

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	2,04 %	USA	0,07 %	USD/EUR	2,31 %	Ropa Brent	-0,90 %
Europa – DJ Stoxx 600	0,92 %	Europa	-1,12 %	CZK/USD	-3,35 %	Gaz	13,00 %
Japonia – Nikkei 225	5,38 %	CZ	-0,07 %	CZK/EUR	-1,09 %	Fotowoltaika	-3,46 %
MSCI Emer. Markets	4,09 %	Polska	0,32 %	PLN/EUR	-2,50 %	Złoto	3,35 %
CZ – PX	0,88 %	Węgry	0,29 %	HUF/EUR	-1,86 %	Srebro	6,29 %
Polska – WIG30	0,81 %	Turcja*	3,39 %	TRY/EUR	3,52 %	Miedź	1,26 %
Węgry – BUX	3,84 %						

* BofA Merrill Lynch index

PAŹDZIERNIK W PIGUŁCE

GŁÓWNE WYDARZENIA NA ŚWIECIE

- 8 października USA nałożyły sankcje na 28 chińskich organów bezpieczeństwa i firm za udział w naruszeniach praw muzulmańskiej mniejszości Ujgurów. Setki tysięcy z nich są zamknięte w tak zwanych obozach reedukacyjnych, podczas gdy inne ograniczają swobodę przemieszczania się, kultury i ubioru. Wśród usankcjonowanych jest wiodący producent systemów kamer i technologii bezpieczeństwa Hikvision.
- 8 października prezes amerykańskiego banku centralnego Fed Jerome Powell ogłosił, że amerykański organ monetarny znacznie zwiększa swój bilans w najbliższej przyszłości poprzez zakup aktywów. Według Powella nie jest to kolejna runda uwalniania ilościowego (QE). Powodem tych operacji, według Powella, są problemy ostatnich tygodni na rynku pieniężnym w operacjach repo, kiedy krótkoterminowa stopa procentowa skoczyła niezwykle wysoko. Prawdopodobnie cała sprawa związana jest z brakiem krótkoterminowej płynności w amerykańskim systemie monetarnym. Pod koniec miesiąca Fed rozpoczął już te operacje.
- 9 października armia turecka zaatakowała północną Syrię, aby usunąć w tym obszarze kurdyjskich bojowników YPG. Napięcia na Bliskim Wschodzie ponownie wzrosły.
- USA i Chiny zawarły częściową umowę handlową 11 października, która oznacza zawieszenie broni w wojnie handlowej między dwoma krajami. Niektóre krótkoterminowe problemy powinny zostać rozwiązane. Prezydent Donald Trump ogłosił, że Stany Zjednoczone zawieszają podwyżki ceł na chiński import, które miały wejść w życie w październiku. Porozumienie stanowi również podstawę szerszej umowy handlowej, którą prezydenci Donald Trump i Xinjiang mogą podpisać jeszcze w tym roku.
- Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego odbyło się 24 października. Tym razem nie widzieliśmy żadnych zmian w ustawieniach polityki pieniężnej ani w ocenie sytuacji gospodarczej. Spotkanie to było jednak znaczące, ponieważ było to ostatnie posiedzenie prezesa EBC Mario Draghiego. Zapytany o swoją przyszłość na konferencji prasowej odpowiedział dowcipnie: „Zapytaj moją żonę”. Od listopada Christine Lagarde, szefowa Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przejmie obowiązki prezesa EBC. Wiele się od niej oczekuje. Po pierwsze, aby złagodziła napięcia między jastrzębiami a gołębiami w EBC, czyli zwolennikami ścisłej i luźnej polityki pieniężnej, a następnie zaczęła pracować nad ponowną oceną ustawienia celu inflacyjnego, odpowiednio stabilnością cen, ponieważ inflacja bazowa od wielu lat znajduje się znacznie poniżej celu 2%.
- 30 października amerykański bank centralny Fed zgodnie z oczekiwaniami inwestorów po raz trzeci z rzędu obniżył stopę funduszy federalnych o ćwierć punktu procentowego, czyli 0,25%, do docelowego przedziału 1,5-1,75%. Inwestorzy oczekują teraz, że Fed zrobi sobie przerwę od obniżek stóp procentowych w grudniu, ponieważ rynki akcji w USA osiągnęły historyczne maksima, napięcia z Chinami nieco się zmniejszyły, a stosunkowo szybko może dojść do zawarcia jakiejś umowy handlowej. Ponadto tempo wzrostu PKB w trzecim kwartale było na poziomie 1,9%, w ujęciu kwartalnym i rocznym było nieco lepsze niż oczekiwali inwestorzy. Z drugiej strony prawdą jest również to, że gospodarka USA kontynuuje niewielkie spowolnienie, które prawdopodobnie będzie trwać. Widać to również w indeksach ISM Purchasing Managers w przemyśle i usługach. Inwestorzy uważają zatem, że dalsze obniżki stóp procentowych mogą nastąpić w pierwszym kwartale przyszłego roku.
- Nastroje na rynkach finansowych były raczej korzystne ze względu na zawieszenie broni na polu wojny handlowej i mijający sezon wyników w trzecim kwartale. W rezultacie nieznacznie wzrosły zarówno rynki akcji, jak i obligacji. Z drugiej strony nowe nadchodzące makrodane ponownie potwierdziły, że światowa gospodarka nadal nieznacznie zwalnia. Jednak globalna recesja z pewnością nie nastąpi.

