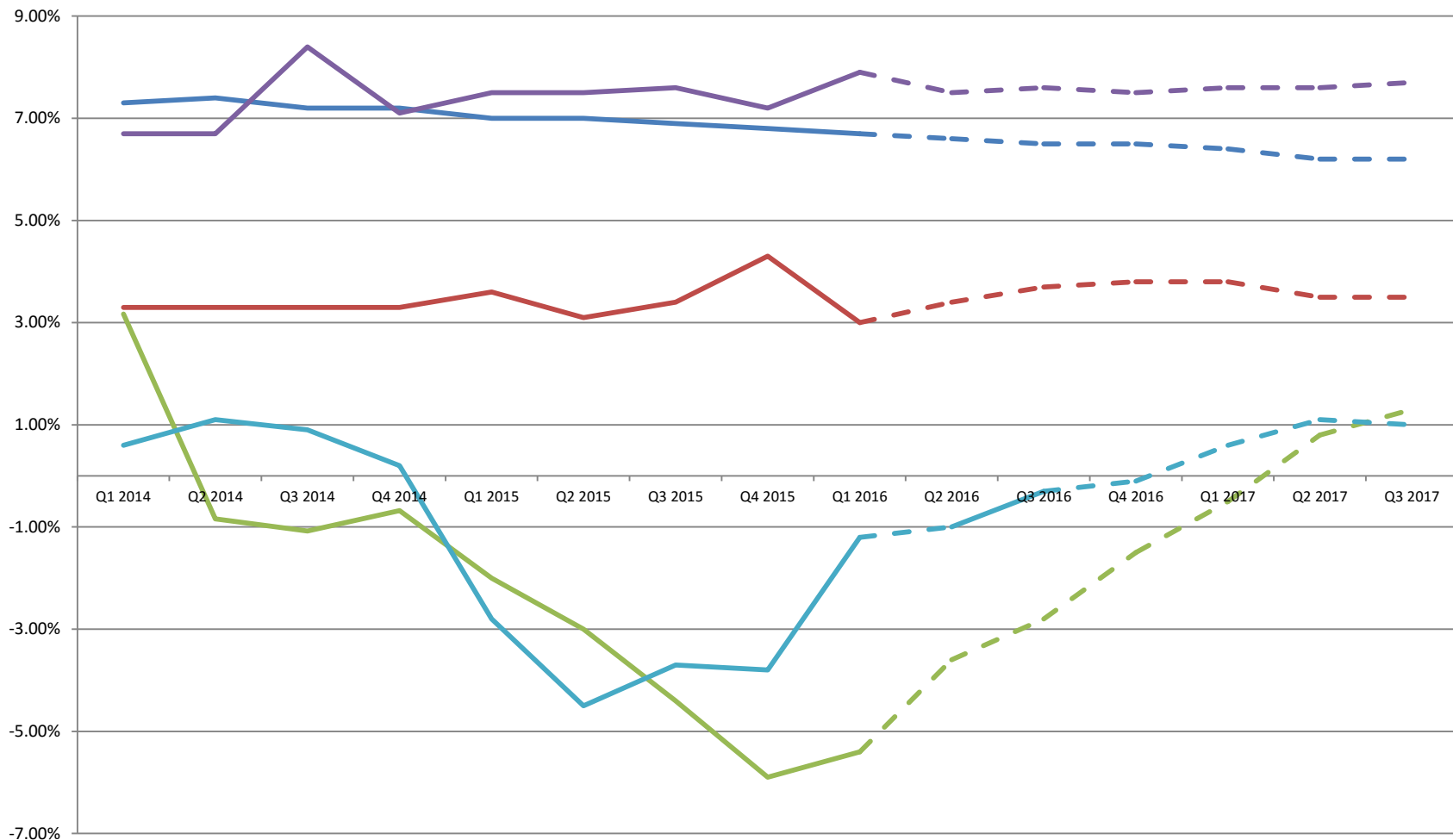
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla rynków wschodzących



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

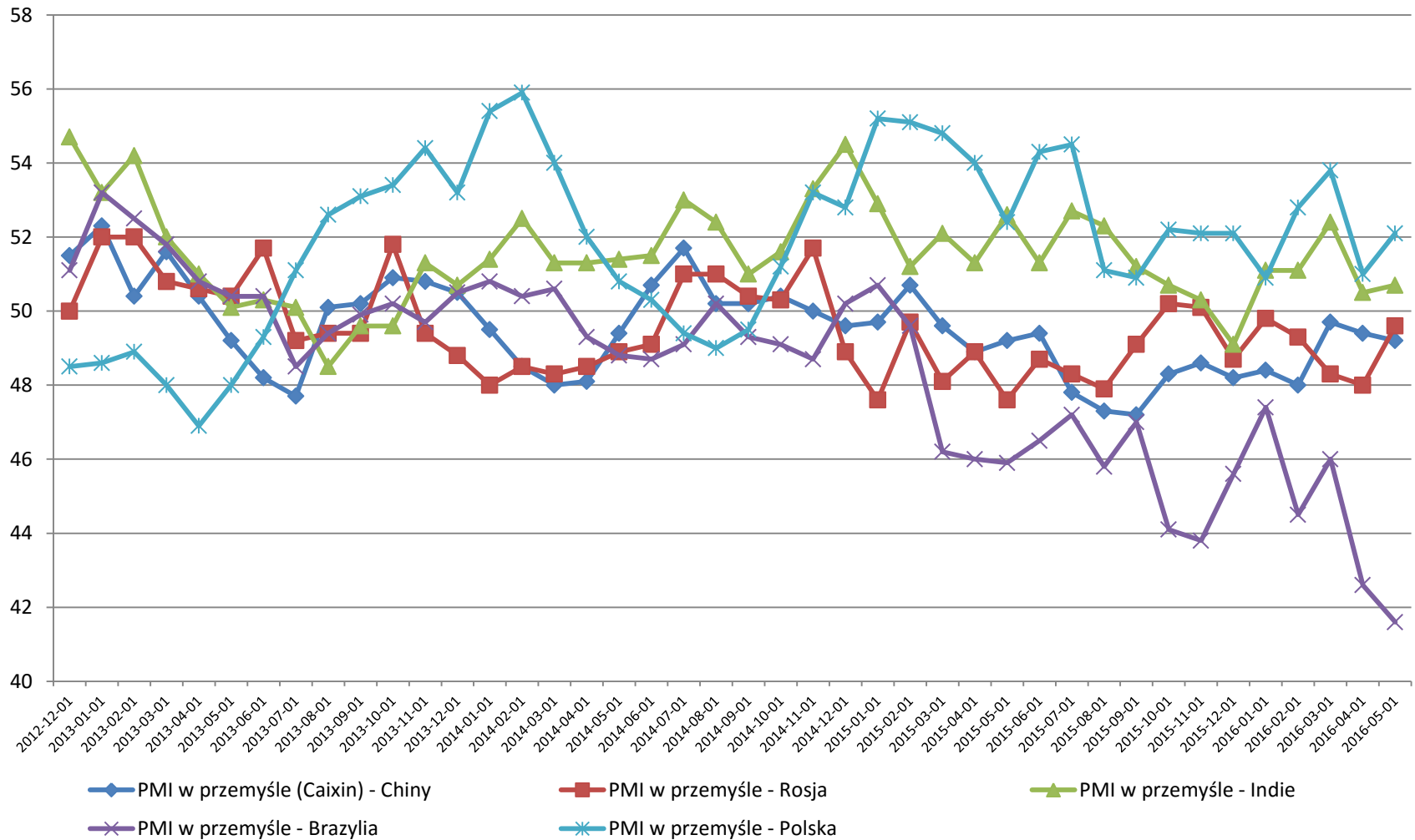
Dynamiki roczne PKB w krajach rozwijających się



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

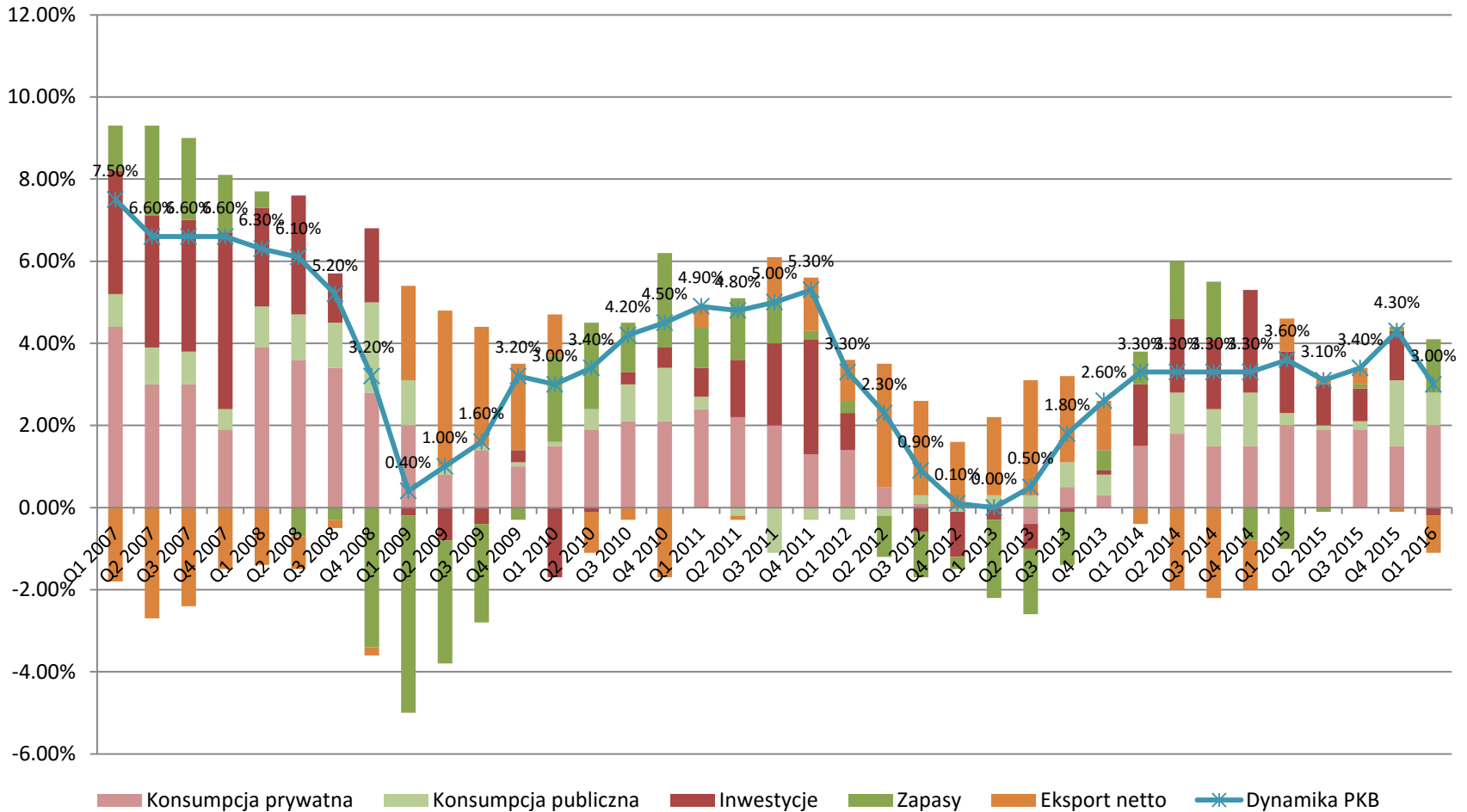
— Chiny — Polska — Brazylia — Indie — Rosja

