CONSEQ | 25 LAT

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

Marzec 2019

Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	1,79 %	USA	1,91 %	USD/EUR	–1,35 %	Ropa Brent	3,57 %
Europa – DJ Stoxx 600	1,69 %	Europa	1,82 %	CZK/USD	2,12 %	Gaz	–5,33 %
Japonia – Nikkei 225	–0,84 %	CZ	0,68 %	CZK/EUR	0,73 %	Fotowoltaika	–3,64 %
MSCI Emer. Markets	0,68 %	Polska	0,60 %	PLN/EUR	0,04 %	Złoto	–1,76 %
CZ – PX	0,25 %	Węgry	1,38 %	HUF/EUR	1,68 %	Srebro	–2,75 %
Polska – WIG30	–0,39 %	Turcja*	–11,90 %	TRY/EUR	3,26 %	Miedź	–0,64 %
Węgry – BUX	3,35 %	* BofA Merrill Lynch index					

MARZEC W PIGUŁCE

Główne wydarzenia na świecie

- Posiedzenie Amerykańskiego Banku Centralnego, Fed, odbyło się w dniach 19-20 marca. Zgodnie z oczekiwaniami inwestorów podstawowa stopa procentowa, Fed funds rate, została jednomyślnie pozostawiona w obecnym paśmie 2,25-2,50 %. Szef Fedu Jerome Powell ogłosił, że stopy procentowe mogą pozostać na tym poziomie jeszcze przez jakiś czas, z tym, ż światowe ryzyka - wojny handlowe, spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach i Europie oraz Brexit – mają negatywny wpływ na ekonomiczne perspektywy gospodarki amerykańskiej, a inflacja pozostaje umiarkowana. Fed obniżył prognozę dotyczą rozwoju stóp procentowych, w nowej prognozie dwie oczekiwane podwyżki na ten rok zostały obniżone do zera. Amerykańscy centralni bankierzy zdecydowali, że od maja spowolnią tempo zmniejszania bilansu z 30 do 15 mld. dolarów miesięcznie, z tym, że od września bilans będzie utrzymywany na stabilnym poziomie. Rynki finansowe potwierdziły gołębi ton całego posiedzenia, gdy wzrosło, choć nadal stosunkowo niskie, prawdopodobieństwo obniżenia stóp procentowych w tym roku, a rentowność 10-letnich obligacji rządowych USA spadła do najniższego poziomu od ponad roku.
- Zgodnie z oczekiwaniami inwestorów, Narodowy Bank Czech utrzymał na posiedzeniu 28 marca podstawową stopę procentową – dwutygodniową stopę repo – bez zmian na poziomie 1,75 %. Chociaż wyższa inflacja i nie umacniająca się korona sprzyjałyby podwyżkom stóp procentowych, decyzje CNB tak jak na posiedzeniu w lutym były zdeterminowane przez ryzyko zewnętrzne, na czele z toczącymi się sporami handlowymi między USA i Chinami, Brexitem, anemicznym wzrostem gospodarczym strefy euro pod przewodnictwem Niemiec i osłabienie dynamiki czeskiego przemysłu według indeksu menedżerów zakupów PMI. Na konferencji prasowej z prezesem Jiřím Rusnokem powiedziano, że dalszy wzrost stawek CNB będzie uzależniony od rozwoju sytuacji za granicą. Jeśli globalne nastroje poprawią się choć trochę, CNB może podnieść stopy dwukrotnie w tym roku.
- Ogólny obraz na rynkach finansowych w marcu nie zmienił się znacząco w porównaniu do lutego. Ponownie nowe dane makroekonomiczne były słabsze niż oczekiwali analitycy. Ryzykowne aktywa, na czele z akcjami, nadal osiągały dobre wyniki przy minimalnej zmienności, a globalny indeks akcji odnotował 1% zysk.