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

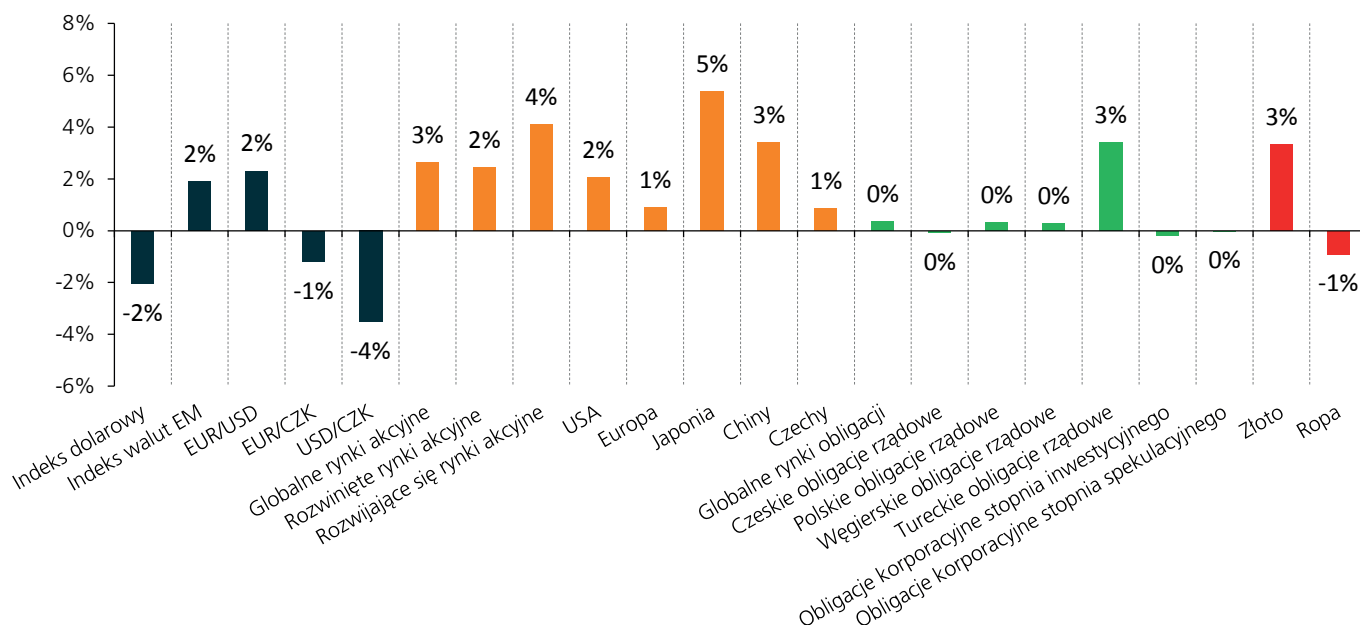
- Dolar stracił, tym razem w sprzyjających warunkach. Indeks dolara DXY, który mierzy wydajność dolara względem koszyka głównych walut światowych, spadł o 2,0%. W stosunku do euro dolar osłabił się o 2,3% do 1,115 USD za euro. Wschodzące gospodarki nadal umacniały się w stosunku do dolara, a ich indeks w stosunku do dolara zyskał 1,9%.
- Dla korony październik był bardzo udanym miesiącem. Korona umocniła się wobec euro o 1,1% i wobec dolara o 3,4%, a miesiąc zakończyła na poziomie odpowiednio 25,51 CZK/EUR i 22,87 CZK/USD.
- Akcje znów radziły sobie bardzo dobrze. Najszerzy globalny indeks giełdowy MSCI All Country World zyskał 2,6%. Z regionalnego punktu widzenia akcje rynków wschodzących odnosiły większe sukcesy, a indeks MSCI Emerging Markets zyskał 4,1%. Akcje rynków rozwiniętych wzrosły o 2,5% według indeksu MSCI World. Globalne rynki akcji wzrosły o 17,3% od początku roku.

PAŹDZIERNIK W PIGUŁCE

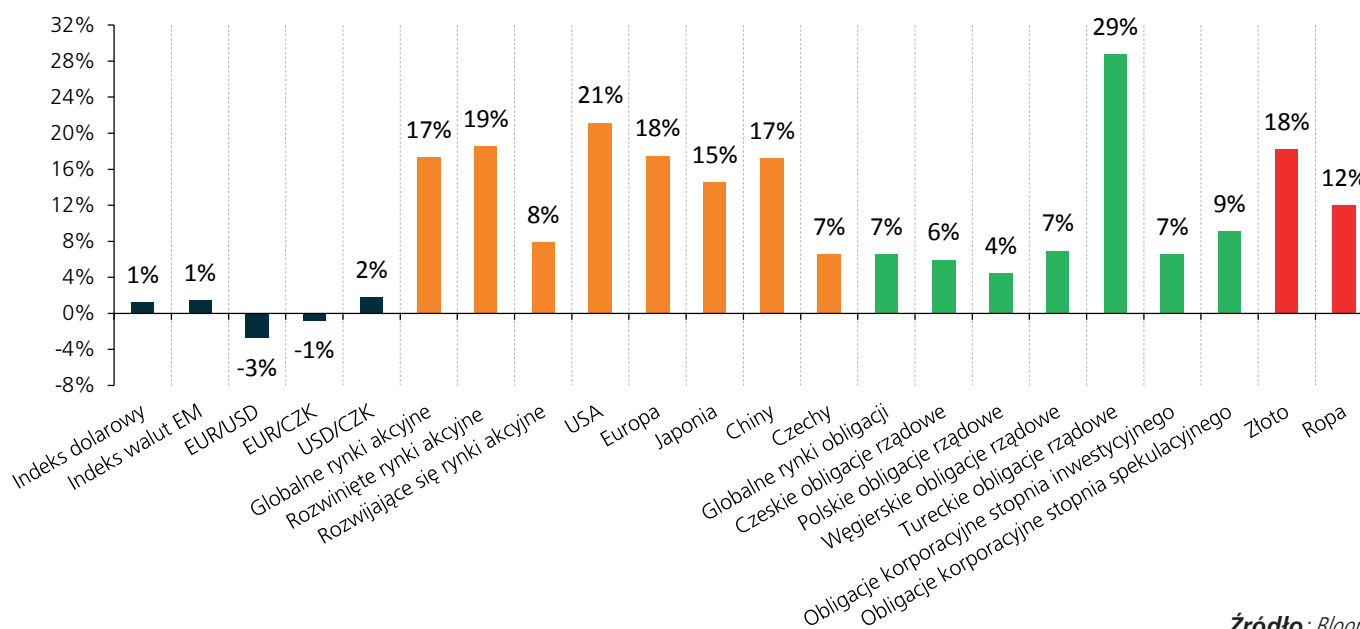
SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Spółród monitorowanych rynków największe zyski odnotowano w Rosji (RTSI + 6,7%), Japonii (Nikkei 225 + 5,4%) i Europie Środkowej (CECEUR + 4,3%). Odwrotnie radziły sobie akcje w Turcji (BIST 100 -6,2%) i Wielkiej Brytanii (FTSE 100 -2,2%).
- Giełda Papierów Wartościowych w Pradze ponownie osiągnęła ponadprzeciętny zysk 0,9%, a indeks PX zakończył miesiąc na poziomie 1051.
- Obligacje wróciły do wzrostu, globalny indeks obligacji ICE BofAMLICE BofAML Global Government zyskał 0,4%. Czeskie obligacje rządowe odnotowały niewielką stratę -0,1%. Rentowność do wykupu obligacji skarbowych o krótkim dwuletnim terminie zapadalności wzrosła nieznacznie o 0,01% do poziomu 1,31%. Rentowność do wykupu obligacji skarbowych o długim dziesięcioletnim terminie zapadalności wzrosła o 0,03% do poziomu 1,39%. Czeska krzywa dochodowości pozostaje zatem całkowicie płaska.
- Polskie obligacje skarbowe zyskały 0,3%, tyle samo zyskały węgierskie obligacje skarbowe (0,3%). Tureckie obligacje rządowe odnotowały wysoki zysk w wysokości 3,4% i od początku roku przypisywały znacznie ponadstandardową aprecjacje 29% w lirach tureckich i 21% w koronie.
- Obligacje korporacyjne wykazywały minimalne ruchy. Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym w euro spadł o 0,2%, natomiast indeks obligacji korporacyjnych o nieinwestycyjnym ratingu spekulacyjnym (high-yield) nie wykazał żadnych zmian w ujęciu miesięcznym.
- Cena ropy Brent spadła o 0,9% do 60 USD za baryłkę. Cena złota wzrosła o 3,3% do 1515 USD za uncję.

