



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	-6,58 %	USA	2,35 %	USD/EUR	-0,41 %	Ropa Brent	-11,41 %
Europa – DJ Stoxx 600	-5,70 %	Europa	1,09 %	CZK/USD	1,24 %	Gaz	-4,70 %
Japonia – Nikkei 225	-7,45 %	CZ	1,73 %	CZK/EUR	0,83 %	Fotowoltaika	-4,87 %
MSCI Emer. Markets	-7,53 %	Polska	1,28 %	PLN/EUR	-0,06 %	Złoto	1,56 %
CZ – PX	-2,30 %	Węgry	1,44 %	HUF/EUR	0,30 %	Srebro	-2,23 %
Polska – WIG30	-3,72 %	Turcja*	3,32 %	TRY/EUR	-2,29 %	Miedź	-9,24 %
Węgry – BUX	-3,80 %	* BofA Merrill Lynch index					

## MAJ W PIGUŁCE

### Główne wydarzenia na świecie

- 2 maja odbyło się posiedzenie Czeskiego Banku Narodowego zgodnie z oczekiwaniami inwestorów jednomyślnie podwyższył kluczową dwutygodniową stopę repo o jedną czwartą punktu procentowego (0,25%) do 2%. Osiągnęła ona najwyższą wartość w ciągu ostatnich 10 lat. Na konferencji prasowej zaznaczono, że kolejna podwyżka stóp w tym roku jest mniej prawdopodobna. ČNB w razie potrzeby będzie odpowiadał na nowo otrzymane dane.
- Stany Zjednoczone 10 maja podniosły cło na dostawy z Chin. Cło na wybrane towary wzrosło do 200 mld USD z 10% do 25%. Krótkoterminowa reakcja rynków finansowych na ogłoszenie zamiaru przez prezydenta Trumpa na Twitterze była negatywna. Następnie, w poniedziałek 13 maja, Pekin ogłosił 60 miliardów USD ceł odwetowych na towary z USA. Nowe taryfy powinny osiągnąć od 5 do 25% i objąć około 5000 produktów amerykańskich. Będą one obowiązywać od 1 czerwca. Indeksy akcyjne w odpowiedzi na te zmiany znacznie straciły.
- Pod koniec maja obie potęgi światowe ponownie dołączyły oleju do ognia. Chiny wspomniały, że mogą ograniczyć eksport swoich metali szlachetnych do USA. Amerykański prezydent ponownie wziął na celownik Meksyk. Trump zagroził 5% cłem na cały import z Meksyku stwierdzając, że jeśli kraj nie powstrzyma „nielegalnych imigrantów” zmierzających do USA, cło zostanie zwiększone do 25% od października. Rynki akcyjne nie mogły zareagować inaczej niż silnym spadkiem.
- Obecnie wydaje się, że wojna handlowa między USA a Chinami będzie prawdopodobnie długa, czasami chaotyczna i nie najmniej kosztowna.
- Według zaktualizowanych szacunków Czeskiego Urzędu Statystycznego, czeska gospodarka wzrosła o 2,6% rok do roku w pierwszym kwartale i o 0,6% kwartał do kwartału. Wartości były zgodne z oczekiwaniami inwestorów. W czwartym kwartale ubiegłego roku wzrost wyniósł 2,6% r/r i 0,8% q/q. Oczekuje się, że w tym roku gospodarka spowolni do 2,5% po prawie 3% wzroście w poprzednim roku, ale z powodu wydarzeń za granicą ryzyko jest przesunięte w kierunku słabszego wzrostu.
- Ogólny obraz światowych rynków finansowych w maju stał się negatywny pod wpływem rosnących napięć handlowych między USA i Chinami. W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy, rynki akcji spadły dość mocno, choć od początku roku nadal są na plusie.

### Sytuacja na rynkach finansowych

- Zmiana sentymentu na negatywny była odzwierciedlona w lekkiej aprecjacji dolara. Indeks dolara DXY, który mierzy wyniki dolara w stosunku do koszyka głównych walut światowych, wzrósł o 0,3%. W stosunku do euro dolar umocnił się o 0,4% do 1,117 USD za euro.
- Globalne rynki akcyjne z powodu wojen handlowych zmieniły kierunek. Indeks MSCI All Country World stracił 6,2 Z perspektywy regionalnej nieco mniej straciły rynki akcyjne krajów rozwiniętych (MSCI World -6,1 %), nieznacznie gorszą stopę zwrotu miały rynki akcyjne krajów rozwijających się (MSCI Emerging Markets -7,5 %). Globalne rynki akcji są silniejsze o 8% od początku roku.
- W poszczególnych krajach solidny zysk zanotowały tylko akcje w Rosji (RTSI +3,1 %) i w Indiach (Sensex +1,7 %). Z drugiej strony największą stratę zapisały akcje w Austrii (ATX -9,9 %), Włoszech (FTSE MIB -9,5 %) oraz region rozwijającej się Azji bez Japonii a na czele z Chinami (MSCI Asia ex-Japan -8,9 %).
- Giełda Papierów Wartościowych w Pradze według indeksu PX odnotowała stosunkowo niewielką stratę na poziomie -2,3%. Indeks PX zakończył miesiąc na poziomie 1044 punktów.