Sytuacja na rynkach finansowych

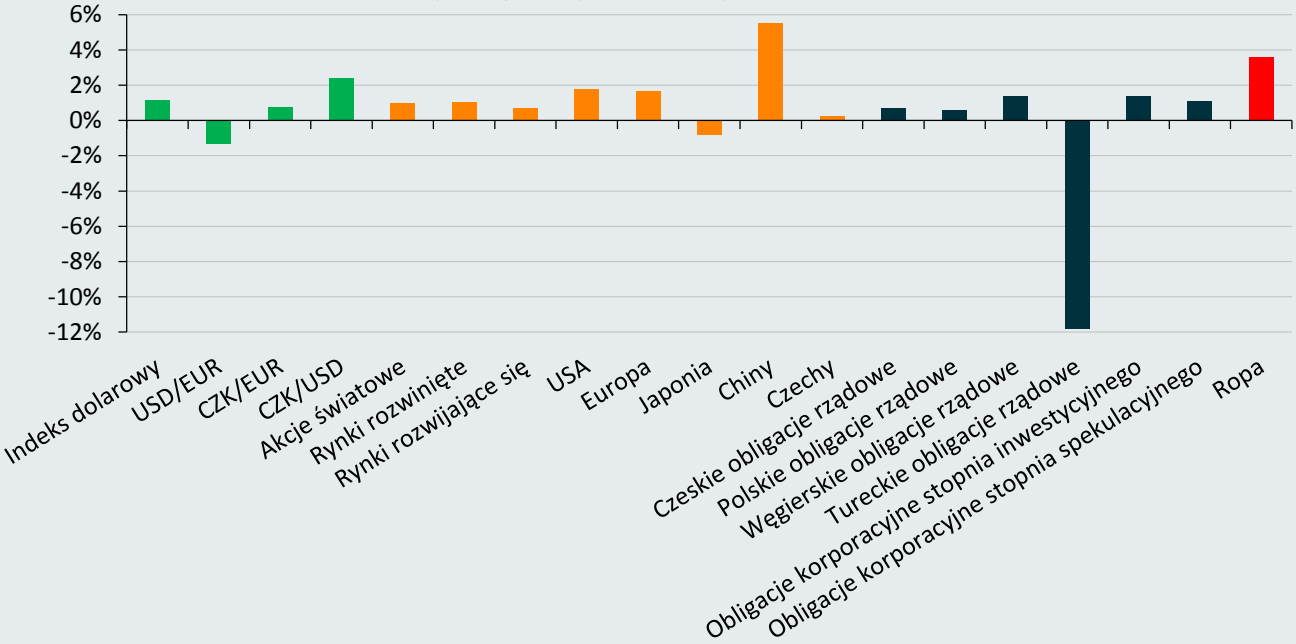
- Trwające umiarkowanie pozytywne nastroje na rynkach ryzykownych aktywów ponownie znalazły odzwierciedlenie w umocnieniu dolara. Indeks dolara DXY, który mierzy wyniki dolara wobec koszyka głównych walut światowych, wzrósł o 1,2%. Dolar umocnił się wobec euro o 1,3% do 1,122 USD/EUR.
- Korona osłabiła się wobec euro o 0,8% do 25,80 CZK / EUR i 2,4% w stosunku do dolara do 22,97 CZK/USD.
- Globalne rynki akcji nadal rosły umiarkowanie, a indeks MSCI All Country World wzrósł o 1,0%. Z perspektywy regionalnej dobrze radziły sobie zarówno rynki akcji w krajach rozwiniętych (MSCI World + 1,0%), jak i rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets + 0,7%).
- W poszczególnych krajach najlepiej radziły sobie akcje w Indiach (Sensex +7,8 %), Chinach (CSI 300 +5,5 %) i Rumunii (BET +4,8 %). Z drugiej strony straty odnotowały akcje a Turcji (BIST 100 -10,3 %) i Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America -2,7 %).
- Polskie obligacje skarbowa zyskały 0,6 %, a węgierskie obligacje skarbowe przypisały 1,4 %. Wyraźnie nie darzyło się tureckim obligacjom rządowym w związku z obawami o manipulację podczas wyborów, straciły one 11,8 %. Rentowność tureckich obligacji rządowych wzrosła o 2,5-3,0%.