Wyniki głównych klas aktywów w październiku



Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



PAŹDZIERNIK W PIGUŁCE

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w październiku nie przeprowadziliśmy żadnych znaczących działań.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji portfela inwestycyjnego w porównaniu do benchmarków mamy nieznaczne przeważenie akcji, niedoważenie obligacji i przeważenie w inwestycjach alternatywnych.
- W części akcyjnej mamy wyraźnie niedoważoną pozycję w USA, a z drugiej strony przeważenie w rynkach wschodzących (emerging markets).
- W przypadku czeskich obligacji skarbowych nadal utrzymujemy defensywne ustawienie ryzyka stopy procentowej przez niedoważony czas trwania, tzn. że w porównaniu z benchmarkiem utrzymujemy krótszy średni termin zapadalności obligacji.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	+	-	+
	Przeważenie	Niedoważenie	Przeważenie

ALOKACJA AKCYJNA							
Alokacja całkowita	Przeważenie	Rynki rozwinięte	Niedoważenie	USA	Niedoważenie		
				Europa Zachodnia	Neutralna		
				Japonia	Przeważenie		
		Rynki rozwijające się	Przeważenie			Europa środkowa i wschodnia	Przeważenie
						Azja rozwijająca się	Przeważenie
						Ameryka Łacińska	Niedoważenie
						Rosja	Przeważenie
						Turcja	Przeważenie

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nasze oczekiwania na pozostałą część 2019 roku i rok 2020 są, w ramach naszego podstawowego scenariusza przyszłego rozwoju, ostrożnie pozytywne.
- Światowa gospodarka w ramach aktualnego cyklu gospodarczego osiągnęła swój szczyt na koniec 2017 roku i od początku 2018 roku obserwujemy lekkie spowolnienie. Obecna dynamika i perspektywy gospodarki światowej są zatem raczej słabe. Obecny wzrost światowej gospodarki jest nadal stosunkowo przyzwoity, ale stopniowe spowolnienie dynamiki wyraźnie trwa. Słabość rozpoczęła się w sektorze przemysłowym, ale teraz wydaje się, że sektor konsumencki również przyczyni się negatywnie do dalszego spowolnienia światowej gospodarki w nadchodzących kwartałach. Rzeczywiście wydaje się, że odporność konsumentów na całym świecie należy już do przeszłości. Handel międzynarodowy jest również istotnym czynnikiem negatywnym. Spadł trzeci kwartał z rzędu w drugim kwartale. Miękkie wskaźniki sugerujące prawdopodobną dynamikę w nadchodzących kwartałach, takie jak indeksy menedżerów zakupów PMI, wyraźnie wskazują na osłabienie dynamiki gospodarczej w ostatnim kwartale tego roku. Słabość jest widoczna zarówno w przemyśle, jak i obecnie w usługach. Istnieją również przesłanki, że rynek pracy nie będzie już tak silny, jak w poprzednich kwartałach. Kolejnym minusem jest to, że pomimo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej praktycznie wszystkich banków centralnych na świecie, wskaźniki monetarne wskazują, że spowalnia również dynamika nowych kredytów.
- Aktualna prognoza spółki FocusEconomics szacuje wzrost gospodarki światowej w 2019 roku na poziomie 2,7 %, więc jest bardzo prawdopodobne, że nie będzie horroru, ale ryzyko dla prognoz jest wyraźnie tendencyjne w dół, jak potwierdzili EBC i Fed na swoich posiedzeniach. Ekonomiści nie oczekują jeszcze globalnej recesji gospodarczej, ale niewielkie spowolnienie najprawdopodobniej będzie kontynuowane. Głównymi siłami napędzającymi wzrost będą nadal azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.
- Inflacja w USA i w strefie euro jest nieco niższa niż chcieliby bankierzy centralni. Dlatego ogólny rozwój inflacji na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi poważnego problemu. Inflacja powinna pozostać nieco poniżej lub na poziomie 2 % celów inflacyjnych. Wydaje się, że znaczny wzrost inflacji nie znajduje się na porządku dziennym.
- Jeśli chodzi o kluczowe banki centralne, FED i EBC, przeszły do jeszcze bardziej swobodnej polityki pieniężnej. Fed obniżył stopy procentowe po raz trzeci z rzędu i kolejne cięcia mogą nastąpić w przyszłym roku. EBC obniżył stopy procentowe we wrześniu i ogłosił wznowienie programu luzowania ilościowego od listopada. Z drugiej strony nie doczekaliśmy się ostatnio żadnych zmian w japońskim banku centralnym. Bank Centralny Japonii będzie nadal utrzymywał zerowe stopy procentowe i zakupy obligacji rządowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopa inflacji w Japonii są nadal znacznie poniżej celu inflacyjnego 2%. Jednocześnie, zwłaszcza w strefie euro, w związku z prawdopodobną słabością polityki pieniężnej, powiedziano, że do wspierania wzrostu gospodarczego należy wykorzystać ogromne bodźce fiskalne. Głos zabrali między innymi prezes EBC Mario Draghi i Christine Lagarde.