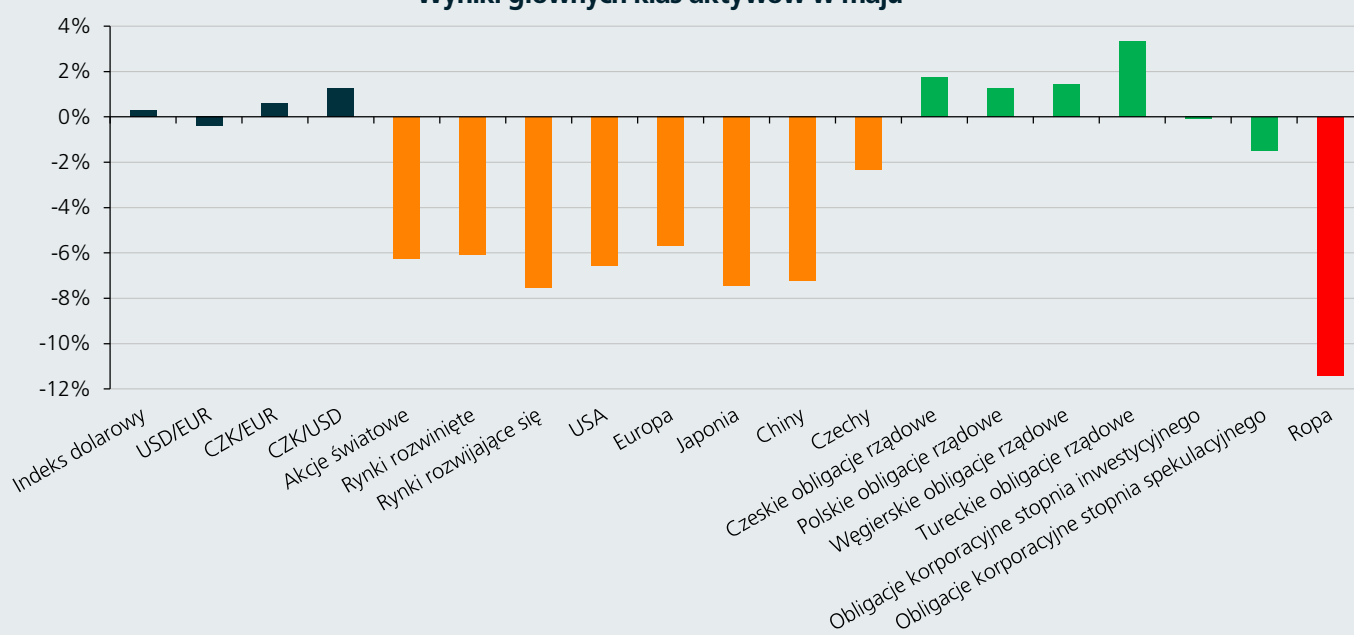


MAJ W PIGUŁCE

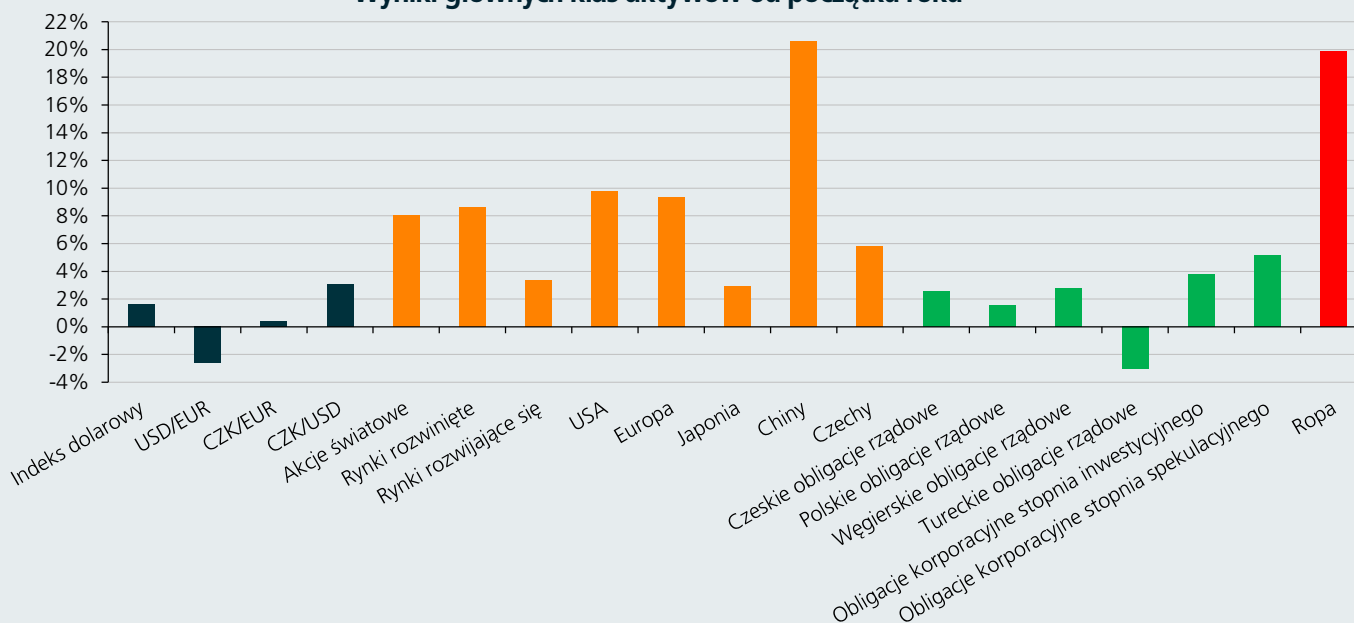
Sytuacja na rynkach finansowych

- Obligacje w regionie radziły sobie dobrze. Polskie obligacje skarbowe zanotowały wzrost o 1,3%, a węgierskie obligacje rządowe o 1,4%. Tureckie obligacje rządowe zanotowały solidny zysk na poziomie 3,3%.
- Obligacje korporacyjne osiągały nieznaczny ujemny wynik. Indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego spadł o 0,1 % a indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro spadł o 1,5 %.
- Ropa Brent, jako kolejny dość ryzykowny składnik aktywów, straciła znacznie, ponieważ cena spadła o 11,4% do 64 USD za baryłkę.