MARZEC W PIGUŁCE

Sytuacja na rynkach finansowych

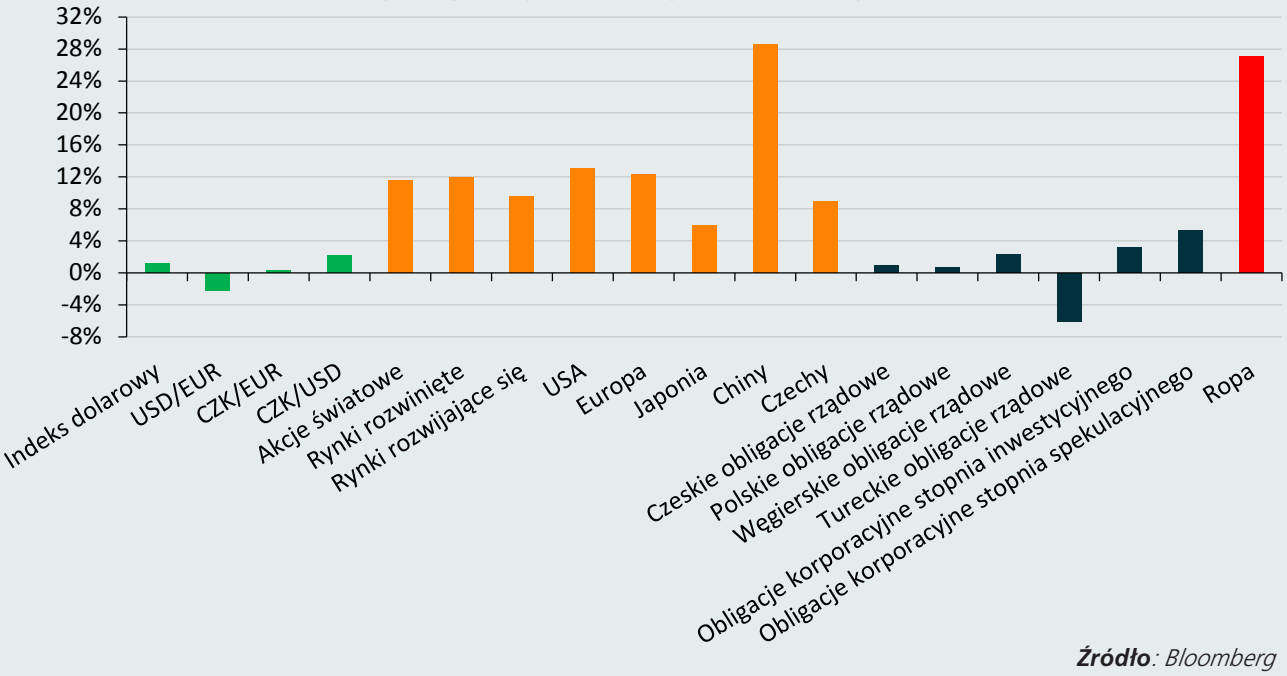
- Indeks PX na Giełdzie Papierów Wartościowych w Pradze zanotował niewielki zysk 0,3 % i zakończył miesiąc na poziomie 1074 punktów.
- Obligacje korporacyjne nadal osiągały bardzo dobre wyniki. Indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego wzrósł o 1,4 % a indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro o 1,1 %.
- Cena ropy Brent nadal rosła, tym razem o 3,6 % do poziomu 68 dolarów za baryłkę.

Wyniki głównych klas aktywów w marcu



***Źródło**: Bloomberg*

Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



***Źródło**: Bloomberg*

MARZEC W PIGUŁCE

Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w marcu 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 rok 2019 są w podstawowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Światowa gospodarka swoje maksimum gospodarka osiągnęła pod koniec 2017 roku. Od początku roku 2018 obserwowane jest lekkie spowolnienie, które aktualnie trwa, potwierdziły to nowe dane makroekonomiczne wszystkich kluczowych gospodarek, za wyjątkiem USA. Bardzo prawdopodobne, że niewielkie spowolnienie będzie w nadchodzącym okresie wciąż trwać.
- 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 zrobi 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 globalną sytuację na rynkach akcji, uważamy, że po silnym wzroście na początku roku miejsce na dalszy mocny wzrost jest ograniczone. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się konsolidacji rynku wokół obecnych poziomów lub mniejszej korekty. 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, 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 11 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) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki, 2) poważne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami i ewentualnie UE, 3) szybsze niż oczekiwano spowolnienie chińskiej gospodarki, 4) Brexit, oraz 5) sytuacja we Włoszech – pogłębienie recesji gospodarczej, opracowanie budżetu państwa i korespondująca z tym dynamika długu publicznego.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Europejska Unia Walutowa nie zwiększyła siły wzrostu w pierwszym kwartale 2019 roku w porównaniu do słabej drugiej połowy ubiegłego roku. Inflacja nie wykazuje ruchu, EBC przyznaje że się mylił.