Indeksy PMI w przemyśle dla gospodarek rozwijających się



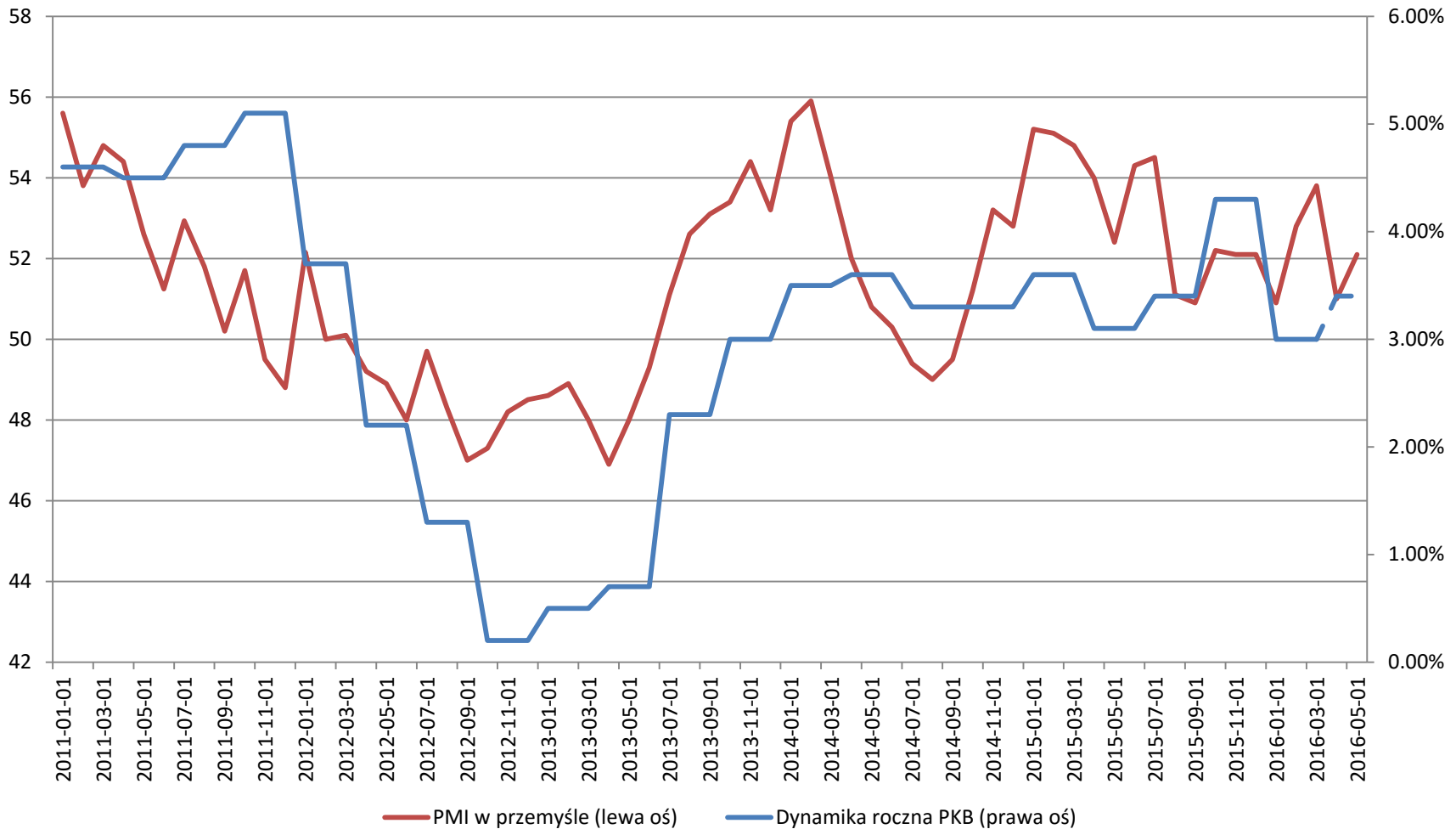
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika PKB Polski + kontrybucje do wzrostu gospodarczego



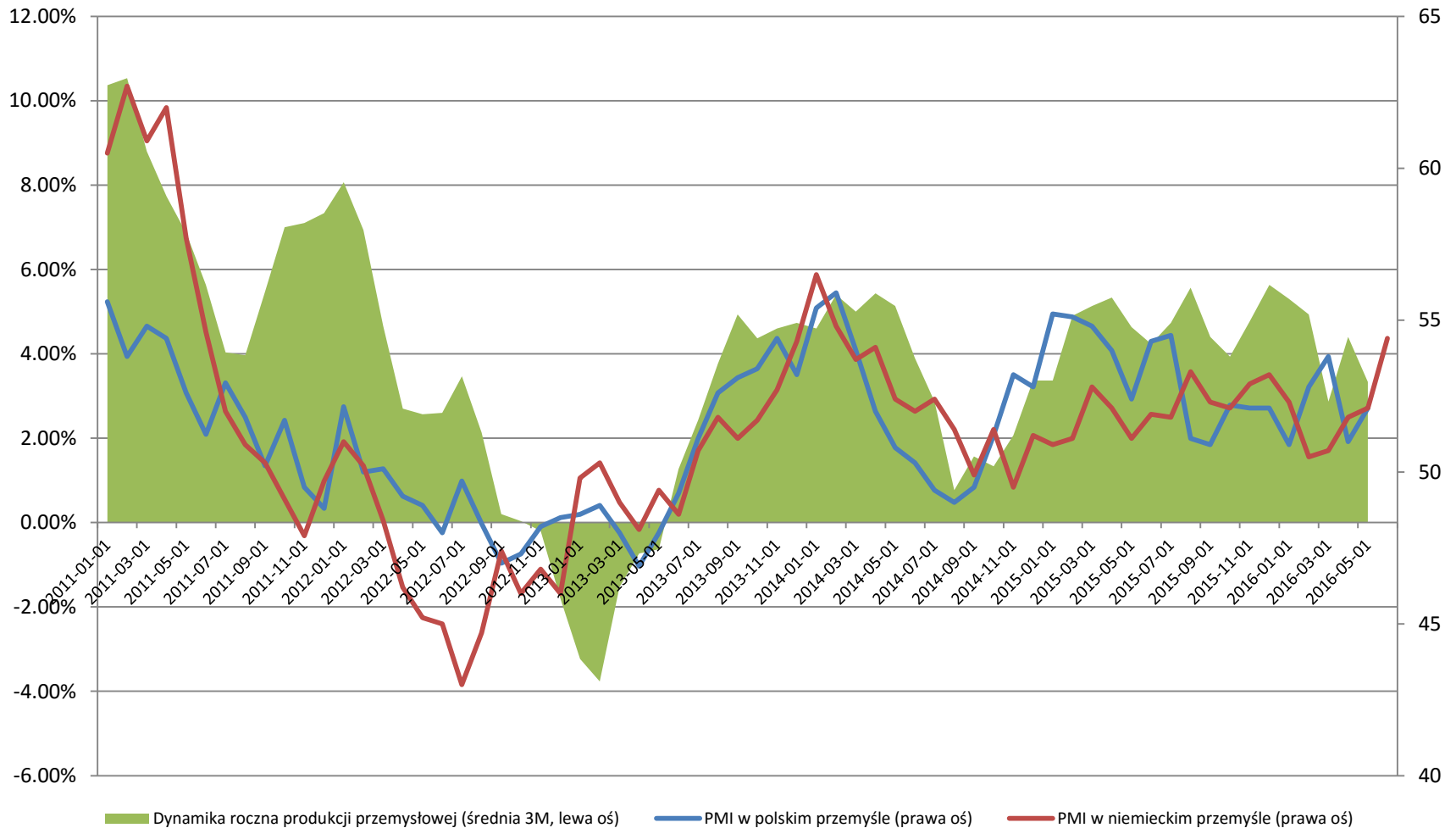
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika PKB w Polsce vs PMI w przemyśle