Wyniki głównych klas aktywów w maju



Wyniki głównych klas aktywów od początku roku





## MAJ W PIGUŁCE

## Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w kwietniu nie dokonaliśmy większych zmian. W porównaniu z benchmarkiem mamy neutralną wagę w akcjach, niedoważenie w obligacjach i przeważenie w inwestycjach alternatywnych i gotówce

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy	Gotówka
	=	-	+	+
	Neutralny	Niedoważenie	Przeważenie	Przeważenie

## Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Nasze oczekiwania na resztę roku 2019 są w podstawowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Światowa gospodarka swoje maksimum osiągnęła pod koniec 2017 roku. Od początku roku 2018 obserwowane jest lekkie spowolnienie. Dane o wzroście PKB za pierwszy kwartał z kluczowych gospodarek nie potwierdziły słabych danych miesięcznych od początku tego roku. Wzrost gospodarek był generalnie nieco lepszy niż oczekiwano. Wydaje się, że wzrost światowej gospodarki może stopniowo się stabilizować i nie będzie już spadać.
- Aktualna prognoza spółki FocusEconomics szacuje wzrost gospodarki światowej w 2019 roku na poziomie 2,9 %, szacunek ten z biegiem czasu nieznacznie spada. W każdym razie w tym momencie nie spodziewamy się globalnej recesji gospodarczej. Na ten moment nie oczekuje się globalnej gospodarczej recesji. Głównymi siłami napędzającymi ten wzrost będą wciąż azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.
- Rozwój inflacji na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. W krajach rozwiniętych inflacja powinna pozostać w tym roku około 2% celów inflacyjnych banków centralnych.
- Jeśli chodzi o kluczowe banki centralne to zarówno Europejski Bank Centralny, jak i amerykański FED uznali rzeczywistość słabszego wzrostu i wyraźniejszych ryzyk. Fed robi teraz przerwę w podwyżkach stóp procentowych, a EBC raczej nie podniesie stóp przed 2020 rokiem. Bank Centralny Japonii będzie nadal utrzymywał zerowe stawki i zakupy obligacji rządowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopy inflacji w Japonii są nadal znacznie poniżej celu inflacyjnego 2%.
- Jeśli chodzi o globalne perspektywy kapitałowe, miesiąc lub dwa miesiące temu spodziewaliśmy się konsolidacji lub mniejszej korekty po silnym wzroście na początku roku. A korekta w rzeczywistości miała miejsce w maju. Uważamy, że wojna handlowa między USA a Chinami będzie trwała przez jakiś czas. Wydaje się, że jest to kluczowy czynnik dla krótkoterminowych zmian na giełdzie, które trudno przewidzieć. Jest prawdopodobne, że dalszy rozwój wypadków będzie dość nerwowy i możemy sobie wyobrazić wszystkie scenariusze rynkowe: dalszy nieznaczny spadek, konsolidacja istniejących poziomów, a nawet wzrost, jeśli przynajmniej trochę się uspokoi. Ogólnie rzecz biorąc, nadal mamy neutralną opinię na temat akcji. Ten pogląd jest poparty trzema podstawowymi czynnikami. Po pierwsze, obraz makroekonomiczny nie zmienił się pod koniec zeszłego roku, kiedy rynki uległy gwałtownym spadkom. Światowa gospodarka lekko zwalnia, co jest szczególnie widoczne w strefie euro i Chinach. Po drugie, wyceny takie jak P/E, P/B lub P/S są na poziomie historycznych średnich, czyli neutralne, odpowiednio, uczciwie wycenione akcje. Czyli akcje nie są zbyt tanie, ani zbyt drogie. Po trzecie, globalna dynamika zysków przedsiębiorstw zwalnia. O ile w drugiej połowie ubiegłego roku było niezwykle wysokie o około 25 procent, według aktualnych danych dynamika spadła do 7 procent, a spowolnienie prawdopodobnie będzie trwać, dlatego mamy neutralny pogląd na globalne działania.
- Z perspektywy alokacji regionalnej bardziej preferujemy rynki rozwijające się (emerging markets) niż rynki rozwinięte (developed markets) głównie z powodu 1) korzystniejszych wycen, 2) znacznie wyższej dynamiki PKB, 3) wyższego oczekiwanego tempa wzrostu zysków korporacyjnych oraz 4) znacznie gorszych ubiegłorocznych wyników, różnica wyniosła 12% na korzyść rynków rozwiniętych.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne inwestycyjnego i nieinwestycyjnego stopnia uważamy, że po znaczącym wzroście cen w poprzednich latach, najlepszy okres mają już prawdopodobnie za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych – marże kredytowe, są nadal blisko historycznego minimum.
- 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) 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) Brexit, a 4) sytuacja we Włoszech – pogłębienie recesji gospodarczej, opracowanie budżetu państwa i korespondująca z tym dynamika długu publicznego.



## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

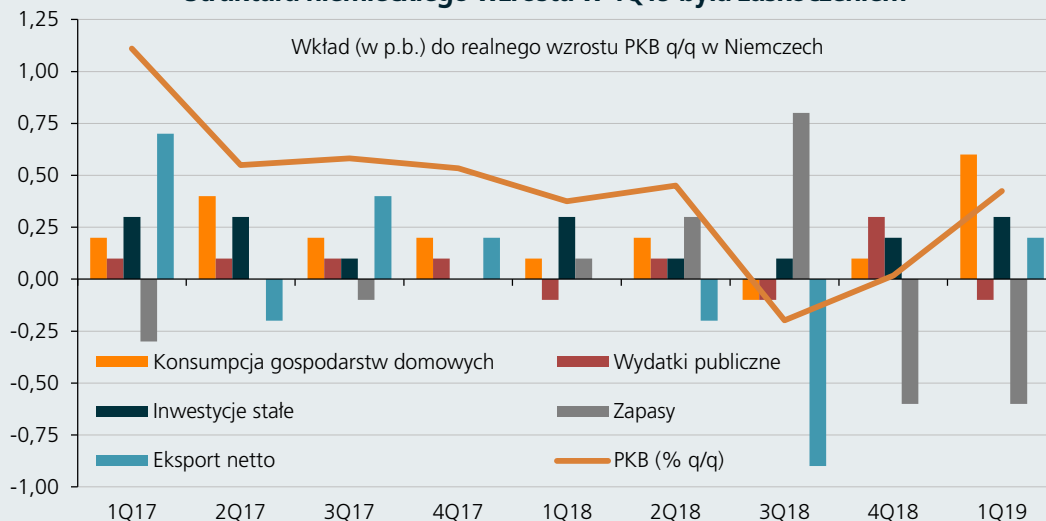
Chociaż struktura wzrostu największej gospodarki strefy euro w pierwszym kwartale daje nadzieję, że drugi (i prawdopodobnie trzeci) kwartał będzie podobny, wskaźniki wyprzedzające w Niemczech i całej UGW nadal wykazują wzrost o 0,1-0,2% q/q. Co z pewnością nie przyspiesza bicia serca EBC. Nowe dane dotyczące wzrostu za pierwszy kwartał tego roku dla całej strefy euro z poprzedniego miesiąca nie zostały opublikowane. Jedyne nowe informacje to dane dla Niemiec. Wzrost był zaskakująco silny i wyniósł 0,4% q/q, jednak bardziej zaskakujący niż sam wynik, jest jego struktura. Największym pozytywnym czynnikiem był popyt gospodarstw domowych, który dodał 0,6 p.p. w ujęciu kwartalnym, jest to najwyższy wynik od trzeciego kwartału 2011 roku. Pozytywnie przyczyniły się także inne składniki zagregowanego popytu: środki trwałe przypisały 0,3 p.p., eksport netto 0,2 p.p. Innymi słowami, jedynym negatywnym czynnikiem wzrostu były zapasy, które, podobnie jak w czwartym kwartale 2018 r. i pierwszym kwartale tego roku, spadły o 0,3 p.p. Wyjaśnieniem może być to, że wzrost zagregowanego popytu po prostu pokonał negatywnie oczekiwania, które wpłynęły na rzeczywistą produkcję, a różnica między produkcją rzeczywistą a wymaganą musiała zostać zaspokojona przez zapasy. Gdyby tak było, to w nadchodzących kwartałach oczekivalibyśmy odwrotnego efektu, tj. wyrównania zapasów, co miałoby pozytywny wpływ na wzrost PKB.

Jednak patrząc na wskaźniki wyprzedzające, pozostaje pytanie, czy tak będzie. **Majowy wskaźnik menedżerów zakupów (PMI) w niemieckim przemyśle nadal nieznacznie spadł** (do 44,3 punktu), osiągając tym samym najniższy poziom od lata 2012. Podczas gdy sektor usług nadal rośnie, spadek do najniższego poziomu od czterech miesięcy również nie jest najbardziej optymistyczną wiadomością. Średni złożony wskaźnik PMI wyniósł więc 52,4 punktu, co wskazuje na wzrost PKB o około połowę stopy z pierwszego kwartału. IFO również wykazuje takie tempo: dzięki załamaniu (do najniższego poziomu od sierpnia 2016 r.) wskaźnik bieżącej sytuacji osiągnął łącznie 97,9 punktu, co jest historycznie zgodne z wzrostem o 0,1-0,2% q/q.

Sytuacja nie jest lepsza w strefie euro. Ogólny PMI pozostał praktycznie bez zmian w stosunku do kwietnia (51,5) w maju wyniósł 51,6, ale perspektywy na najbliższe miesiące są dość pesymistyczne. Po pierwsze, wzrost nowych zamówień w dominującym sektorze usług, z wyjątkiem przełomu 2018 i 2019 r., był najniższy od 2014 r. Po drugie, oczekiwania dotyczące kolejnych 12 miesięcy są najniższe od października 2014 roku. Pesymizm i słaby wzrost zamówień spowodowały, że zatrudnianie nowych pracowników jest najniższe od jesieni 2016 roku. W przetwórstwie przemysłowym subindeks zatrudnienia spadł po raz pierwszy od sierpnia 2014 r. Innymi słowami, zgodnie z PMI strefa euro jest nadal na dobrej drodze do realnego wzrostu gospodarczego na poziomie 0,1% q/q.

Nie widzieliśmy jeszcze wielu twardych danych miesięcznych za drugi kwartał. **Jedynym namacalnym wskaźnikiem była niemiecka i hiszpańska sprzedaż detaliczna w kwietniu, ale w obu przypadkach dane te nie cieszą.** Niemiecka sprzedaż spadła o dwa procent rok do roku, ich średnia stopa wzrostu w ciągu ostatnich 3 miesięcy wyniosła 2 procent. W Hiszpanii wzrost wyniósł zaledwie 1,1% r / r, zarówno w kwietniu, jak i w ostatnich trzech miesiącach. Żadna z tych liczb nie wskazuje na zrównoważoną (ergo, popyt) inflację na poziomie około 2%.

## Struktura niemieckiego wzrostu w 1Q19 była zaskoczeniem





## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

**Inflacja zasadnicza** w maju nie została jeszcze opublikowana, ale oczekiwania dla trzech z czterech głównych gospodarek zostały ograniczone. Inflacja niemiecka wyniosła tylko 1,3% zamiast oczekiwanego 1,4%, hiszpański zamiast 1,1% tylko 0,9%, a francuski zamiast 1,2% tylko 1,1% (włoska inflacja była zgodna z oczekiwaniami na poziomie 0,9%). Chociaż nie mamy jeszcze danych o inflacji bazowej w maju, oczywiste jest, że z prawdopodobieństwem graniczącym z pewnością pozostało ono na poziomie około jednego procenta.

EBC nie spotkał się w maju, więc nie zareagował na ten rozwój inflacji. Jednak na czerwcowym spotkaniu wyraził swój niepokój. Nie wprowadził jednak żadnych zmian w polityce pieniężnej, rozszerzył jedynie prognozy, a mianowicie długość okresu, w którym z pewnością nie zwiększyłby stóp procentowych.