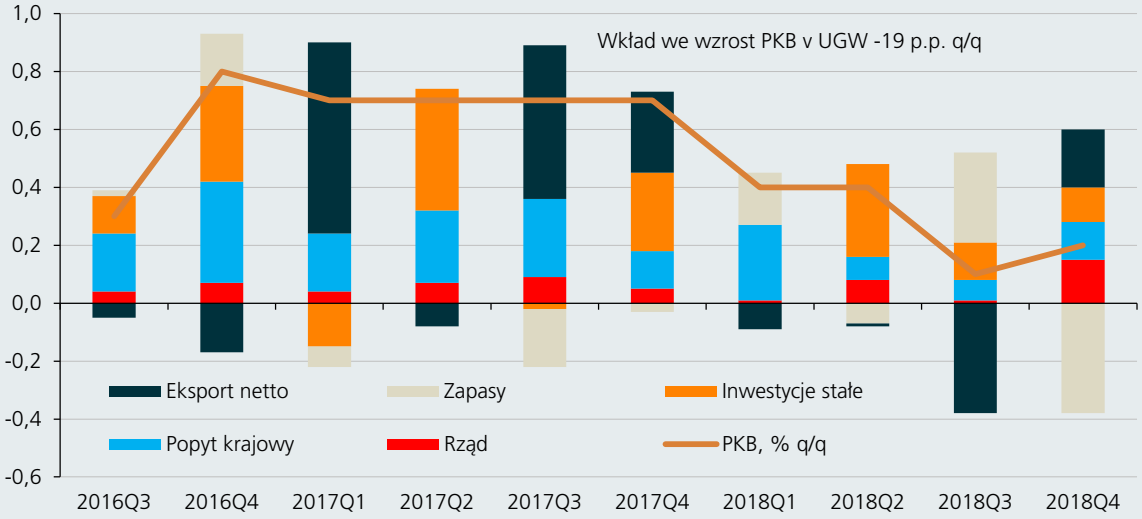
Ostateczne dane o wzroście gospodarczym na koniec 2018 r nie wykazały żadnych zmian w stosunku do poprzednich szacunków – wzrost UGW wyniósł zaledwie 0,2% q/q w ostatnim kwartale. W stosunku do 3Q18 była to poprawa najmniejsza możliwa (o 0,1 pp), a w każdym razie był to znacznie wolniejszy wzrost niż kwartalne stopy wzrostu obserwowane w 2017 r. (które przekroczyły 0,5% q/q). Jednak struktura wzrostu była lekko optymistyczna. Po pierwsze, eksport netto stał się dodatnim czynnikiem przyczyniającym się do ogólnego wzrostu po raz pierwszy od końca 2017 roku. Po drugie, wkład wszystkich głównych składników popytu krajowego do wzrostu kwartalnego był dodatni: konsumpcja gospodarstw domowych zwiększyła się o 0,13 pp, a nakłady inwestycyjne o 0,12 pb, wkład rządowy o 0,15 pp. był najwyższy od pierwszego kwartału 2016 r. Po trzecie, negatywny wpływ spadku zapasów stwarza miejsce dla odwrotnego efektu w następnych kwartałach, to znaczy, jeśli spadek zapasów był spowodowany tym, że przedsiębiorstwa źle oceniły rzeczywisty popyt, a popyt ten był wyższy niż produkcja bieżąca, musiał być on pokryty przez zapasy.

Za tym, że mogło tak być, przemawiają **styczniowe dane dotyczące przemysłu**. Produkcja przemysłowa w strefie euro doznała silnego wzrostu o 1,4% m/m, który nadszedł do spadkach w poprzednich miesiącach. Jednak nadzieje opisane powyżej, jakie wzbudziły dane strukturalne dotyczące PKB na koniec ubiegłego roku, zostały zburzone przez fakt, że perspektywy dla przemysłu mierzone indeksem menedżerów zakupów (PMI) pogorszyły się w pierwszym kwartale. W marcu kolejny raz spadł z i tak słabej wartości z 49,3 do sześcioletniego minimum 47,6. Było to spowodowane głównie słabymi zamówieniami eksportowymi: łączne zamówienia eksportowe (w tym zamówienia w UE) spadły najniżej od sierpnia 2012 r.