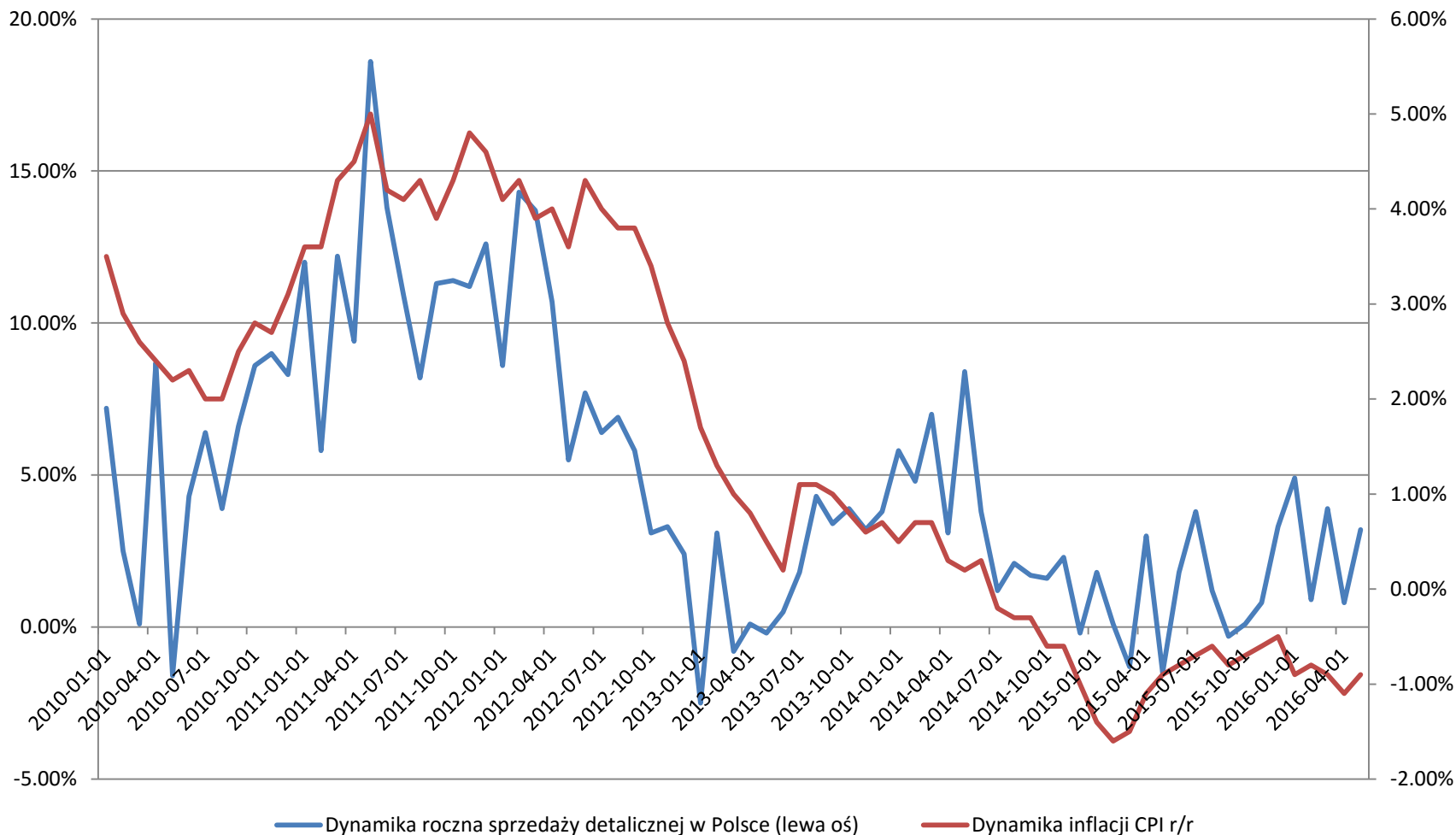
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Produkcja przemysłowa vs PMI w przemyśle polskim i niemieckim



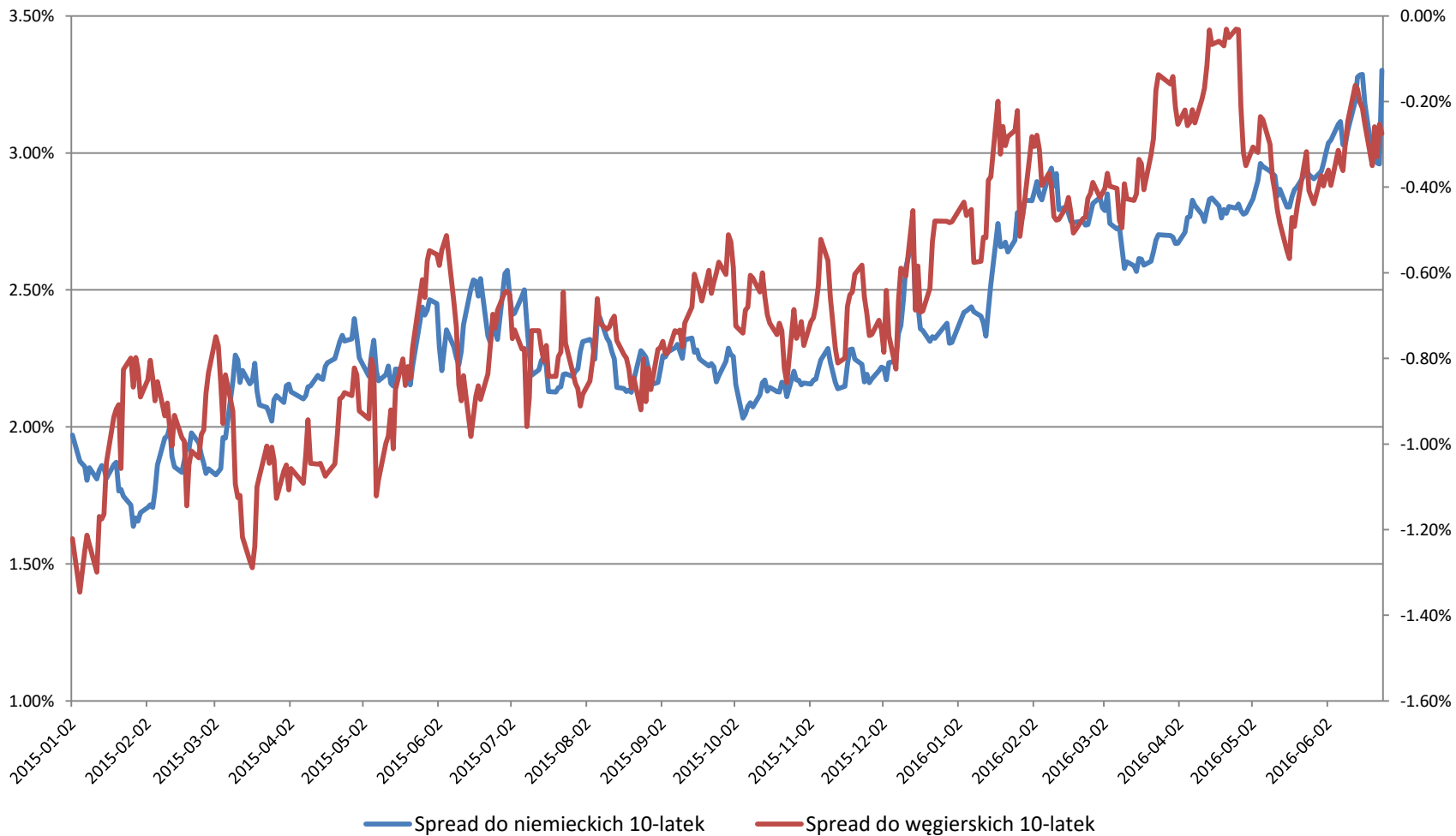
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

Polska – sprzedaż detaliczna vs inflacja CPI



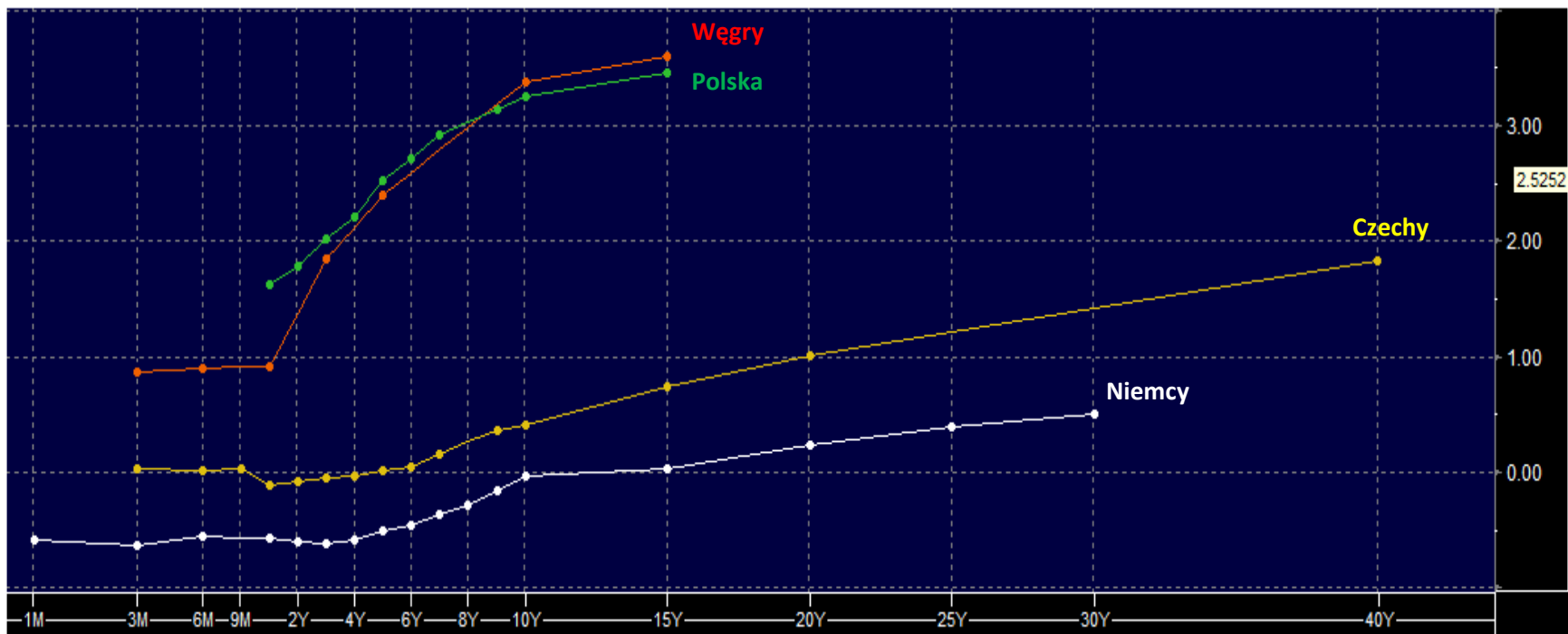
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Rynek obligacji