## USA

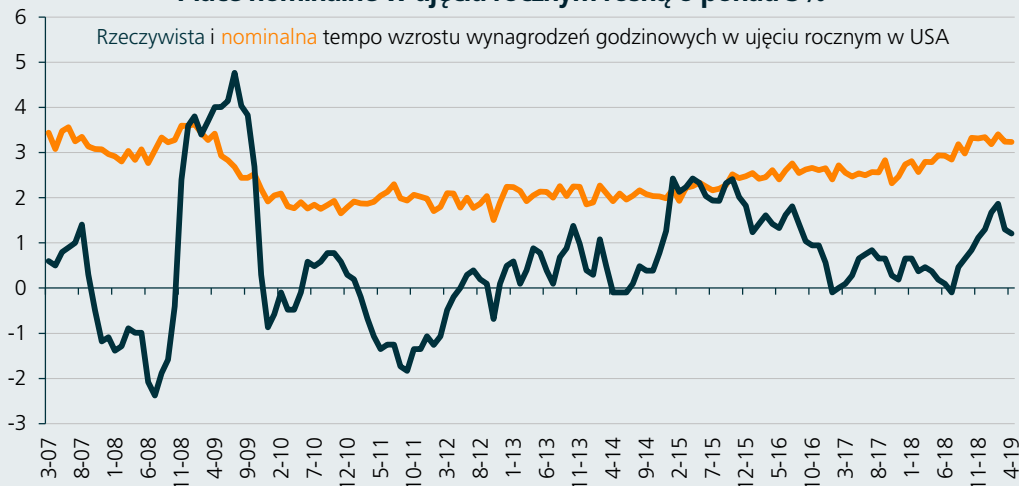
**Dane za drugi kwartał są słabe, inflacja pozostaje poniżej celu. Fed pozostaje w gołęmbim nastroju.**

Zgodnie z drugim szacunkiem, gospodarka USA wzrosła o 0,1 punktu procentowego w pierwszym kwartale tego roku, jest to szacunek niższy niż pierwszy, tj. 3,1% (q/q, annualizowany). Popyt gospodarstw domowych nie był jak zwykle najbardziej znaczącym czynnikiem wzrostu, dodając „zaledwie” 0,9 p.p., ale eksport netto, który dodał 1 p.b. Inwestycje stałe po drugiej korekcie dodały nieco mniej (0,8 p.p.) niż w pierwszym szacunku (0,9 p.p.). Wzrost utrzymuje się na poziomie, na którym prezydent USA chce to „widzieć”. Jednak dane opublikowane w maju były słabe. **Produkcja przemysłowa nadal traciła** – w kwietniu produkcja spadła o 0,5% m/m, a więc spadła o 0,8% w ciągu ostatnich trzech miesięcy. W przemyśle wytwórczym sytuacja była jeszcze gorsza, spadek w kwietniu wyniósł 0,5% m/m, a spadek w ciągu ostatnich trzech miesięcy ponad procent. Przemysł amerykański „w końcu” wykazuje słabość, podobnie jak w strefie euro.

**Sprzedaż detaliczna** bez samochodów i paliw spadła w kwietniu o 0,2% m/m, stagnując w ciągu ostatnich 3 miesięcy. Pomimo, że **rynek pracy jest wciąż bardzo dobry**. Po silnym pierwszym kwartale, kiedy to stworzono 522 tys. miejsc pracy w prywatnym sektorze (nawet biorąc pod uwagę słaby luty, kiedy to stworzono ich tylko 46 tys.), sytuacja utrzymała się w kwietniu, kiedy powstało 236 tys. miejsc pracy. **Oficjalna stopa bezrobocia** w kwietniu dalej spada, wyniosła 3,6%, było to jednak spowodowane jedynie dalszym spadkiem stopy uczestnictwa z 63% w marcu do 62,8% w kwietniu. **Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych nadal wynoszą 210 tys./tydzień** i jest to najniższy poziom od co najmniej 1970 r. (okres, dla którego dostępne są dane). Dobra sytuacja na rynku pracy jest odzwierciedlona w płacach, płaca nominalna wzrosła w kwietniu o 3,2 %.

**Inflacja bazowa PCE** nieznacznie wzrosła w kwietniu 2019 r. i osiągnęła 1,6%, tj. tylko 0,1 p.b. więcej niż wynik w marcu (1,5% w marcu było najniższym wynikiem od listopada 2017 r.). Inflacja zasadnicza utrzymała się na poziomie 1,5%, podobnie jak w marcu. Chociaż inflacja bazowa wzrosła w kwietniu o 0,25% m/m, jej roczne tempo wyniosło zaledwie około 1,2% w ciągu ostatnich trzech miesięcy, znacznie poniżej docelowego poziomu Fed 2%.

## Płace nominalne w ujęciu rocznym rosną o ponad 3%





## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

**Dłatego na posiedzeniu w kwietniu i maju 2019 r. Fed pozostawił stopy bez zmian.** Z protokołów z sesji, opublikowanych w trzeciej dekadzie maja, ewidentnie wynikało, że kolejna podwyżka stóp procentowych nie nastąpi; było jeszcze więcej członków FOMC, którzy wyrazili obawy, że wzrosły zagrożenia dla inflacji. Mówiono również, że nawet jeśli globalne warunki gospodarcze i finansowe ulegną poprawie, w obecnym otoczeniu (według członków FOMC) utrzyma się ostrożność umiarkowanego wzrostu gospodarczego i niskiej presji inflacyjnej.