Sektor usług utrzymuje się, ale jego PMI pozostało w marcu 2019 tylko nieznacznie powyżej lokalnego dna z końca ubiegłego roku. Pogorszenie w stosunku do lutego było ponowienie wynikiem rozwoju sytuacji we Francji, gdzie ponownie rozgorzały protesty żółtych kamizelek - francuski PMI w sektorze usług spadł z 50,2 w lutym do 48,7 w marcu. Zarówno w sektorze usług jak i przemyśle wytwórczym, zamówienia spadły najwięcej od września 2014. w obu sektorach nastroje pozostają bardzo pesymistyczne, co nie jest dobrym znakiem w szczególności dla przyszłych inwestycji: w usługach pesymizm jest najgorszy od końca 2014 r., w przemyśle od końca 2012 r.

Jedynym pozytywnym miękkim wskaźnikiem w marcu, podobnie jak w poprzednich miesiącach, było zaufanie konsumentów. Marcowa wartość była zgodna z tą z lutego i wciąż pozostaje znacznie powyżej średniej długoterminowej. Jednak naszym zdaniem zaufanie konsumentów nie jest dobrym wskaźnikiem wiodącym, o ile w ogóle jest wskaźnikiem wiodącym.

Struktura europejskiego wzrostu była pod koniec roku lekko optymistyczna



Źródło: *Eurostat*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Inne dane opublikowane w marcu nie zaskoczyły. **Sprzedaż detaliczna** w lutym 2019 zyskała tylko 2,8% r/r, średnie tempo wzrostu w ostatnich 3 miesiącach wyniosło tylko 1,8%. Jest to dalekie od poziomów, które powinny powodować inflację. Nie jest zaskoczeniem, że **inflacja ogólna** według pierwszych danych z marca nie ruszyła w górę, a wręcz przeciwnie. Inflacja ogólna wyniosła 1,4 %, tyle samo co w styczniu, ale inflacja bazowa spadła do 0,8%, tj. do poziomu najniższego od kwietnia 2018. Nadal nie wydaje się, aby inflacja zmierzała w kierunku celu EBC („blisko, ale poniżej 2%"). Bezrobocie pozostało w lutym na tym samym poziomie co w styczniu, tj. nieznacznie poniżej 8% (7,8%) czyli na najniższym poziomie od czasu kryzysu, ale tempo poprawy rynku pracy, mierzone spadkiem stopy bezrobocie w ujęciu rocznym, które jeszcze w sierpniu ubiegłego roku wynosiło 1 p.p., spadło do 0,7 p.p. Ogromna większość usprawnień na rynku pracy w UGW wynika z rozwoju sytuacji w Hiszpanii, gdzie bezrobocie spadło poniżej 14%; we Francji stopa bezrobocia tylko nieznacznie spadła w ostatnim roku (z 9,1% w styczniu 2018 r. do 8,8% w lutym 2019 r.). Bezrobocie dla całej strefy euro jest nadal min. 2 p.p. od granicy, gdzie rynek pracy mógłby zacząć generować presję inflacyjną. W tempie, w jakim rynek pracy poprawia się, nie dojdzie do tego wcześniej niż za trzy lata.

EBC w marcu przyznał, że sytuacja rozwija się inaczej niż oczekiwał. Parę miesięcy po tym, jak zakończył program skupu aktywów, na swoim posiedzeniu wysłał dwa jasne gołębie przekazy. Tym pierwszym było agresywne obniżenie prognozy dla inflacji i wzrostu na najbliższe lata, w tym na rok obecny. Spowodowało to przesunięcie najwcześniejszego terminu wzrostu stóp procentowych do następnego roku (w porównaniu z poprzednimi komentarzami, gdzie EBC utrzymał otwarte drzwi do tegorocznego zacieśnienia, twierdząc, że podwyżki stóp nie nastąpią przed latem 2019 r.). Tym drugim przekazem było ogłoszenie trzeciej rundy LTRO, czyli „ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących". Fakt, że Mario Draghi przyznał na konferencji prasowej, że perspektywy uległy ostatecznemu pogorszeniu i że otworzył drzwi na ewentualne ponowne wprowadzenie QE, był tylko gołębią wisienką na torcie.