PAŹDZIERNIK W PIGUŁCE

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Globalne rynki akcji w okresie od początku roku do końca sierpnia wzmocniły się o 17%. Znacząca zmiana retoryki FEDu i EBC w ostatnich miesiącach dała rynkom bardzo silny pozytywny impuls. Uważamy również, że ryzyko dalszego spowolnienia wzrostu światowej gospodarki jest już odzwierciedlone w cenach akcji. Dotyczy to również kluczowego czynnika dla nadchodzącego okresu, czyli wojny handlowej między USA i Chinami, która prawdopodobnie będzie trwała przez długi czas. Uważamy jednak, że ten czynnik jest trudny do przewidzenia. W nadchodzącym okresie oczekujemy niewielkiego wzrostu akcji, ponieważ wyceny są ogólnie korzystne, ponadto dynamika wzrostu zysków przedsiębiorstw, zgodnie z szacunkami rynkowymi, powinna powrócić na plus już od przyszłego sezonu.
- Z perspektywy alokacji regionalnej nadal zdecydowanie preferujemy rynki wschodzące (emerging markets) niż Stany Zjednoczone. Postawa ta opiera się przede wszystkim na perspektywie wyceny, w której naszym zdaniem akcje amerykańskie są obecnie mocno zawyżone (o około 25% powyżej średnich długoterminowych zgodnie ze wskaźnikami wyceny takimi, jak P/E, P/B lub P/S). Rynki wschodzące są wyceniane na około 7% poniżej średnich długoterminowych.
- Nadal mamy dość ostrożny pogląd na temat czeskiego rynku obligacji skarbowych, ponieważ wyniki do terminu zapadalności są nadal stosunkowo niskie w porównaniu z historycznymi wynikami.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne ratingu zarówno inwestycyjnego jak i nieinwestycyjnego uważamy, że po znacznym wzroście cen od początku roku, najlepsze mają już za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych, marża kredytowa, jest obecnie na historycznie niskim poziomie.
- W każdym przypadku musimy nadal liczyć się ze zwiększoną krótkoterminową zmiennością lub wahaniami cen rynkowych wszystkich ryzykownych aktywów na czele z akcjami.
- Głównymi zagrożeniami wynikającymi z naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza oczekiwanego rozwoju globalnych rynków finansowych są 1) dalsze poważne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami i ewentualnie UE, 2) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki na czele z Chinami, 3) twardy Brexit bez porozumienia oraz 4) kryzys na Bliskim Wschodzie.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka chwieje się mając w zasięgu wzroku stagnację, inflacja pozostaje wyraźnie poniżej celu. Złagodzenie polityki EBC we wrześniu odbiło się na spójności Rady Prezesów.

Pierwsze szacunki tempa wzrostu gospodarczego w UGW w trzecim kwartale tego roku potwierdziły, że gospodarka rośnie, ale w bardzo wolnym tempie: gospodarka UGW w obecnym kwartale zyskała tylko 0,2% q/q. Wzrost Włoch po raz czwarty z serii anemicznych wyniósł 0,1% q/q, wzrost Hiszpanii jak w drugim kwartale 0,4% q/q, natomiast wzrost Francji 0,3% q/q, zgodnie z poprzednimi dwoma kwartałami. Pod względem struktury dane z całej UE nie zostały jeszcze opublikowane, jednak obraz został nam pokazany przez Francję, która jak zwykle dane opublikowała. Popyt gospodarstw domowych (+ 0,3% q/q vs. 0,2% q/q w 2Q2019) oraz inwestycje stałe (+ 0,9% q/q wobec 1,2% q/q) wspierały francuski wzrost w 3Q2019), co oznaczało, że popyt krajowy przyczynił się do wzrostu w ujęciu kwartalnym w takim samym stopniu (0,5 p.p.) jak w drugim kwartale. Gorszy wynik francuskiego eksportu netto (-0,4 p.p.) został następnie zrównoważony wyższym popytem rządowym.

Miesięczne dane publikowane w październiku są mniej interesujące niż we wrześniu, ponieważ obejmowały koniec drugiego kwartału, dla którego mamy już ogólne dane. Dlatego w telegraficznym skrócie przedstawimy kilka danych. **Sprzedaż detaliczna** nadal rośnie w wolnym tempie, w sierpniu dodała tylko 2,1% r/r, pozostając w tyle, tak jak przez ostatnie 4 lata, za zaufaniem konsumentów. Jest ona o 3-4 punkty poniżej maksimum osiągniętych latem 2017 r., a w tym roku oscyluje wokół granicy -7 punktów (-7,6 punktu w październiku, -6,5 punktu we wrześniu, -7,1 punktu w sierpniu itp.), ale z historycznego punktu widzenia wciąż jest znacznie powyżej średnich poziomów. **Produkcja przemysłowa** uległa stagnacji w pierwszych dwóch miesiącach trzeciego kwartału: po spadku o 0,4% m/m w lipcu, wzrosła w tym samym tempie w sierpniu. W ujęciu rocznym produkcja jest niższa o 2,7%, głównie ze względu na rozwój sektora przemysłowego w Niemczech, gdzie produkcja w wyniku słabości w sektorze motoryzacyjnym spadła w sierpniu o 4%. W sierpniu produkcja była również niższa we Francji (1,9%) i we Włoszech (2,8%), podczas gdy w Hiszpanii była o 1,7% wyższa.

Ze względu na rozwój wiodących wskaźników i niemieckich zamówień przemysłowych nie można oczekiwać, że obraz ten szybko się zmieni. **Zamówienia przemysłowe w Niemczech spadły o 2,1% m/m w lipcu, o 0,6% m/m w sierpniu, co zasadniczo skasowało poprzedni wzrost w czerwcu (2,7% m/m).** W ujęciu rocznym zamówienia są niższe o 6,6%, a zatem na tym samym poziomie bezwzględny, co we wrześniu 2016 r. Pod względem struktury geograficznej słabość wynika z sytuacji poza strefą euro (zamówienia z tych krajów spadły o 8% r/r), a także ze słabości popytu krajowego (zamówienia krajowe -7% r/r). Miękkie wskaźniki nie wskazują, że nadchodzą lepsze czasy migają: chociaż indeks oczekiwań IFO wzrósł nieznacznie w październiku do 91,5 punktu i jest tylko o 0,6 punktu wyższy niż pokryzysowe dno osiągnięte we wrześniu tego roku. Wynika to zarówno z sytuacji w przemyśle wytwórczym, jak i pesymizmu, który panował również w sektorze usług, z wyjątkiem ostatnich dwóch miesięcy, zaufanie jest obecnie najniższe od lata 2009 r.

W przypadku całej strefy euro **wskaźnik menedżerów zakupów (PMI)** nie przedstawia innego obrazu: w sektorze produkcyjnym wskaźnik utrzymał się poniżej 50 punktów w październiku (45,9 punktu, najniższy od października 2012 r.). Jediną pozytywną wiadomością jest to, że wskaźnik menedżerów zakupów w usługach pozostawał powyżej 50 punktów, osiągając 51,6 punktów (ale jest to najniższy wynik od stycznia tego roku).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Inflacja, bez zaskoczenia, pozostaje wciąż nisko. Według wstępnych danych w październiku ani inflacja bazowa, ani inflacja zasadnicza nie zmieniły się znacznie w porównaniu do września, tj. ba wskaźniki pozostały bardzo niskie (odpowiednio 1,1% i 0,7%). W ten sposób bank centralny pod zarządem Draghiego, którego mandat wygasł 31 października zdołał uratować euro, ale nie udało mu się zbliżyć inflacji do celu.