CEE3**POLSKA**

**Polska gospodarka w pierwszym kwartale rozwijała się zaskakująco mocno, struktura wzrostu oraz dane miesięczne za kwiecień sugerują, że solidne tempo wzrostu utrzymuje się również w kwartale drugim. Bank centralny nie jest jednak tym zainteresowany i pozostaje w gołębim trybie.**

**Polska gospodarka w pierwszym kwartale dopisała mocne 1,5 % q/q** i z wyjątkiem końca ubiegłego roku (+0,5% q/q) zanotowała dziesiąty kwartał ze wzrostem o ponad jeden procent q/q. Międzyroczne tempo pozostało nieco poniżej 5 % (4,7 %). Struktura wzrostu była również bardzo dobra: oprócz zapasów, które odjęły 1,1 p.b. z międzyrocznego wzrostu (po udziale -0,3 p.b. pod koniec 2018 roku) wszystkie pozostałe składniki zagregowanego popytu miały pozytywny wpływ na wzrost. Największy udział miały gospodarstwa domowe (2,4 p.b.) i przedsiębiorstwa (1,6 p.b.). Spadek zapasów, podobnie jak w Niemczech i w Polsce daje nadzieję, że ich odzyskanie w najbliższych 1-2 kwartałach przyczyni się do wzrostu.

**Produkcja przemysłowa** dopisała w kwietniu 6,5% r/r, co było jedynie nieznacznym spowolnieniem wobec poprzedniego miesiąca (7,7%, po oczyszczeniu) i solidnym rozpoczęciem drugiego kwartału. W przeciwieństwie do Czech spowolnienie w sąsiednich Niemczech nie znajduje odzwierciedlenia w polskim przemyśle. Jest to dziwne, ponieważ wskaźnik PMI w Polsce już 7 miesięcy jest poniżej granicy 50 punktów, tj. czyli rejonie, który historycznie był związany ze spadkiem. W maju PMI ponownie nico spadł, z kwietniowych 49 punktów na 48,8. Nowe zamówienia po raz siódmy z rzędu również spadły i były najniższe od listopada ubiegłego roku. W przyszłości właściwe byłoby zatem osłabienie przemysłu, jednak ostatnie miesiące pokazują, że nawet PMI poniżej 50 nie musi koniecznie oznaczać takiego rozwoju.

**Sprzedaż detaliczna wzrosła również na początku drugiego kwartału bieżącego roku.** W kwietniu realnie prawie 12 % r/r, co było najszybszym tempem od lutego 2012r. Częściowo odzwierciedlony jest tutaj słaby wzrost w marcu i inne terminy Wielkanocy w 2018 i 2019 roku, niemniej jednak popyt gospodarstw domowych rośnie bardzo mocno: jego średnie tempo wzrostu wynosi 7,5 % r/r, co jest zgodne z tempem wzrostu w 2018 r. (7,9%).

Fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych pozostają nadal silne. **Płace rosną bardzo dobrze** (+7,1 % r/r w kwietniu) i bardzo dobry jest również rynek pracy – **stopa bezrobocia** w kwietniu pozostaje na historycznym minimum 5,5 %. W nadchodzących miesiącach nie ma powodu, dla którego popyt gospodarstw domowych nie powinien gwałtownie rosnąć.

**Inflacja w kwietniu nadal przyspieszała.** Podczas, gdy w styczniu tego roku wynosiła jedynie 0,7 %, w kwietniu już 2,2 % i podobne zmiany odnotowano w przypadku jej bazowego składnika: z 0,6 % w grudniu 2018, do 1,7 % w kwietniu. Nie wynika to jedynie z faktu, że rosną nie-bazowe składniki inflacji: w Polsce, wydaje się, że silny popyt gospodarstw domowych zaczął w tym roku naprawdę mieć wpływ na ceny.

**Rada Polityki Pieniężnej banku centralnego (RPP) na swoim majowym posiedzeniu pozostawiła zgodnie z oczekiwaniami główną stopę procentową bez zmian na 1,5 %,** tj. na poziomie, na którym znajduje się od kwietnia 2018. Cały Zarząd Banku nie martwi się inflacją, ich zdaniem jest to przede wszystkim wynik rosnących cen żywności i paliw, co naszym zdaniem nie jest całkowitą prawdą. Minister Glapiński powtórzył, że nie widzi powodów do obaw w związku z wyższą inflacją i że za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważa stabilność stóp procentowych aż do końca jego kadencji, ze względu na słaby wzrost UGW i gołębi EBC (od których najwyraźniej oczekuje umocnienia złotego).

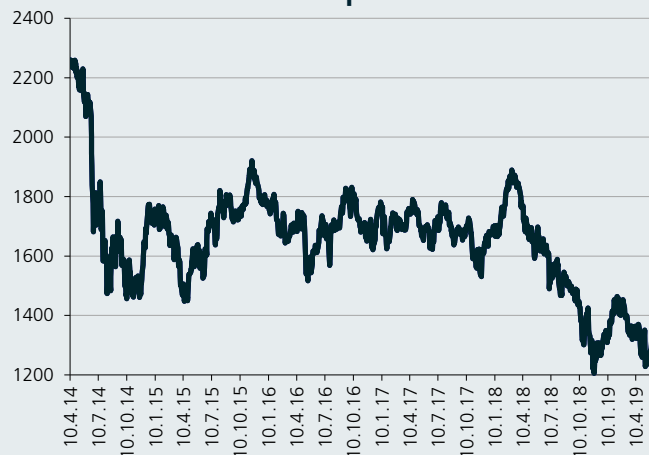


## RYNKI AKCYJNE

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Obraz światowych rynków finansowych w maju pod wpływem rosnących napięć handlowych między USA i Chinami odwrócił się w negatywnym kierunku. Stany Zjednoczone (indeks S&P 500 -6,6%) 10 maja zwiększyły cła na przywóz towarów z Chin. Cło na wybrane towary wzrosło do 200 mld USD z 10% do 25%. Krótkoterminowa reakcja rynków finansowych na ogłoszenie zamiaru przez prezydenta Trumpa na Twitterze była odpowiednio negatywna. Następnie, w poniedziałek 13 maja, Pekin ogłosił 60 miliardów USD ceł odwetowych na towary z USA. Nowe cła powinny wynieść od 5 do 25% i objąć 5000 produktów amerykańskich. Obowiązywać zaczęły 1 czerwca. Rynki akcji na całym świecie zareagowały negatywnie na tę sytuację, ale zdecydowana większość indeksów giełdowych nadal znacząco umacnia się od początku roku.