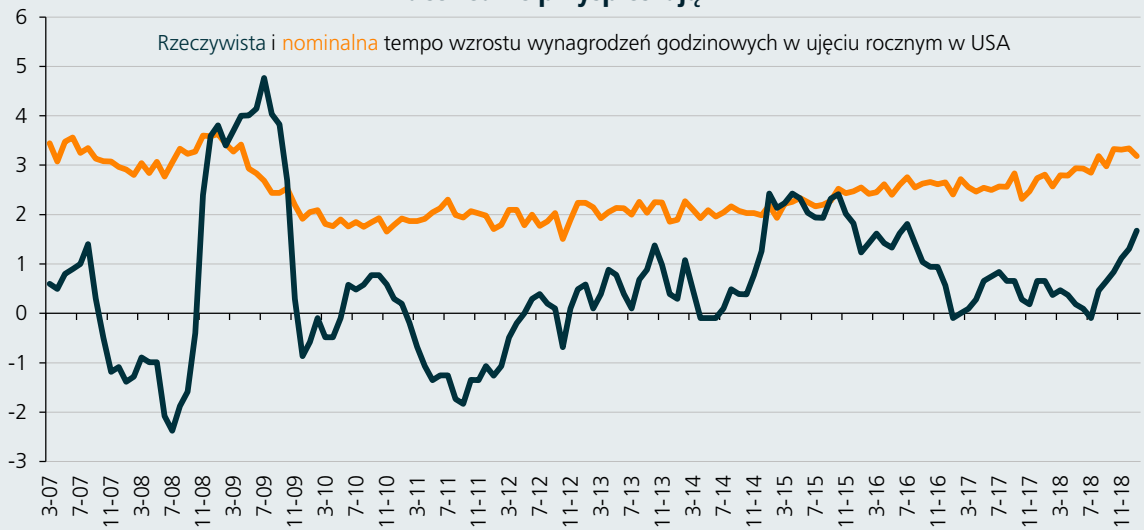
USA

Gospodarka amerykańska rośnie, ale znacznie spowolniła w stosunku do 4Q18. Fed wybiera długą przerwę.

Gospodarka amerykańska według drugiego szacunku w drugim kwartale ubiegłego roku wzrosła o 2,2% (q/q, w ujęciu rocznym), tj. o 0,4 p.p. mniej niż według pierwszego szacunku. Rewizja była wynikiem spadku wkładu popytu krajowego (z 1,9 p.p. do 1,7 p.p.) oraz wkładu inwestycji stałych z a 0,6 p.p. do 0,5 p.p. Ogólnie stan amerykańskiej gospodarki nie ulega zmianie, tj, rośnie za sprawą popytu krajowego. Wzrost w całym ubiegłym roku osiągnął poziom 2,9%, tj. tylko o 0,1 p.p. różnił się od trzyprocentowego celu założonego przez prezydenta Trumpa w kampanii wyborczej.

Dane opublikowane w marcu wskazują jednak na spowolnienie. **Produkcja przemysłowa** w lutym zanotowała trzeci z rzędu słaby miesiąc. Po dwóch małych spadkach o 0,08% i 0,06% w grudniu i w styczniu, osiągnęła stagnację w lutym (+0,04%), przez ostatnie trzy miesiące nie posunęła się w żadnym kierunku.

Płace realne przyspieszają



Źródło: *BEA.gov*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

W sektorze przetwórczym sytuacja była jeszcze gorsza: w ciągu ostatnich dwóch miesięcy (styczeń, luty) produkcja spadła łącznie o 0,8%, co pomimo wzrostu o 0,5% w grudniu oznacza, że łącznie w ciągu ostatnich trzech miesięcy traciła. Wydaje się, że słabość, którą obserwujemy już od jakiegoś czasu w Europie, dotarła również do Stanów Zjednoczonych. **Sprzedaż detaliczna** bez samochodów i paliwa była zmienna w ujęciu m/m, ale w danych zauważamy spowolnienie – w połowie roku 2018 sprzedaż wzrastała miesięcznie o około 0,5%, co oznacza spadek o 0,4% m/m w ciągu ostatnich trzech miesięcy. Wynika to ze znacznie mniejszego bodźca fiskalnego w tym roku.

Rynek pracy jest wciąż bardzo dobry. W marcu 2019 powstało 182 tys. miejsc pracy w sektorze prywatnym, przez ostatnie trzy miesiące w sumie 507 tys. miejsc pracy – jest to spadek o około 150 tys. w stosunku do średniej kwartalnej z roku 2018. Prawdą jest jednak, że wynika to głównie ze słabego lutego (28 tys.), który był prawdopodobnie tylko jednorazową sytuacją. **Oficjalna stopa bezrobocia** spadła do 3,8%, jest to jednak spowodowane jedynie powrotem stopy uczestnictwa z 63,2% do 63%. **Ilość wniosków o zasiłek dla bezrobotnych oscyluje wokół 220 tys./tydzień** - jest to wartość najniższa od co najmniej 1970 roku (okres, dla którego mamy dostępne dane).). Dobre wyniki na rynku pracy znajdują odzwierciedlenie w płacach - płace realne w lutym rosły najszybciej od listopada 2015, przy nominalnym wzroście pozostającym nieco powyżej 3% (3,4% v lutym, 3,2% w marcu).