W poprzednim materiale wspominaliśmy, że we wrześniu doszło do (1) odnowienia skupu aktywów, (2) dalszego spadku stopy depozytowej (o 0,1 p.b. do -0,4%), (3) przedłużenia tzw. forward guidance na czas nieokreślony (tj. do momentu, aż inflacja będzie wyższa) oraz do (4) ogłoszenia kolejnej rundy operacji zasilających w płynność banków komercyjnych w UGW (tzw. TLTRO). EBC nie spotkał się w październiku, ale opublikowano protokół z wrześniowego posiedzenia. Ewidentnie wynika z niego, że jest, że rozbieżności w zarządzaniu EBC są najgłębsze od dłuższego czasu, jeśli nie najgłębsze w historii istnienia EBC. Z protokołu i następującej w nim krytyki jastrzębiego skrzydła EBC jasno wynika, że około jedna trzecia członków EBC miała (i nadal ma) problem z ponownym uruchomieniem programu skupu aktywów. W Radzie Prezesów byli też tacy, którzy twierdzili, że EBC powinien jeszcze bardziej obniżyć stopy do -0,6%, ale również taki osoby, które uważały, że stopy nie powinny się wcale zmieniać. Dla przyszłej prezes EBC, Christine Lagard, Mario Draghi pozostawił trudne zadania: zjednoczyć Radę i sprawić, by inflacja ostatecznie osiągnęła cel EBC.

Niemieckie zamówienia przemysłowe w ujęciu rocznym nadal tracą



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

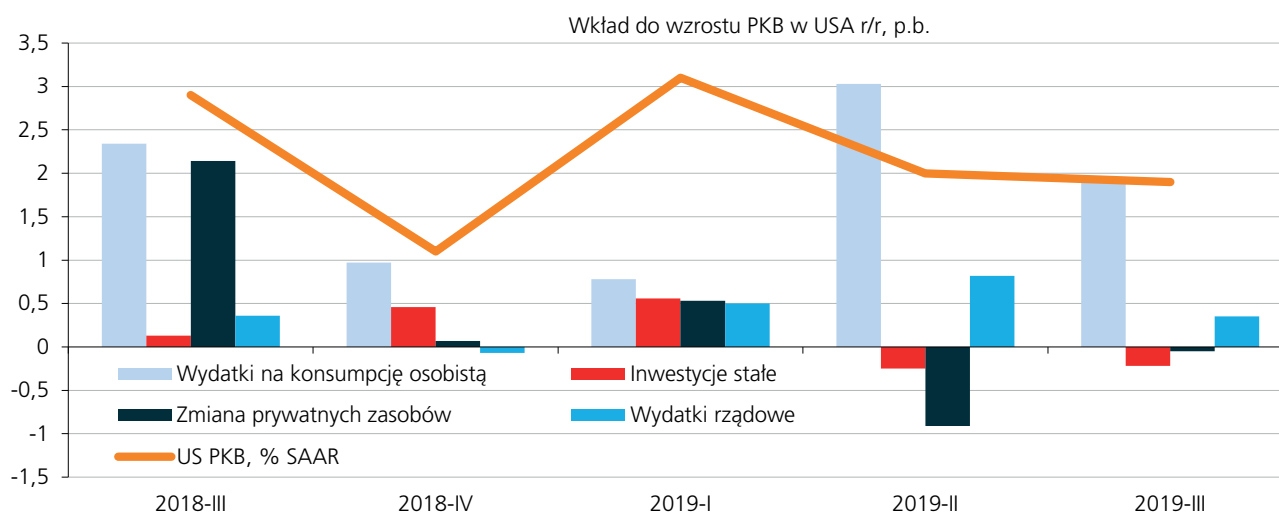
USA

Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw również potwierdziła w trzecim kwartale, że amerykańska gospodarka może nadal polegać na konsumpcji gospodarstw domowych. Chociaż prawdą jest, że w niektórych segmentach występowały oznaki słabości (np. Spada skłonność do wydawania długoterminowych artykułów gospodarstwa domowego), ogólna sprzedaż jest nadal wysoka. Po wzroście o 0,8% m/m (skorygowanym w dół) w lipcu, sprzedaż wzrosła również w sierpniu, w tempie 0,4%. Podczas gdy sprzedaż uległa stagnacji w ujęciu miesięcznym we wrześniu, ale za cały kwartał jest to bardzo dobry wynik. Biorąc jednak pod uwagę sytuację **na rynku pracy, zmiany te nie są zaskakujące**. Po silnym pierwszym i drugim kwartale, kiedy rynek pracy stworzył odpowiednio 496 tys. i 437 tys. miejsc pracy w sektorze prywatnym, dobry trend utrzymał się również w trzecim kwartale, stworzono łącznie 452 tys. miejsc pracy (w samym październiku powstało 131 tys. miejsc pracy). **Oficjalna stopa bezrobocia wyniosła** w październiku 3,6% (tj., z wyjątkiem września tego roku najniższy poziom od 1994 r.), jej alternatywna stopa, obejmująca oprócz osób bezrobotnych również osoby, które pracują mniej niż by chciały, wyniosła 7%, jest to równie niski wyniki jak w grudniu 2000. **Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w październiku 214,75 tys. tygodniowo**, jest to najniższa ilość od końca lat sześćdziesiątych (okres, dla którego mamy dane). Dobra sytuacja na rynku pracy znajduje odzwierciedlenie w wynagrodzeniach: wynagrodzenie nominalne wzrosło w październiku o 3% r/r (płaca realna tylko o 1,4%). Stawka nominalna nieco powyżej 3 procent z pewnością nie jest chlubą, ale jest to maksimum po kryzysie (tj. przez ostatnie dziesięć lat).

Inflacja bazowa PCE we wrześniu stagnowała miesiąc do miesiąca, wzrastając o 0,4% w ciągu ostatnich 3 miesięcy, co oznacza, że obecnie jest nieco poniżej celu banku centralnego USA wynoszącego 2% w ujęciu rocznym. Rozwój sytuacji w ciągu ostatnich 3 miesięcy może sprawiać wrażenie, że Fed ma dobre powody do obniżenia stóp, ale przed wydaniem takiego wyroku ważne jest, aby zdać sobie sprawę, że na wydarzenia w ostatnim kwartale silny wpływ mają zaskakująco słabe podwyżki cen we wrześniu (historycznie zmiana we wrześniu około + 0,2% m/m). Natomiast roczna stopa inflacji była niezawodnie na poziomie 2% lub więcej w poprzednich miesiącach.