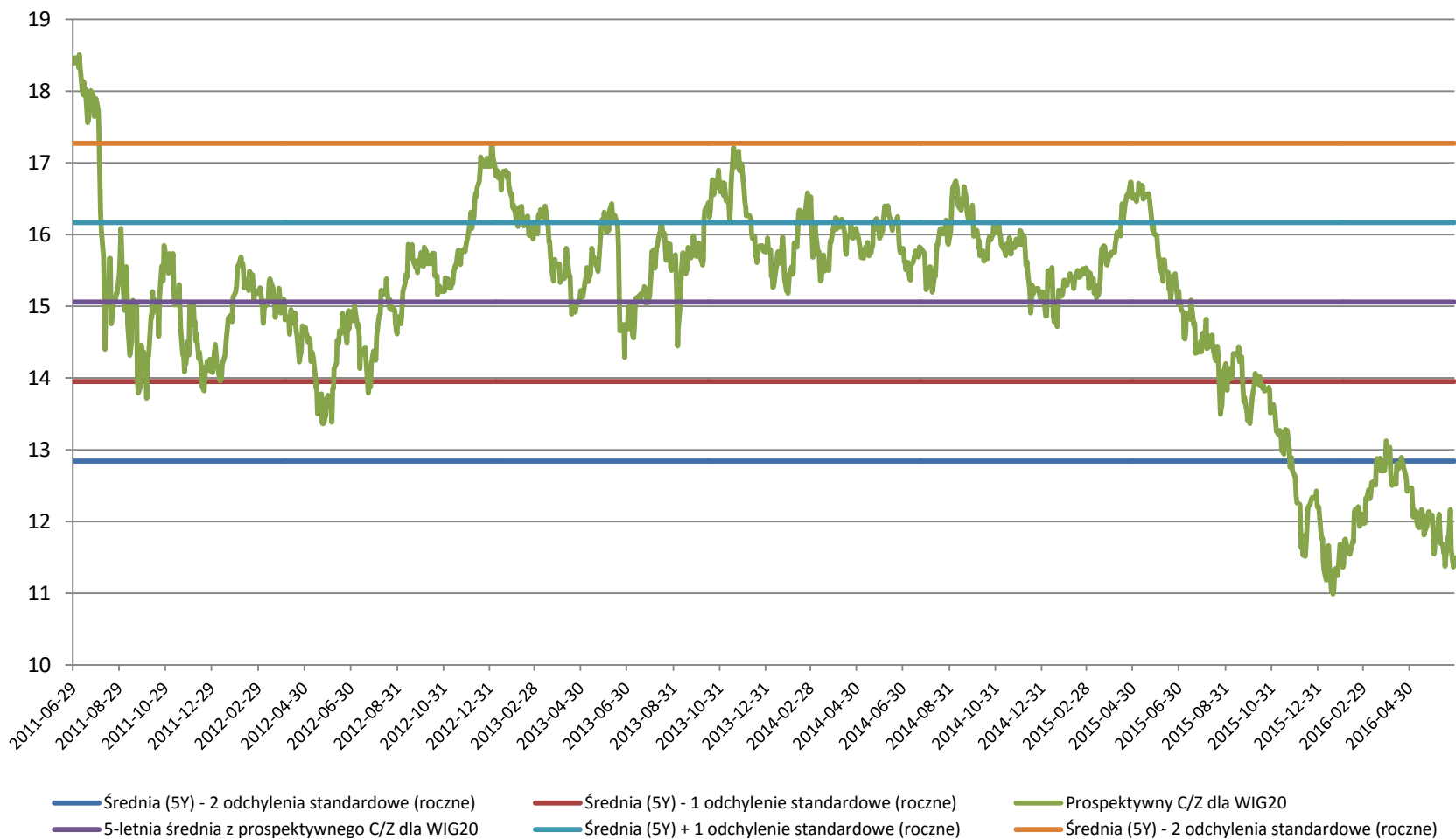
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Kształt i położenie krzywych rentowności państw w regionie



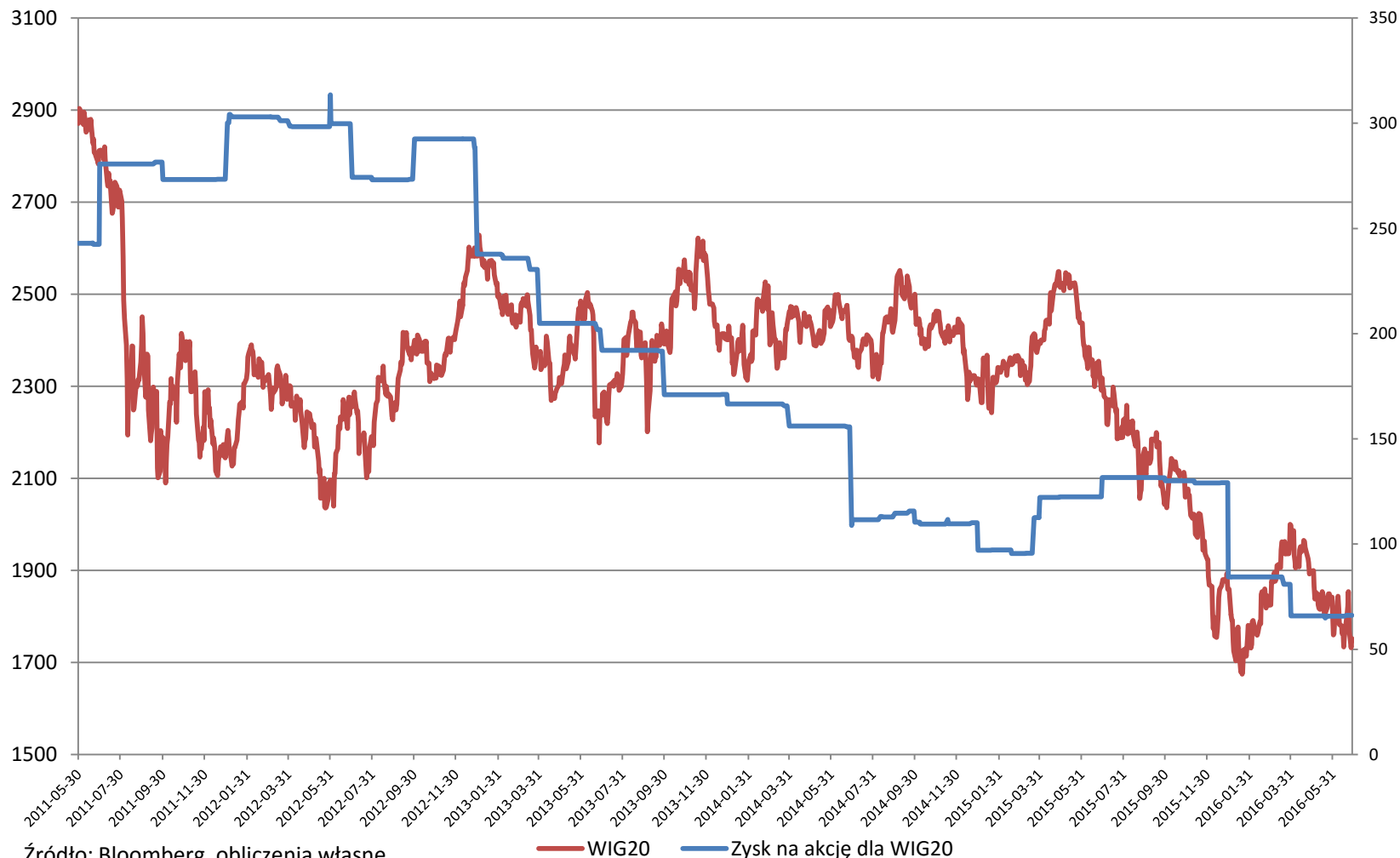
Źródło: Bloomberg, dane na 16/06/2016

C/Z dla WIG20 historycznie



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

WIG20 vs zysk na akcję dla WIG20



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59. 00 – 120 Warszawa.
Tel.: +48 22 27 66 200 / +48 22 27 66 201. Fax: +48 22 27 66 202

„II reforma” OFE - założenia

1. Wicepremier Mateusz Morawiecki ogłosił 4 lipca plany reformy emerytalnej, która zakłada:
 - przeniesienie 25% aktywów netto OFE do Funduszu Rezerwy Demograficznej, *de facto* pod zarządzanie przez Polski Fundusz Rozwoju
 - transfer 75% aktywów netto OFE na Indywidualne Konta Emerytalne, zarządzane przez nowopowstałe TFI (na gruzach poprzednich PTE)
2. Powyższe wagi biorą się wprost ze struktury portfeli OFE na koniec maja 2016 r.: 25% oznacza wartość wszystkich aktywów z wyłączeniem akcji notowanych na GPW tj. pozostałe 75% oznacza wartość akcji notowanych na GPW.
3. Założenia te oznaczają faktyczne unicestwienie II filara na rzecz rozwiązania III-filarowego.