Inflacja bazowa PCE w styczniu 2019 spadła do 1,8%, tj. do poziomu najniższego od lutego 2018, inflacja ogólna spadła w ujęciu miesięcznym po raz pierwszy od dwóch lat, a w ujęciu rocznym wyniosła 1,4%, tj. najniższy poziom od września 2016. Jest zatem oczywiste, że inflacja jest ustabilizowana, że ani najszybszy wzrost płac od momentu kryzysu, ani (zgodnie z opisanymi powyżej kryteriami) najmocniejszy rynek pracy tego nie zmienią.

Dlatego w marcu 2019 r. Fed pozostawił stopy bez zmian i przyznał, że gospodarka zwolniła w porównaniu z 4Q18. Spowolnienie dotyczy głównie popytu gospodarstw domowych i inwestycji stałych. Fed nie wskazał, że jakiekolwiek dalsze podwyżki stóp będą miały miejsce w najbliższej przyszłości, ponieważ inflacja spadła, zwłaszcza z powodu niższych cen energii, a oczekiwania inflacyjne są dobrze zakotwiczone,

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka wciąż rośnie, a przemysł radzi sobie zaskakująco dobrze. Inflacja jest wciąż bardzo niska, przy czym znaczna większość kierownictwa banku centralnego nie widzi powodu, by podnosić stopy procentowe.

Według bardziej dokładnych danych gospodarka wzrosła o 4,9% w ostatnim kwartale ubiegłego roku i o 5% w całym roku. Kwartalny wzrost wyniósł 0,5%. Wszystkie składniki zagregowanego popytu miały pozytywny wpływ na wzrost w 4Q18, najwięcej zaś popytu krajowy (2,2 p.p.) i inwestycje stałe (1,7 p.p). Miesięczne dane opublikowane w marcu były dobre. **Produkcja przemysłowa**, pomimo słabszych danych z Niemiec, trzyma się dobrze. Po silnym, nieznacznie zrewidowanym w górę wzroście o 1,9% m/m w styczniu, kolejne 1,7% m/m dodano w lutym, co oznaczało wzrost o 6,5% w ujęciu rocznym, czyli tempo wzrostu jest wyższe niż w 2018 r. Nie potwierdziło to dalszego spowolnienia miesięcznej dynamiki, jak wskazywały na to dane z listopada i grudnia (+0,1% m/m i -0,2% m/m). Biorąc pod uwagę rozwój Indeksu menedżerów zakupów (PMI), który utrzymał się w marcu poniżej 50 punktów, w stosunku do lutego poprawił się o 1,1 punktu, wzrost produkcji jest zaskakujący.

Sprzedaż detaliczna również znacznie wzrosła w pierwszym kwartale tego roku. W lutym wzrosły one realnie o 6,5% r/r, jest to wynik taki sam jak w styczniu (6,6%) i tylko nieznacznie poniżej wzrostu z poprzedniego roku (7,6%). Jednocześnie fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych pozostają silne. **Płace wciąż rosną bardzo dobrze** (w lutym nominalne +7,6 % r/r) a rynek pracy jest nadal bardzo dobry. **Stopa bezrobocia** w lutym wyniosła 6,1%, po korekcie sezonowej pozostało na historycznie niskim poziomie 5,6%. W nadchodzących miesiącach nie ma powodu, dla którego popyt gospodarstw domowych nie powinien dynamicznie rosnąć.