Jak wskazaliśmy, Fed nie bierze w dużej mierze pod uwagę ogólnego dobrego wzrostu i inflacji. To, co Jeremy Powell, szef Fed, określił kilka miesięcy temu jako zwykłą „korektę stóp procentowych w środku cyklu koniunkturalnego”, ma teraz postać potrójnej obniżki stóp - stopy procentowe na posiedzeniu Fed pod koniec października spadły o kolejne 25 p.b. (do 1,50-1,75%). Powody, dla których Fed obniżył stopy w tym roku, zostały podsumowane przez jego szefa w następujący sposób: 1) spowolnienie w światowym przemyśle, 2) niepewność w światowym handlu odbijająca się na amerykańskiej gospodarce oraz 3) inflacja poniżej celu. Pierwsze dwa są prawdziwe, ale jak wyjaśniono powyżej, wpływ na USA był jak dotąd minimalny. Nie ma wiadomości, że inflacja jest poniżej celu: inflacja była poniżej celu przez zdecydowaną większość miesięcy od grudnia 2015 r., kiedy to Fed zaczął podnosić stopy... Jest to zarówno zrozumiałe, jak i słuszne, że w komunikacie po posiedzeniu zaobserwowano, że poprzeczka do dalszych obniżek stóp przesunęła się nieco wyżej: na przykład z komunikatu zniknęło zdanie, że Fed „dąży do utrzymania ekspansji”, co w ostatnich miesiącach zwiastowało zbliżające się obniżki stóp procentowych. Na konferencji prasowej Powell wyjaśnił, że członkowie FOMC zajęli obecne stanowisko w polityce pieniężnej, aby uzyskać pozycję „najprawdopodobniej adekwatną” w nadchodzących miesiącach. Ergo, zdaniem FOMC, zapewne będziemy mieć okres stabilności stóp.

Tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej na razie (zaskakująco) nie spowalnia



Źródło: bea.gov, tabela 1.1.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka wciąż się rozwija, przemysł przekracza pesymistyczne oczekiwania wynikające z PMI, a gospodarstwa domowe nadal wydają. Inflacja utrzymuje się powyżej dwóch procent.

Dane sumaryczne dotyczące wzrostu gospodarczego w III kwartale nie zostały jeszcze opublikowane, pierwsze szacunki będą znane dopiero 14 listopada. Dane miesięczne wskazują, że gospodarka nadal rośnie, choć w wolniejszym tempie niż w pierwszej połowie.

Produkcja przemysłowa zwiększyła w trzecim kwartale o 0,6% q/q, co stanowi wzrost o 2,8% w ujęciu rocznym. Jest to znacznie wolniej niż 4,6% r/r w drugim kwartale 2019 r., ale biorąc pod uwagę indeks managerów zakupów, który osiągnął 48 punktów w trzecim kwartale (już rok znajduje poniżej 50 punktów, które zwykle oddziela ekspansję od kurczenia się), już wcześniej można było oczekiwać słabego wyniku. Z uwagi na fakt, że wrześniowa wartość 47,8 punktu była nieco wyższa od sześciolatniego minimum z lipca (47,4), nie można obwiniać żadnego obserwatora, gdyby oczekiwał stagnacji, a nawet niewielkiego spadku produkcji przemysłowej w trzecim kwartale. A także tego, że można spodziewać się spadku o 4-5% w czwartym kwartale: wskaźnik PMI w październiku (45,9) spadł najszybciej od połowy 2009 r. za sprawą najszybszego spadku nowych zamówień od kwietnia 2009 r. i najszybszego spadku zamówień eksportowych od czerwca 2009 r. Jednak dotychczasowa sytuacja była taka sama jak w Czechach (PMI namalował zbyt pesymistyczny obraz, przemysł faktycznie radził sobie lepiej), więc pytanie brzmi, czy faktycznie zobaczymy takie tempo spadku w 4Q19.

Sprzedaż detaliczna pod koniec trzeciego kwartału również osiągnęła dobre wyniki. We wrześniu wzrosły one o 4,3% r/r, co stanowiło zaledwie o 0,1 p.p. wolniejsze tempo wzrostu niż w sierpniu. Pomimo wolniejszego tempa niż w pierwszej połowie roku wynik jest nadal bardzo dobry. Nie jest to jednak zaskakujące - fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych są, podobnie jak w poprzednich miesiącach, bardzo dobre. **Płace mocno rosną** (nominalna + 6,8% r/r w sierpniu, 6,6% we wrześniu), równie silny jest rynek pracy. Sezonowo skorygowana **stopa bezrobocia** spadła we wrześniu na historyczne minimum, zarówno po korekcie (5,3%), jak i bez niej (5,1%). W przyszłym roku popytowi pomoże wzrost płacy minimalnej (o 15%) ogłoszony przez partię Prawa i Sprawiedliwości w pierwszej połowie września (obiecano dalszy wzrost płacy minimalnej o 15% w 2021 r. i 10% rocznie w latach 2022-2024).

Fakt, że w tym przypadku płaca minimalna byłaby w zasięgu 60% przeciętnego wynagrodzenia (czyli znacznie więcej niż w innych krajach), powinien mieć wpływ na inflację oprócz sektora inwestycji, szacowaną na mniej więcej +0,2 do +0,3 p.p. w ujęciu rocznym. Obecnie inflacja jest stosunkowo wysoka: inflacja zasadnicza spadła do 2,6% we wrześniu (według ostatecznych danych i do 2,5% według wstępnych danych w październiku), ale inflacja bazowa wzrosła do 2,4%. Presja popytowa w polskiej gospodarce wciąż istnieje.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na posiedzeniu na początku października pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Jednak, podobnie jak w innych krajach, sytuacja banku centralnego zmieniła się w wyraźnie gołębią. Bank centralny nadal uważa, że gospodarka krajowa jest silna (wzrost płac, transfery socjalne), ale otoczenie zewnętrzne jest znacznie słabsze niż kilka miesięcy temu. Na razie, zdaniem prezesa NBP, nie ma wystarczających powodów do obniżenia stóp, ale zwrot w retoryce jest oczywisty.

ROPA

Ropa naftowa w październiku (Brent) była przedmiotem handlu w wąskim przedziale ± 2 USD wokół 60USD za baryłkę, ze względu na brak istotnych informacji na temat ustalania cen.

RYNKI AKCYJNE

W październiku rynki akcji rozkwitły we wszystkich regionach. Dobre wyniki nadal były wspierane przez luźną retorykę banków centralnych w zakresie polityki pieniężnej, krótkoterminowe zawieszenie broni na frontach wojen handlowych, względny spokój na granicy turecko-syryjskiej oraz dobre zarobki przedsiębiorstw za trzeci kwartał tego roku. Akcje amerykańskich spółek po ogłoszeniu przez prezesa amerykańskiego banku centralnego Jerome Powella, że amerykański organ monetarny zacznie zwiększać swój bilans w dającej się przewidzieć przyszłości poprzez zakupy aktywów, a następnie obniżyć stóp procentowych przez Fed o 0,25 punktu procentowego i opublikowanie bardzo dobrych wyników finansowych w USA, wzrosły o 2% (indeks S&P500). Przeważające pozytywne nastroje globalne, potęgowane spadkiem ryzyka twardego Brexitu, oraz atrakcyjne wskaźniki wartości zostały również wykorzystane przez akcje spółek europejskich, które wzrosły o 0,9% miesiąc do miesiąca (indeks DJ STOXX 600).