„II reforma” OFE - komentarz

1. Naszym zdaniem założenie o przekazaniu 35 mld zł do FRD jest zbyt optymistyczne. W tej kwocie niespełna 10 mld zł to jest gotówka, a kolejne ok. 10 mld zł to akcje spółek zagranicznych i te aktywa można uznać za płynne. Natomiast reszta to m.in. obligacje korporacyjne, listy zastawne itp., często niepubliczne, więc ich wartość rynkowa może być niższa od bilansowej.
2. Na gruncie prawnym nie jest jasne jak rząd chce prywatne PTE przekształcić w zupełnie inne podmioty tj. TFI.
3. Nie zostało wyjaśnione skąd PTE/TFI mają mieć środki na „suwak”, jeśli mają im zostać zabrane wszystkie aktywa.
4. Gruntownych zmian wymagałaby ustawa o IKE, która zakłada roczne limity wpłat na IKE. Przeniesienie aktywów OFE na IKE oznacza ogromną dyspersję w kwocie takich transferów, więc *de facto* może się okazać konieczne wyłączenie limitu wpłat na IKE.
5. Jeśli IKE mają być zarządzane przez TFI, to jest to działalność maklerska polegająca na zarządzaniu portfelami instrumentów finansowych, a więc każdy podmiot wymagałby osobnego zezwolenia od KNF. Dodatkowo, zarządzanie portfelami wymaga zupełnie innej infrastruktury technologicznej i raportowej aniżeli zarządzanie funduszem emerytalnym. Obecnie PTE w zerowym stopniu są na to przygotowane, gdyż nikt takiej działalności nie prowadzi.
6. Tym samym, obecnym PTE nowy model biznesowo może się w ogóle nie opłacać. Jak w takim razie rząd zamierza generować oszczędności dla emerytów z tytułu wyższej konkurencji, gdy np. na rynku zostaną tylko 2 podmioty (tj. PKO BP i PZU)?

„II reforma” OFE - komentarz

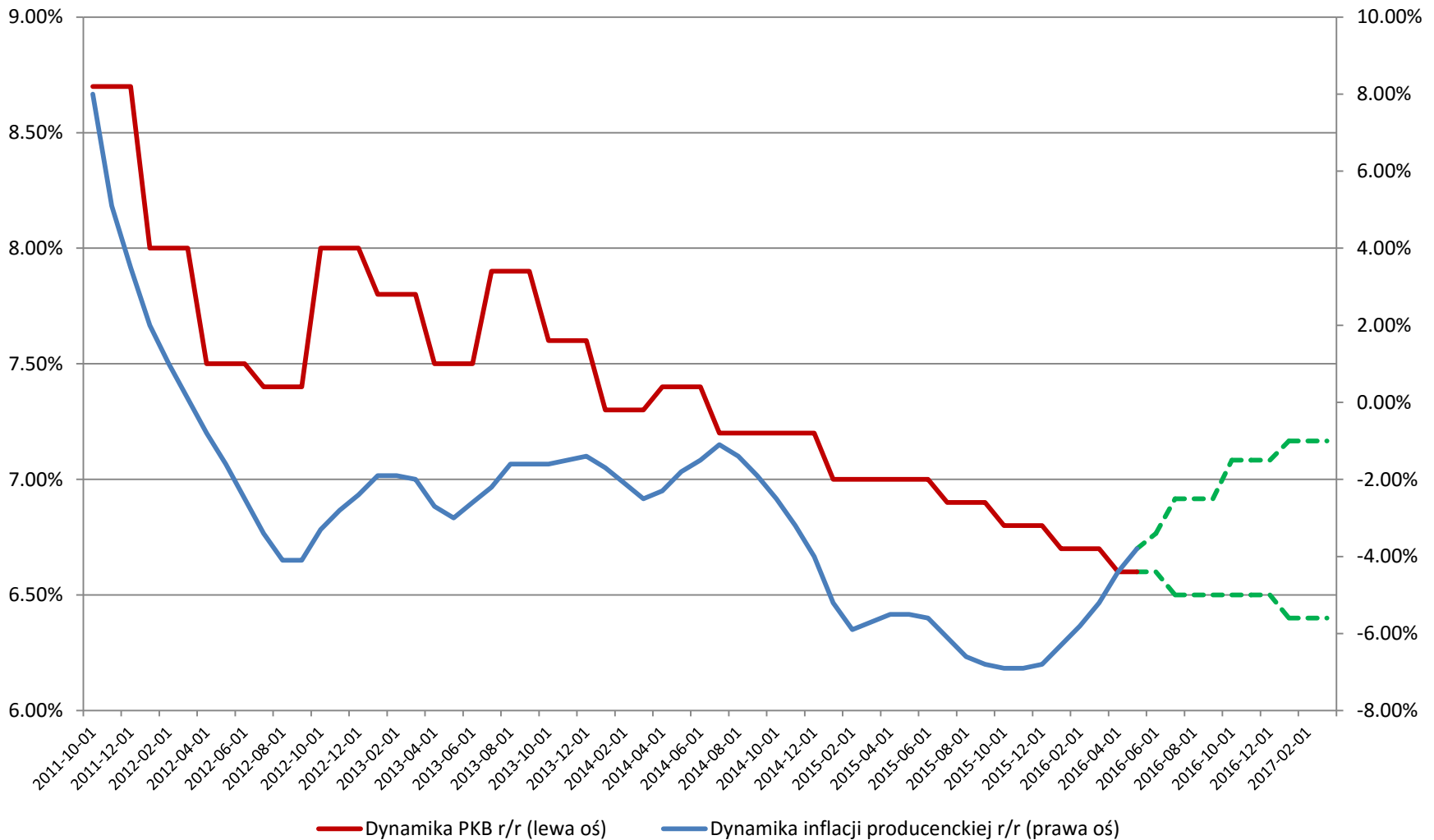
7. W wariantcie z pkt 6 de facto mielibyśmy do czynienia z pośrednią nacjonalizacją części spółek, co na generalnym poziomie nie jest widoczne, gdyż środki w IKE są własnością posiadaczy rachunków.
8. Nieprawdą jest twierdzenie premiera Morawieckiego, że „nie było i nie ma w planach nacjonalizacji OFE”. 25% aktywów netto będzie podlegać właśnie znacjonalizowaniu. Przypominamy również wypowiedź ministra Szałamachy z 11 stycznia 2016 r.

„Nie zamierzamy robić żadnych kroków w stosunku do OFE. Będą one funkcjonowały w obecnym kształcie” – Paweł Szałamacha (na spotkaniu ze studentami w Poznaniu, za PAP)

Tym samym deklarację o braku planów pełnej nacjonalizacji OFE należy traktować z przymrużeniem oka.

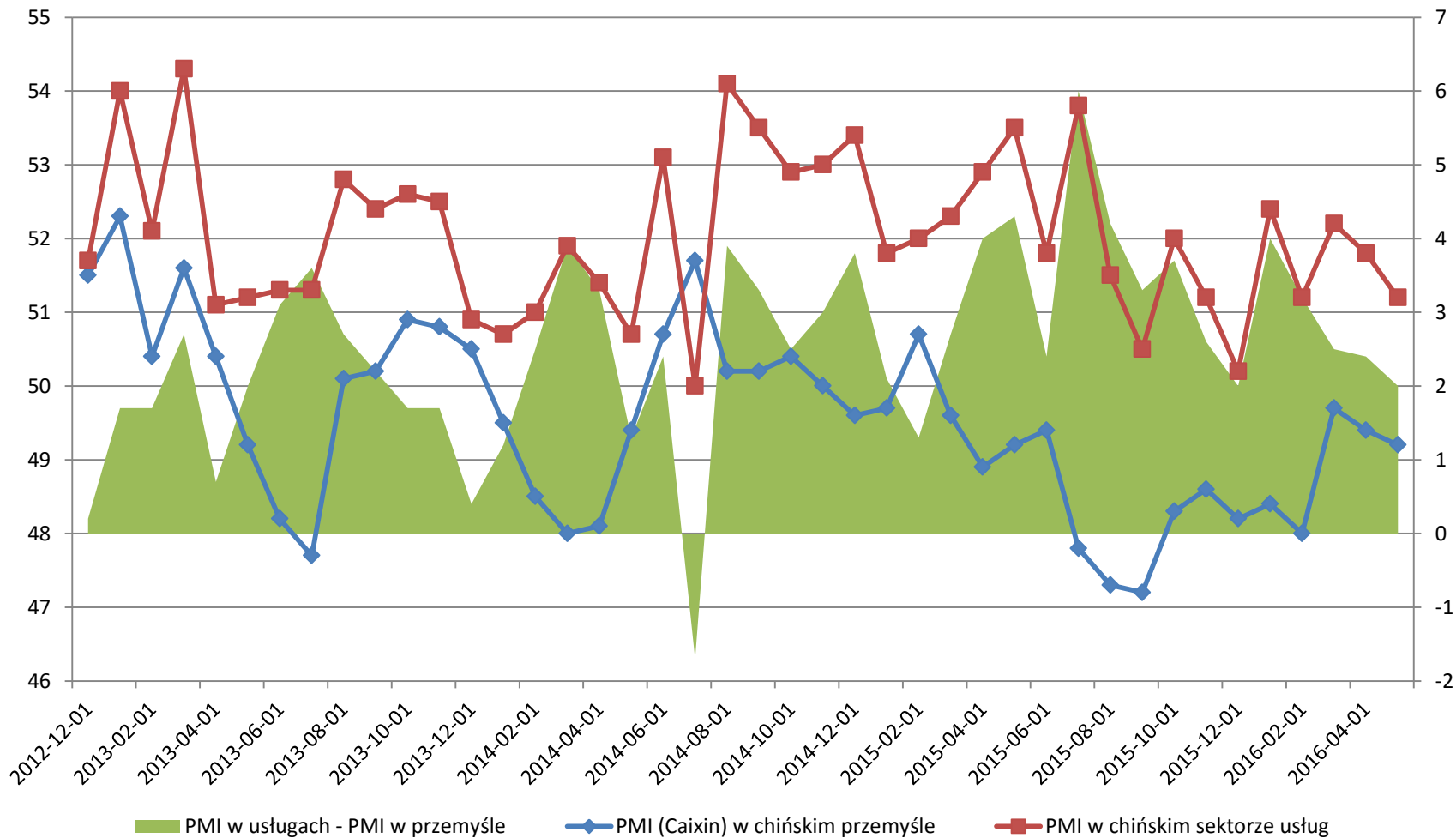
7. W przedstawionych założeniach niewątpliwym plusem jest fakt, iż zaprezentowane rozwiązania nie generują nawisu podażowego na polskim rynku akcji, czego inwestorzy najbardziej się obawiali od miesięcy. Jednakże, nie zakładamy powyższych rozwiązań jako ostatecznych, także optymizm może się szybko ulotnić.