MSCI World Index



Wyniki spółek amerykańskich za pierwszy kwartał były powyżej oczekiwań analityków, zwłaszcza na poziomie zysków netto. Największe przyspieszenie zysków wykazał sektor telekomunikacji i konsumencki. Europejskie giełdy odzwierciedlały negatywny nastrój z USA i straciły w wyniku niepewności co do skutków tych ceł (indeks DJ Stoxx 600 -5,7%). Wybory do Parlamentu Europejskiego nie miały znaczącego wpływu.

Źródło: Bloomberg

Rynki Europy Środkowej reagowały na wydarzenia na rynkach światowych i również straciły. Spadki nie były tak wyraźne, a oczywistym wsparciem była rozpoczęty sezon dywidend i ogólna defensywa wielu spółek lokalnych. Główny sektor bankowy tracił wraz z bankami europejskimi. Niewielkie zyski zanotowały akcje nisko skorelowane z cyklem gospodarczym – spółka Avast albo Stock Spirit Group. W Polsce nie darzyło się sektorowi konsumenckiemu (spółka CCC i LPP (Reserved)), któremu zaszkodziła deszczowa pogoda. Dobre stopy zwrotu odnotowały spółki z sektora energetycznego.

Wystarczyło kilka tweetów prezydenta USA Donalda Trumpa i jak dotąd optymistycznie rozwijające się negocjacje biznesowe przybrały zupełnie inny kierunek. Nałożenie ceł na Chiny i realne zagrożenie dalszą eskalacją wojny handlowej mocno uderzyły w akcje na rynkach wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets USD spadł 7,53 %, i stracił większą część swoich tegorocznym zysków. Największy spadek zanotowały akcje chińskie i koreańskie. Swoje zyski utrzymały akcje indyjskie (+ 1,75 % w lokalnej walucie), gdzie trwające sześć tygodni wybory parlamentarne zakończyły się zwycięstwem obecnego premiera Módí. Ciekawe zyski osiągnięto także w Rosji (+ 4 %). Jednak na rynkach generalnie panował negatywny nastrój i napięcie dotyczące rozwoju sytuacji.



## RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

W maju nastąpił wyraźny spadek rentowności (wzrost cen obligacji rządowych) na amerykańskim rynku papierów skarbowych. Obligacje dziesięcioletnie traciły za sprawą wyższego ryzyka wojny handlowej między Chinami a Stanami Zjednoczonymi oraz korekcie rynku w dół odnośnie perspektyw stóp procentowych. W ten sposób osiągnęły 2,1% pod koniec maja, co oznaczało spadek o około 40 p.b. tylko w maju, jest to najniższa wartość od późnego lata 2017 roku. Nie inaczej było na krótkim końcu - rentowność dwuletnich spadła do 1,85%, najniżej od końca 2017 roku.

W strefie euro rozwój był taki sam, tylko korekta perspektyw polityki pieniężnej nie odgrywała takiej roli, jak w USA. Niemieckie rentowności pozostały ujemne w całej krzywej do terminu zapadalności 10 lat włącznie. Na początku maja były jeszcze na zerze, ich stały spadek w ciągu ostatniego miesiąca oznaczał, że pod koniec maja były na granicy -0,2%, tj. na historycznym minimum. Rentowności również spadły na krótkim końcu, ale tylko umiarkowane: dwuletnia rentowność była bliska -0,7%. Spadek o dziesięć p.b. na krótkim końcu w ciągu miesiąca wynika z faktu, że krótki koniec jest dobrze zakotwiczone przez bardzo niskie stopy EBC. W dłuższej perspektywie spadek był bardziej widoczny, odzwierciedlając ucieczkę do względnego bezpieczeństwa podstawowych obligacji rządowych UGW.

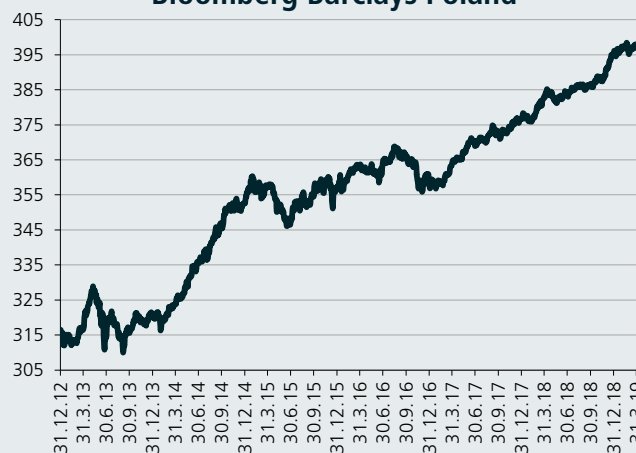
Obligacje korporacyjne

Sytuacja na rynku kredytowym w maju była negatywna, gdyż znalazła się pod presją wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Wzmocnienie napięć handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Chinami, które w pełni ożywiły obawy o znaczące ochłodzenie w handlu międzynarodowym oraz w wyniku globalnego wzrostu gospodarczego, znalazły odzwierciedlenie w spadkach cenach obligacji korporacyjnych. Częściowe wycofanie inwestorów do względnie bezpiecznych wybranych obligacji rządowych doprowadziło do wzrostu międzysektorowych marż kredytowych, zarówno w segmentach ratingów inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG w maju wzrosła o 20 pkt. do 94 punktów, natomiast w przypadku indeksu stopnia spekulacyjnego (EURiBoxxHY) wzrosła o 54 pkt. na 378 punktów. Podobna sytuacja miała miejsce na rynku Credit default swap (CDS) – indeksy iTraxx Europe (IG segment) oraz iTraxx Crossover (HY segment), mierzące średnią marżę kredytową wzrosły odpowiednio o 14 pkt. do 72 punktów i o 61 pkt. do 310 punktów.