Niższa płynność rynków Europy Środkowej w październiku i specyficzne problemy polskiego systemu bankowego utrudniały zyski na lokalnych giełdach. Polski rynek (WIG30 + 0,9%) był nadal wleczony orzeczeniem ETS w sprawie rekompensaty dla posiadaczy kredytów hipotecznych denominowanych we frankach szwajcarskich, zwrotu przedterminowego rozwiązania pożyczek konsumenckich lub sprzedaży polskiego mBanku jego macierzystemu Commerzbankowi. Sektor telekomunikacyjny ma się dobrze, ponieważ zrealizował większość planowanych nakładów inwestycyjnych w ostatnich latach i oczekuje się poprawy rentowności przy niewielkim wzroście cen taryfowych w przyszłości. Gorzej radziły sobie akcje z sektora konsumenckiego LPP i CCC. Na giełdzie w Pradze dobrze radziły sobie akcje Avast (5,2%) i Moneta (+ 4,3%). Pięcioprocentowy spadek dotknął akcje CME (właściciela TV NOVA), ponieważ cena oferowana przez grupę PPF za umorzenie wszystkich akcji nie spełniła oczekiwań rynku.

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Rynki akcji gospodarek wschodzących zanotowały w ubiegłym miesiącu bardzo solidne zyski, MSCI Emerging Markets USD wzrósł o 4,1%. Rynkom pomogło uspokojenie sytuacji między USA a Chinami, pojawiły się nawet oznaki możliwej (przynajmniej częściowej) umowy. Większość banków centralnych dalej wspiera tę sytuację poprzez łagodzenie warunków monetarnych (np. Indie, Brazylia, Rosja), a kolejne luzowanie spodziewane jest w nadchodzących miesiącach. Największe zamieszanie w październiku to rozpoczęcie tureckiej operacji wojskowej przeciwko Kurdom w Syrii. Akcje tureckie straciły w ujęciu miesięcznym ponad 7% (w walucie lokalnej), większość państw zdecydowanie potępiła tę operację i na Turcję nałożono sankcje.

MSCI WORLD INDEX



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

USA I UGW

Październikowy rozwój na amerykańskim rynku obligacji, po burzliwym sierpniu i wrześniu, był spokojny. Dziesięcioletnie rentowności w USA w pierwszej dekadzie spadły do granicy 1,5%, szybko jednak wzrosły do 1,8% w wyniku wydarzeń związanych z Brexitem (dalsze odroczenie) i wznowieniem rozmów między Chinami i USA. Pod koniec października długie rentowności powróciły na niższy poziom i na koniec miesiąca w wyniku obniżki stóp przez FED osiągnęły 1,7%. Na krótkim końcu sytuacja była podobna - najpierw spadek na 1,4%, następnie wzrost do ponad 1,6%, a na koniec miesiąca korekta poniżej 1,5%.

Niemieckie dziesięcioletnie rentowności rozpoczęły miesiąc na poziomie około -0,6%, ale połączenie odroczenia Brexitu i doniesień o rozbieżnościach w Radzie Prezesów EBC spowodowało, że w drugiej dekadzie miesiąca znacznie wzrosły. Dziesięcioletnia rentowność spadła na -35 punktów, trzydziestoletnia rentowność „nawet” powróciła do wartości dodatnich (+15 punktów) i na tych poziomach zakończyły miesiąc.

OBLIGACJE KORPORACYJNE

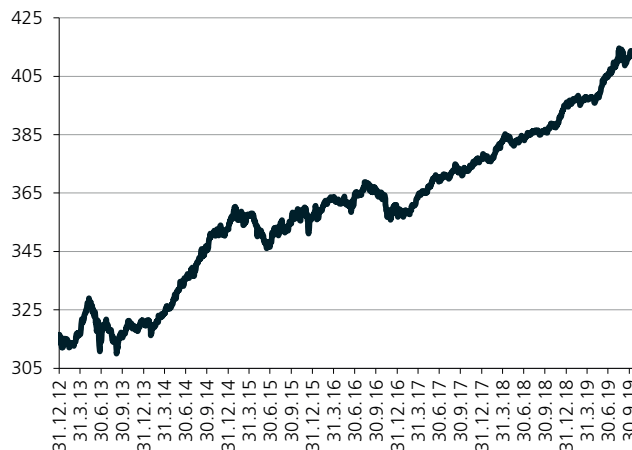
Obligacjom korporacyjnym w październiku względnie się powodziło, szczególnie w klasie inwestycyjnej. Pozytywnie wpłynęło na nie ogłoszenie amerykańskiego FEDu, że ponownie zacznie nieznacznie zwiększać swoje saldo (tj. kupować papiery wartościowe) i dostarczać płynność na rynku międzybankowym, a także przesunięcie sagi Brexit w kierunku odejścia bez umowy i, co nie mniej ważne, nieznacznie pozytywne doniesienia z negocjacji między USA a Chinami w sprawie ewentualnej umowy handlowej. W ujęciu miesięcznym średnie marże kredytowe w przypadku indeksu EUR iBoxx Corporate IG spadły o 10 p.b. do 73 punkty, a w przypadku indeksu klasy spekulacyjnej o 1 p.b. do 319 punktów. Jeśli chodzi o rynek swapów ryzyka kredytowego (CDS), tendencja do niższych marż nie była tu tak zauważalna – w przypadku klasy inwestycyjnej (indeks iTraxx Europe) średnia marża kredytowa spadła o 4 p.b. do 52 punkty, iTraxx Crossover, mierzący średnią marżę kredytową w segmencie HY, wzrósł o 7 p.b. do 240 punktów.

RYNKI OBLIGACJI

POLSKO

Na polskich krzywej rentowności w październiku nic się nie wydarzyło. Podobnie jak w Czechach, w Polsce długie rentowności najpierw spadły, a następnie rosły, ale wahania następowały w przedziale 10 p.b. Na koniec miesiąca dziesięcioletnia polska rentowność była na tym samym poziomie (2 %) jak na koniec września. Na krótkim końcu rentowności nieznacznie spadły (o około 8 p.b.) osiągając poziom 1,45 %.

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

WALUTY

W październiku rozwój dotyczący pary euro/dolar odwrócił się w porównaniu do poprzednich dwóch miesięcy.

Dolar wobec euro stracił z wartości 1,9 z końca września i osiągnął poziom 1,115. Chociaż prawdą jest, że dane makroekonomiczne UGW bardziej sprzyjały dalszej deprecjacji euro, ale malejące prawdopodobieństwo spontanicznego Brexitu czy porozumienie z początku października w sprawie tzw. Nowego instrumentu budżetowego na rzecz konwergencji i konkurencyjności (BICC) na poziomie ministrów finansów UGW były w stanie przepchnąć słabe makrodane.