Dynamika chińskiego wzrostu gospodarczego i inflacji produkcyjnej



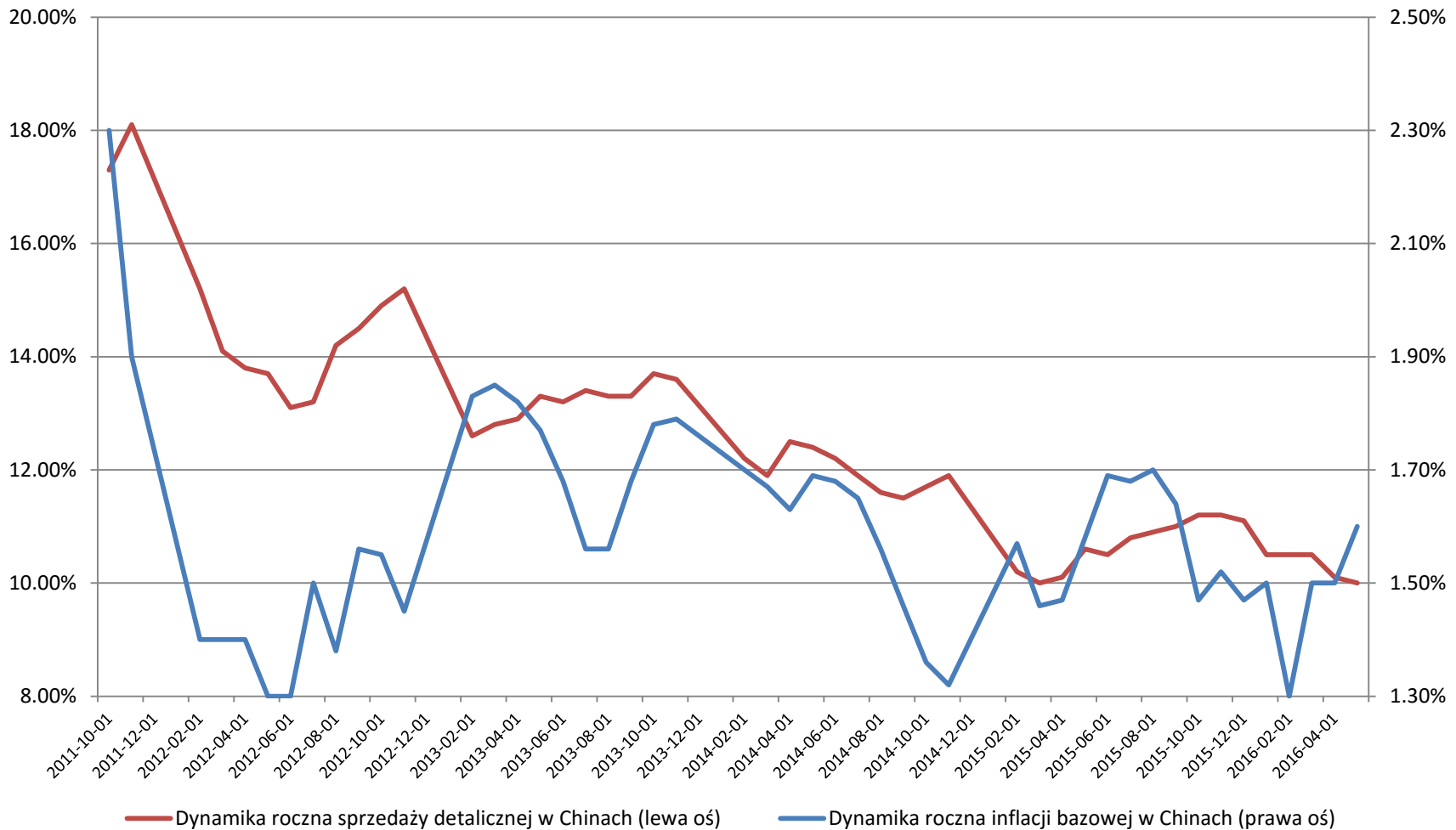
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeksy PMI w Chinach



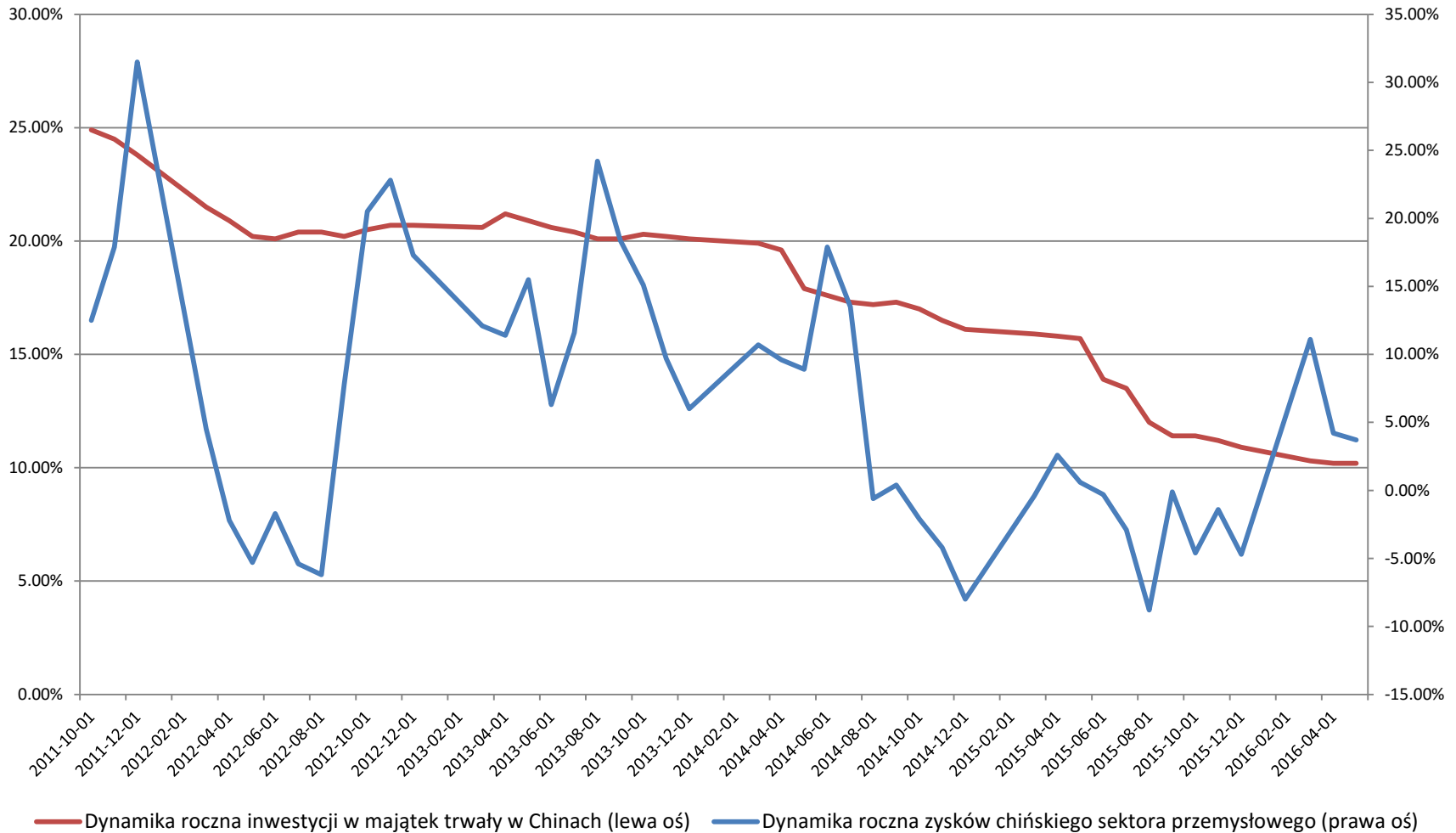
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Dynamika sprzedaży detalicznej i inflacji bazowej w Chinach