Polski rynek obligacji

**W przypadku polskich obligacji skarbowych, tak jak w Niemczech i w Czechach, doszło do spadku.** Był on napędzany jedynie przez wydarzenia za granicą, czynniki krajowe (takie jak bardzo silny wzrost gospodarczy i jego bardzo dobra struktura, rosnąca inflacja) nie odegrały tutaj żadnej roli. Rentowność dziesięcioletnia spadła do 2,6%, co oznacza najniższy poziom od sierpnia 2016 r.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

## WALUTY

**W maju kurs euro wobec dolara mieścił się w przedziale 1,115-1,125**, a pod koniec miesiąca znalazł się tuż powyżej poziomu 1,115. Utrzymująca się tendencja do lekkiego umocnienia dolara amerykańskiego była spowodowana wyraźnym wzrostem napięć w handlu między Stanami Zjednoczonymi a Chinami w maju, inicjując reakcję Fed dotyczącą polityki pieniężnej po ewentualnym spowolnieniu gospodarczym. Fed jest bardziej aktywny w zmianach polityki pieniężnej niż EBC. **Z polskim złotym**, podobnie jak w marcu i w kwietniu, również w maju nic się nie działo, jego kurs w stosunku do euro oscylował w wąskim paśmie 4,29-4,31.

## ROPA

Ropa (Brent) w maju spadła z prawie 73 USD za baryłkę pod koniec kwietnia do około 64 dolarów za baryłkę pod koniec maja. Powodem tego był ponowny wzrost ryzyka wojny handlowej między Stanami Zjednoczonymi a Chinami oraz obawa, że taki konflikt uderzy w globalny wzrost gospodarczy.



**PRZEWIDYWANY ROZWÓJ****Waluty**

Biorąc pod uwagę, że kurs wymiany odpowiada naszym wcześniejszym prognozom dalej nie uważamy, że strefa euro jako całość popadnie w recesję (tj. nie spodziewamy się dramatycznych zmian w polityce pieniężnej EBC). Nawet zauważalna zmiana retoryki amerykańskiego banku centralnego na „gołębią” w ostatnich miesiącach, nie zmieniają naszego stosunku do kursu euro do dolara. Spodziewamy się więc, że **kurs euro wobec dolara** nieco wzrośnie z obecnej wartości 1,12 w kolejnych dwóch kwartałach i wyniesie około 1,13-1,14 w pozostałej części roku.

**W przypadku polskiego złotego oczekujemy umocnienia.** Wyższa inflacja mogłaby rozwiązać ręce banku centralnego (lub przynajmniej usta), co umocniłoby złotego. Ale nawet bez zacieśnienia polityki obecna różnica stóp procentowych i solidne makro powinny przekonać rynki, że wartości około 4,30 są zbyt słabe. W najbliższych dwóch kwartałach oczekujemy powrotu do poziomu 4,20, gdyby wprowadzono wskazówki banku centralnego dotyczące zacieśnienia polityki, moglibyśmy zobaczyć wartości poniżej 4,10.

**Rynek akcyjny**

Miesiąc temu, po silnym wzroście na początku roku, spodziewaliśmy się konsolidacji lub mniejszej korekty rynków akcji. A korekta rzeczywiście miała miejsce w maju. Uważamy, że wojna handlowa między USA a Chinami będzie trwała przez jakiś czas. Mamy neutralny pogląd na rynek akcyjny. Na nadchodzące miesiące kluczowe znaczenie będą miały nadchodzące makrodane, które będą wskazywać na wydarzenia w drugiej połowie oraz retoryka bankierów centralnych. Pod koniec tego roku możemy spodziewać się przyspieszenia marż zysku, co sprawi, że wskaźniki wartości akcji staną się bardziej atrakcyjne, a teraz są one zbliżone do długoterminowych średnich historycznych. Akcje europejskie mogą odzwierciedlać słabe euro i nadal łagodną politykę monetarną EBC. Ostrożnie podchodzimy do amerykańskich indeksów giełdowych, które są bliskie historycznym szczytom i obecnie trudno im szukać przyczyn ich dalszego wzrostu. Jednak nadchodzące wybory prezydenckie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego i luźna polityka monetarna banku centralnego mogą być 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 oczekiwań inflacyjnych, szybsze niż oczekiwano stopniowe spowolnienie światowej gospodarki, wojny gospodarcze, 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 procentowym.

Pozytywnie odbieramy wiele akcji regionu środkowoeuropejskiego. Największy potencjał widzimy obecnie w słoweńskich, rumuńskich i niektórych czeskich akcjach. Z akcji na rynku czeskim, ze względu na rosnące stopy procentowe i silnego konsumenta, pozytywnie patrzymy na akcje Erste Bank i Vienna Insurance Group oraz producenta wyrobów tytoniowych Philip Morris Czech. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do nowych akcji AVAST i szybko rozwijającego się właściciela Nova, grupy medialnej CETV. Na rynku czeskim obecnie nie spodziewamy się znaczącego spadku którejkolwiek z akcji będących w obrocie z segmentu START, części praskiej giełdy, jesteśmy pozytywnie nastawieni na akcje producenta ciągów do drukarek 3D Fillamentum, producenta obuwi Prabos, a także producenta bezpilotowego samolotu Primoco. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, banków Pekao i Alior, czy firmy leasingowej Prime Car Management. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do konglomeratu medycznego MedLife, spółek gazowych Romgaz i Petrom 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](http://www.conseq.pl).

**DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ**

- Infolinia: +48 222 089 949
- E-mail: [fundusze@conseq.pl](mailto:fundusze@conseq.pl)
- Strona internetowa: [www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)