Polski złoty w październiku wyraźnie się umocnił, co wskazuje przede wszystkim na regionalne czynniki wzmacniające. Pod koniec września złoty zaatakował poziom 4,40 zł za jedno euro, ale w październiku umocnił się wobec euro aż o 2,5 % kończąc miesiąc na poziomie 4,25.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska inflacja pozostaje wysoka (nawet inflacja bazowa), a polska gospodarka nadal się rozwija (wzrost pomimo słabości Niemiec utrzymuje się, a rząd wydaje się chcieć zapewnić, że tak będzie również w 2020 r.) - można oczekiwać, że polityka pieniężna zapewni wzrost przychodów. Jednak wrześniowe złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro i gołębia zmiana polskiego banku centralnego na ostatnim posiedzeniu skutecznie podważają te oczekiwania. Podstawowym scenariuszem na nadchodzący kwartał jest wzrost nachylenia krzywej (wzrost rentowności w dłuższej perspektywie), zasadniczo zgodny z ruchem krzywej w strefie euro.

WALUTY

Kurs euro w stosunku do dolara rozwija się zgodnie ze scenariuszem ryzyka, który opisaliśmy, tzn. jeśli kurs przekroczy zakres 1,12–1,14, najprawdopodobniej następnie obniży się, w październiku wrócił do dolnej granicy pasma 1,12-1,14. W nadchodzących miesiącach widzimy kurs dolara na dolnym końcu tego przedziału. Uważamy, że polityka pieniężna EBC i Fed nie przyniesie żadnych niespodzianek w nadchodzących miesiącach, Brexit prawdopodobnie okaże się cywilizowany. Największym ryzykiem dla tej pary walutowej jest rozwój chińsko-amerykańskiego konfliktu handlowego, zwłaszcza w związku z nadchodzącymi wyborami prezydenckimi. Każde zaostrenie może osłabić euro. Rozłożenie ryzyka pozostaje zatem takie samo - jeśli kurs walutowy wykracza poza przedział 1,12-1,14, to w dół (tj. poniżej 1,12).

W przypadku polskiego złotego doszło do oczekiwanego przez nas umocnienia do poziomu 4,25. Chociaż z fundamentalnego punktu widzenia złoty byłby wspierany przez wartości wyraźnie silniejsze, nie uważamy tego za zbyt prawdopodobne. Konieczne byłoby podwyższenie proggu 4,10, prawdopodobnie ze strony polityki pieniężnej (dotychczas silny wzrost nie był wystarczający do rozpoczęcia umocnienia). Tego jednak się nie doczekamy Dlatego spodziewamy się oscylacji w okolicach 4,30, być może częściej poniżej tego proggu..

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK AKCYJNY

Nasze oczekiwania dotyczące globalnych rynków akcji do końca 2019 r. i 2020 r. są ostrożnie pozytywne w naszym podstawowym scenariuszu spodziewanych przyszłych zmian. Światowa gospodarka osiągnęła najwyższy poziom w bieżącym cyklu gospodarczym pod koniec 2017 r. i stopniowo zwalnia od początku 2018 r. Obecna dynamika i perspektywy gospodarki światowej są zatem raczej słabe. Obecny wzrost światowej gospodarki jest nadal stosunkowo przyzwoity, ale stopniowe spowolnienie dynamiki wyraźnie trwa. Słabość rozpoczęła się w sektorze przemysłowym, ale teraz wydaje się, że sektor konsumencki również przyczyni się negatywnie do dalszego spowolnienia światowej gospodarki w nadchodzących kwartałach. Rzeczywiście wydaje się, że odporność konsumentów na całym świecie należy już do przeszłości. Handel międzynarodowy jest również istotnym czynnikiem negatywnym. Pod koniec tego roku możemy jednak spodziewać się wzrostu marży zysku, co sprawi, że wskaźniki wartości akcji, które są obecnie w obrocie zbliżone do ich długoterminowych średnich historycznych, będą bardziej atrakcyjne. Jednocześnie europejskie akcje mogą odzwierciedlać słabe euro i wciąż luźną politykę pieniężną EBC. Ostrożnie podchodzimy do amerykańskich indeksów giełdowych, które są bliskie historycznym szczytom i obecnie trudno im szukać przyczyn ich dalszego wzrostu. Zbliżające się wybory prezydenckie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego lub luźna polityka pieniężna banku centralnego mogą być nieco pozytywnym bodźcem. **Pozytywnie oceniamy zarządzanie spółkami z rynków wschodzących**, które będą czerpać korzyści z rosnącego konsumenta i konwergencji w kierunku gospodarek rozwiniętych. Główne ryzyka naszego ostrożnie pozytywnego scenariusza bazowego obejmują: nieoczekiwane i znaczące wzrosty inflacji oraz oczekiwania inflacyjnych, szybsze niż oczekiwano stopniowe spowolnienie światowej gospodarki, wojny handlowe, w porównaniu do obecnych oczekiwań znacznie szybsza standaryzacja polityki monetarnej kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ, PBoC), wysokie zadłużenie peryferyjnych państw strefy euro, główne zagrożenia geopolityczne na czele z Bliskim Wschodem, Argentyną i Wenezuelą, a dla rynków rozwijających się silny amerykański dolar w połączeniu z rosnącymi stopami procentowymi.

Największy potencjał widzimy obecnie w słoweńskich i niektórych czeskich akcjach. Z akcji na rynku czeskim pozytywnie patrzymy na akcje producenta wyrobów tytoniowych Philip Morris Czech, akcje AVAST i producenta napojów bezalkoholowych Kofola. Wprowadzenie podatku bankowego, o którym spekulowano w ostatnich miesiącach, może stanowić ryzyko dla tytułów bankowych. Ten sam problem podatków sektorowych może również dotknąć ubezpieczycieli, telekomunikację lub producentów wyrobów tytoniowych. Z segmentu START, części praskiej giełdy, jesteśmy pozytywnie nastawieni do akcji producenta ciągów do drukarek 3D Fillamentum, producenta obuwia Prabos, a także producenta bezpilotowego samolotu Primoco. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki obuwniczej CCC, spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, banków Pekao i Alior czy producent odzieży Vistula. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do konglomeratu medycznego MedLife oraz producenta wina Purcari, w Słowenii są to akcje firmy farmaceutycznej Krka, banku Nova Ljubljanska Banka, sieci stacji benzynowych Patrol i portu Luka Koper.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

- Infolinia: +48 222 089 949
- E-mail: fundusze@conseq.pl
- Strona internetowa: www.conseq.pl