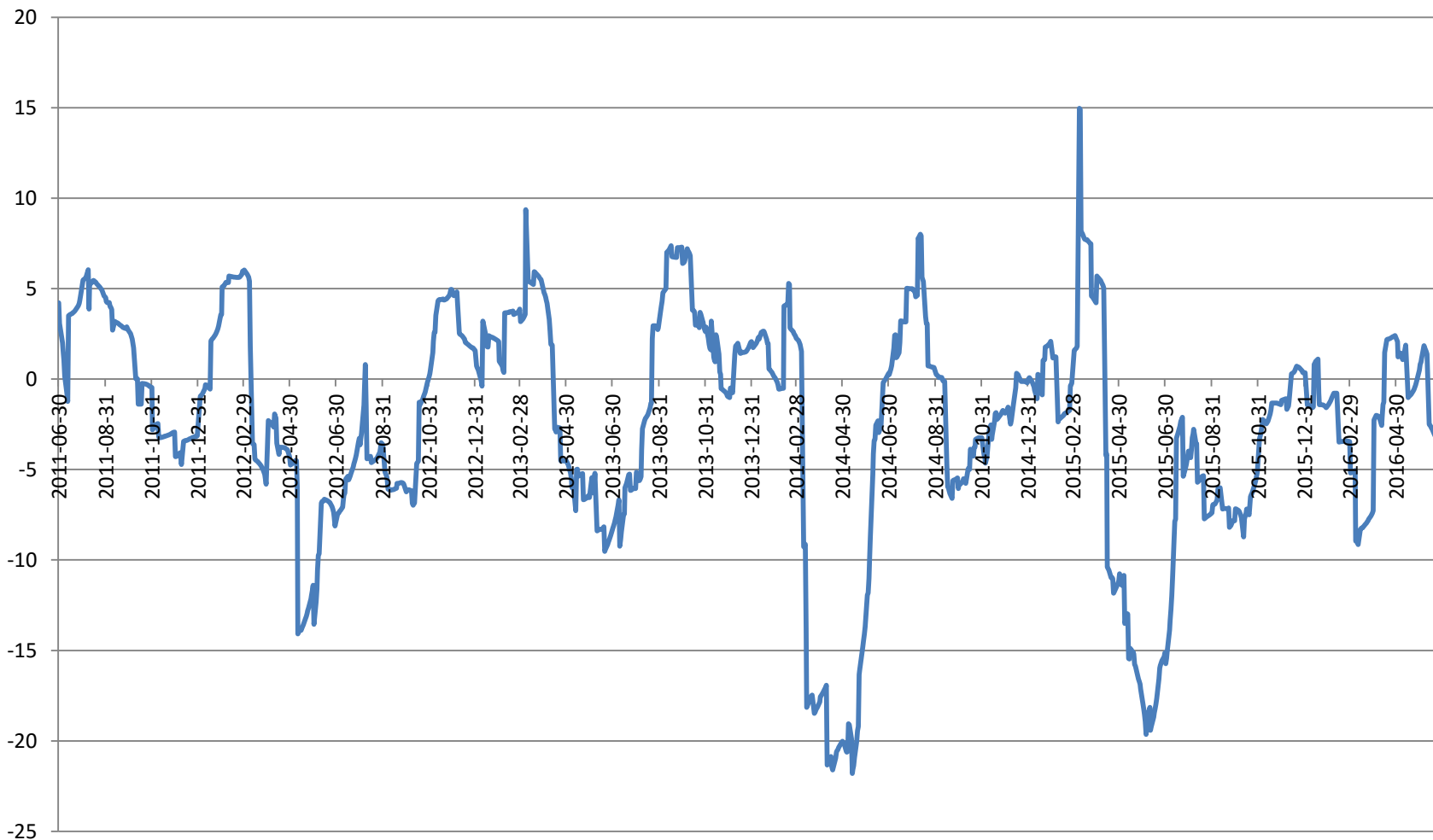
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Inwestycje w majątek trwały vs rentowność w chińskim przemyśle



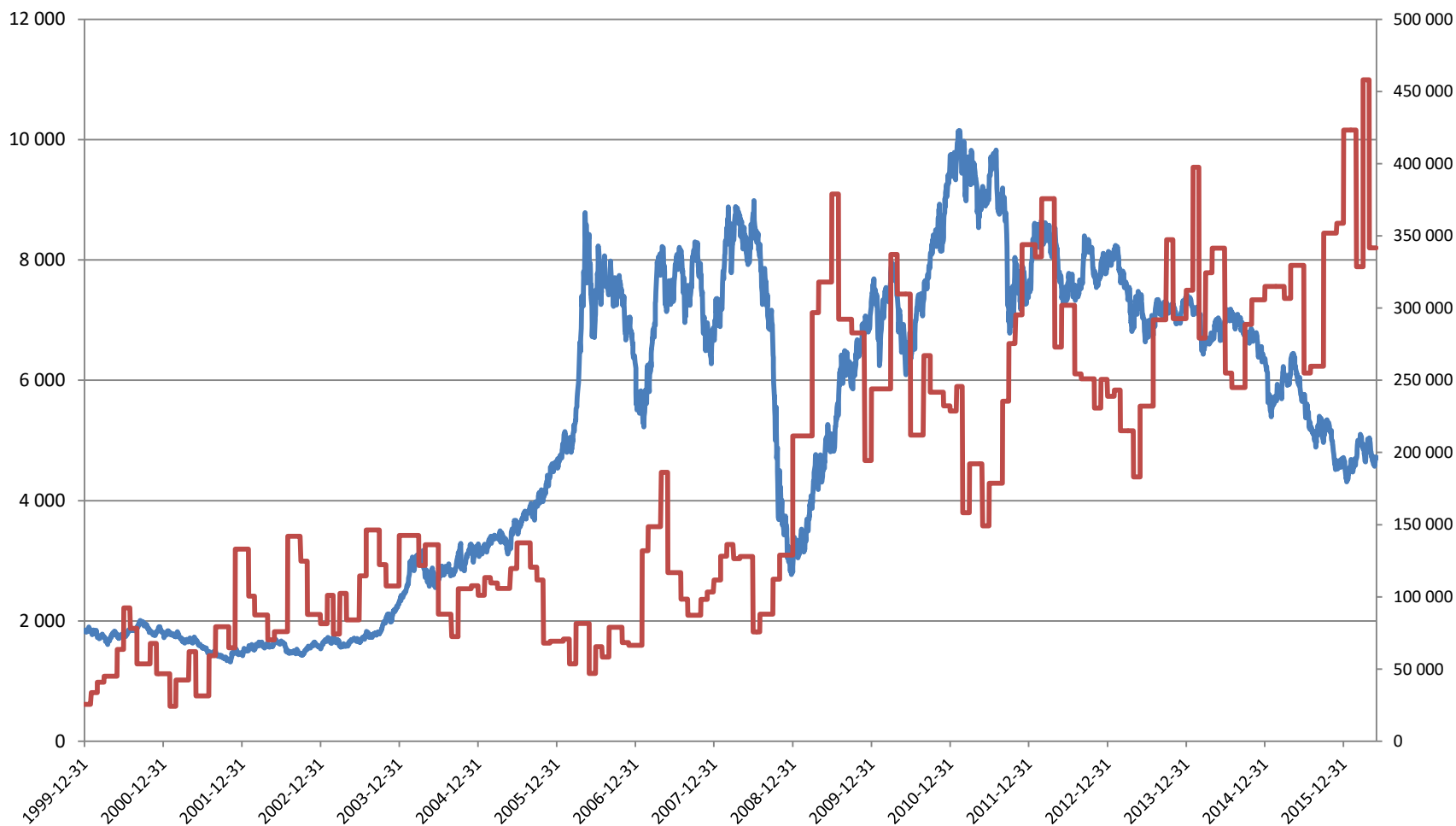
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Indeks Citi Economic Surprise dla Chin



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Import miedzi do Chin vs cena miedzi



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne. — Cena miedzi na LME (spot)

— Import miedzi do Chin (w tonach)

Ranking indeksów wg. wskaźników rynkowych C/Z i C/WK

Indeks	C/Z 2016	C/Z 2017
Russell 2000	25.43	20.48
tecDAX	22.85	18.43
MSCI India	17.63	14.74
sDAX	17.58	15.26
S&P 500	17.34	15.29
MSCI World	16.32	14.40
FTSE100	16.08	13.76
MSCI All Country World Index	15.79	13.94
mDAX	15.69	13.98
STOXX Europe 600	14.55	12.76
CAC40	13.58	12.01
IBEX	13.41	10.69
MSCI Brazil	13.32	10.76
FTSE/MIB	12.91	9.99
MSCI Emerging Markets	12.36	10.89
DAX	11.84	10.74
WIG	11.68	11.07
MSCI Russia	6.78	5.96

Indeks	C/WK 2016	C/WK 2017
MSCI India	2.76	2.42
S&P 500	2.59	2.42
tecDAX	2.42	2.27
MSCI World	1.94	1.83
MSCI All Country World Index	1.86	1.75
Russell 2000	1.84	1.72
mDAX	1.77	1.63
FTSE100	1.69	1.64
sDAX	1.67	1.54
STOXX Europe 600	1.53	1.46
DAX	1.37	1.29
MSCI Brazil	1.36	1.25
MSCI Emerging Markets	1.36	1.25
CAC40	1.21	1.16
IBEX	1.07	1.02
WIG	1.02	0.97
FTSE/MIB	0.80	0.77
MSCI Russia	0.66	0.59

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne, dane na 27/06/2016.

Ranking indeksów wg. wskaźników rynkowych EV/EBITDA i EV/Sales

Indeks	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017
Russell 2000	11.61	10.31
MSCI India	11.50	9.66
tecDAX	11.03	9.81
mDAX	11.02	10.00
sDAX	10.81	9.97
S&P 500	10.49	9.59
MSCI World	9.90	9.05
MSCI All Country World Index	9.68	8.83
FTSE100	9.29	8.32
STOXX Europe 600	8.76	8.08
IBEX	8.19	7.67
MSCI Emerging Markets	8.12	7.32
CAC40	7.78	7.11
MSCI Brazil	7.38	6.52
DAX	6.55	6.18
WIG	5.87	5.74
FTSE/MIB	5.10	4.69
MSCI Russia	3.81	3.45

Indeks	EV/Sales 2016	EV/Sales 2017
MSCI India	2.39	2.13
S&P 500	2.10	1.97
MSCI World	1.74	1.65
tecDAX	1.72	1.60
MSCI Brazil	1.71	1.56
MSCI All Country World Index	1.70	1.62
IBEX	1.67	1.60
Russell 2000	1.64	1.55
FTSE100	1.54	1.46
MSCI Emerging Markets	1.49	1.37
STOXX Europe 600	1.38	1.32
mDAX	1.18	1.13
sDAX	1.16	1.11
CAC40	1.12	1.07
MSCI Russia	1.04	0.91
WIG	1.03	0.97
DAX	0.89	0.87
FTSE/MIB	0.84	0.81

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne, dane na 27/06/2016.

Multiples – ranking of markets

TOP3 NAJTAŃSZE	
C/Z 2016E	C/Z 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
WIG	FTSE/MIB
DAX	IBEX

TOP3 NAJTAŃSZE	
EV/EBITDA 2016E	EV/EBITDA 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
WIG	WIG

TOP3 NAJTAŃSZE	
C/WK 2016E	C/WK 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	WIG
WIG	FTSE/MIB

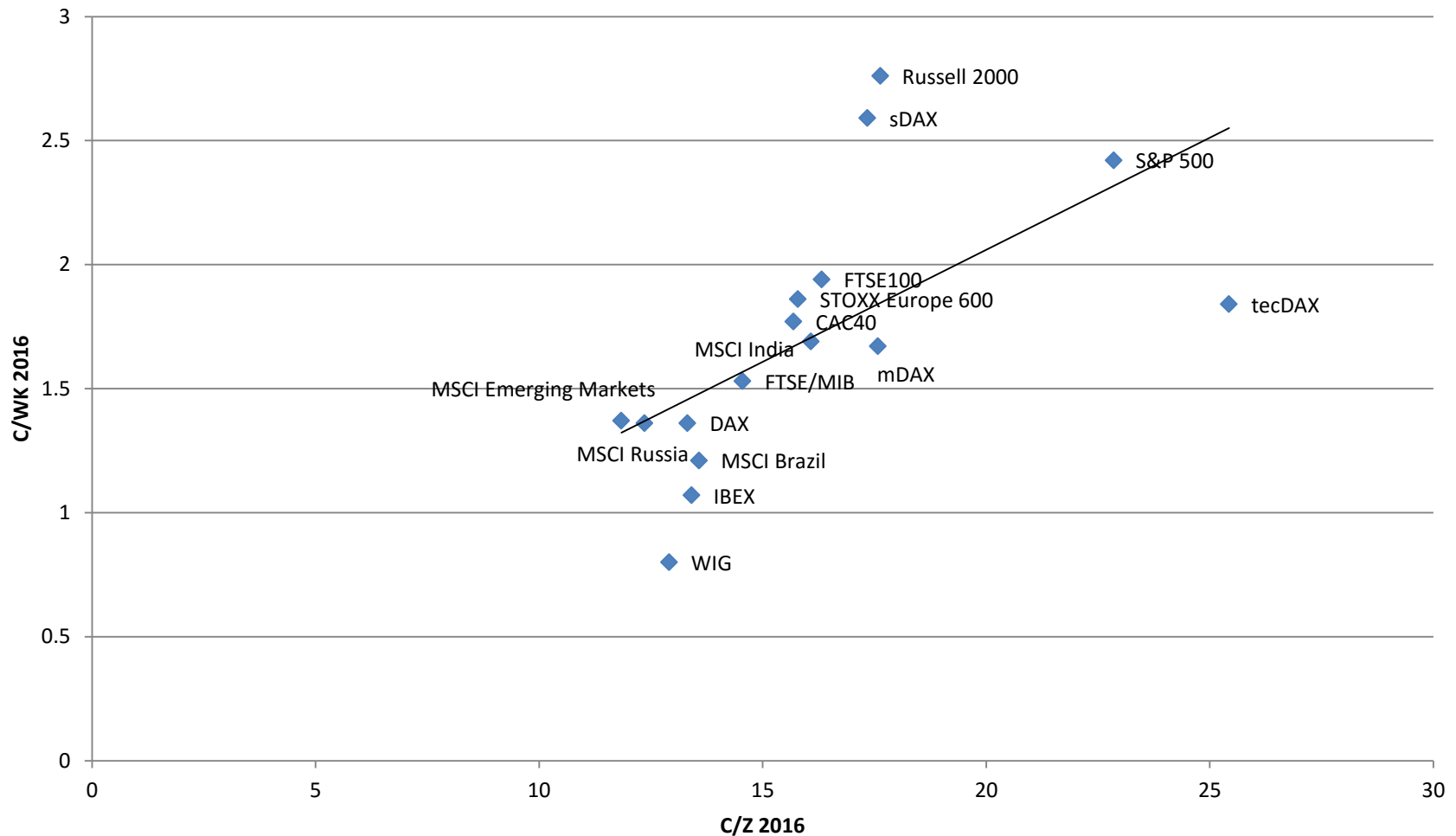
TOP3 NAJTAŃSZE	
EV/Sales 2016E	EV/Sales 2017E
MSCI Russia	MSCI Russia
FTSE/MIB	FTSE/MIB
WIG	WIG

MARKET	POINTS
MSCI Russia	69
FTSE/MIB	65
WIG	64.5
DAX	57.5
CAC40	52
MSCI Emerging Markets	48.5
MSCI Brazil	47.5
IBEX	45
STOXX Europe 600	41
FTSE100	33
mDAX	32.5
sDAX	30.5
MSCI All Country World Index	26.5
MSCI World	20
Russell 2000	16
S&P 500	15
tecDAX	13
MSCI India	7.5

Zgodnie z rankingiem, najtańszym indeksem jest MSCI Russia, lecz jest to rynek, który zawsze jest nisko wyceniany (duże przeważenie spółek wydobywczych i finansowych). Zwraca uwagę przede wszystkim niska wycena włoskich, niemieckich i francuskich blue-chipów. Polski rynek jest również relatywnie jednym z najtańszych. Potwierdza się natomiast opinia o relatywnie drogim rynku amerykańskim, zarówno w zakresie dużych spółek, jak i tych mniejszych zgromadzonych w indeksie Russell 2000.

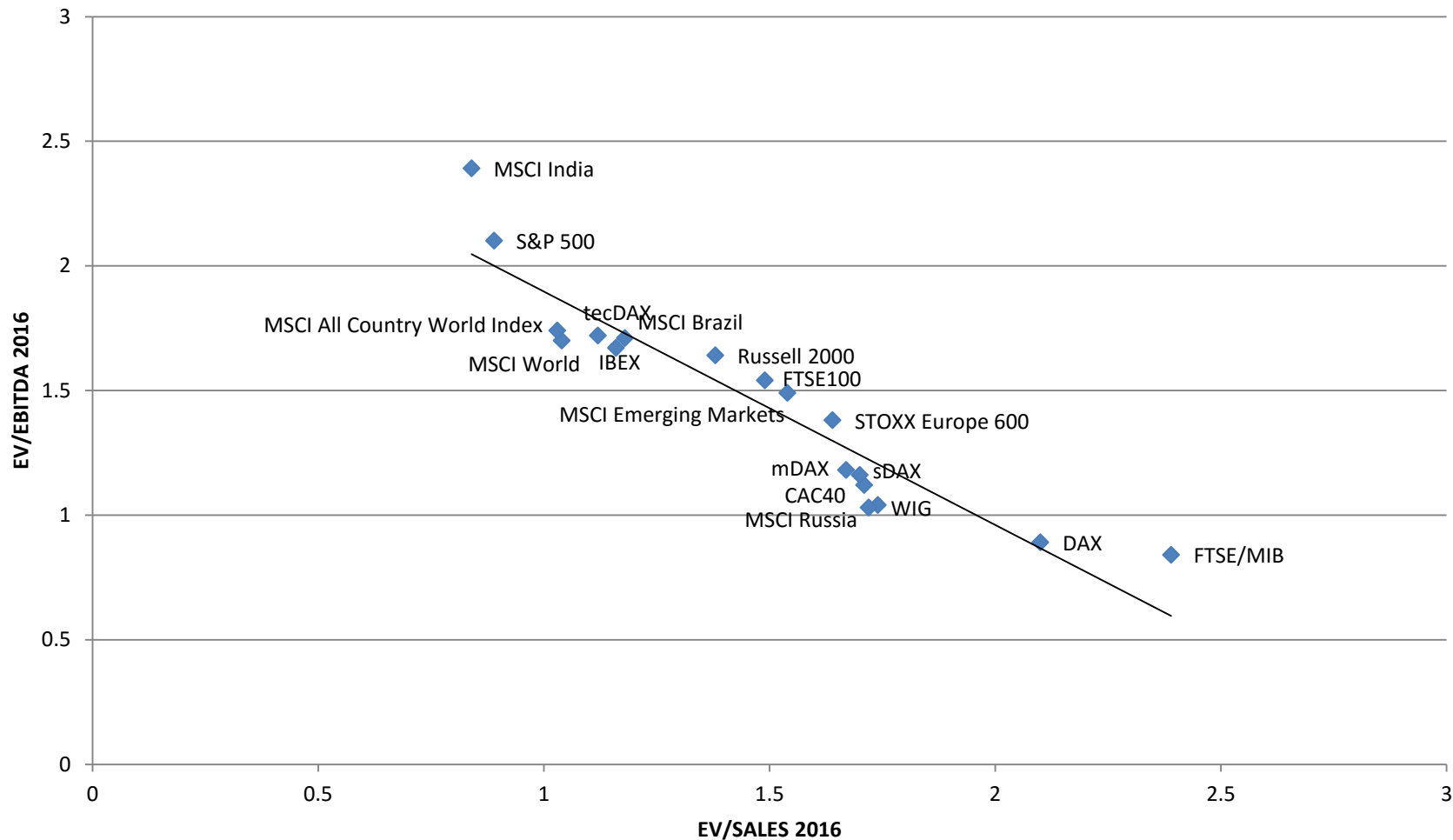
*Najtańszy wskaźnikowo indeks otrzymuje 18 pkt, natomiast najdroższy 1 punkt. Ranking zbiorczy jest sumą punktów z subrankingów na bazie 8 wskaźników.

Wskaźniki C/Z 2016 oraz C/WK 2016



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Wskaźniki EV/EBITDA 2016 i EV/Sales 2016



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.