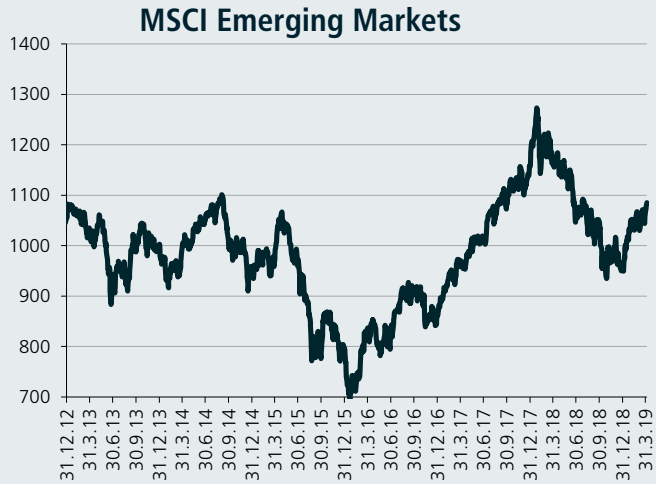
Pomimo silnego wzrostu i doskonałego rynku pracy, inflacja jest nadal wyjątkowo niska. W lutym zauważalnie wzrosła, ale inflacja bazowa osiągnęła tylko 1%, tyle samo co w styczniu 2018 roku. Inflacja zasadnicza wzrosła w lutym do 1,4%, a następnie do 1,7% w marcu, co zaskoczyło rynek w obu miesiącach. W obu przypadkach za wzrostem nie stał (nawet w dużej mierze) podstawowy składnik, ale ceny transportu, odzwierciedlające obroty cen ropy, i wyższe ceny żywności.

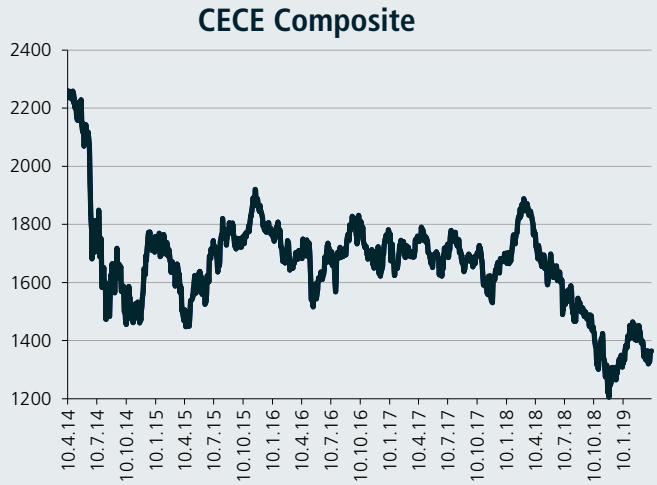
GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

Na posiedzeniu w marcu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie 1,5 %, na którym znajdują się od marca 2015 r. Po przedstawieniu pakietu fiskalnego przez partię rządzącą pod koniec lutego zintensyfikowano głosy wzywające do zaostrzenia polityki pieniężnej. Ponieważ inflacja jest wyjątkowo niska, większość bankierów centralnych nie podzielała tych obaw, a oświadczenie po posiedzeniu nie wniosło nic, co doprowadziłoby do podwyżki stóp procentowych przez NBP wcześniej niż w 2020 r.

RYNKI AKCYJNE





Rynki akcji kontynuowały trend wzrostowy w marcu tego roku. Indeks giełdowy rynków rozwiniętych (MSCI World) wzrósł o 1 %. Inwestorzy nadal nadmiernie odzwierciedlają słabsze dane makroekonomiczne i najwyraźniej już skoncentrowali się na drugiej połowie roku i oczekiwanej poprawie aktywności gospodarczej. Wydaje się, że amerykańskim firmom (S&P 500 + 1,8%) pomogły (opublikowane) gołębie prognozy Fed dotyczące zmian stóp procentowych i przyszłych cięć w bilansie. Ponadto utrzymująca się niepewność co do nierozwiązanego Brexitu doprowadziła do umocnienia dolara amerykańskiego lub osłabienia euro i wzrostu cen jego akcji.. Bardziej atrakcyjne europejskie akcje również odnotowały solidną aprecjację na poziomie 1,7% (indeks DJ STOXX 600). Opublikowane wyniki firm europejskich pozytywnie wpłynęły na wyniki. Lepsze niż oczekiwano wyniki pochodzą z sektorów konsumenckiego i technologicznego, a sektor finansowy i zdrowotny zakończył miesiąc poniżej oczekiwań. Rynki akcji w Europie Środkowej nadal rosły. Najwyższe zyski odnotowały akcje spółek rumuńskich, które nadal korygowały grudniowe straty po ogłoszeniu wprowadzenia podatków sektorowych. O prawie 10 % wzrosły ceny akcji banku Transilvania i BRD. Mniej płynne słoweńskie akcje również radziły sobie dobrze (indeks SBITOP + 2,8%). Przyczyną był prawdopodobnie nadchodzący sezon dywidendowy. Doskonałe wyniki w Pradze (wskaźnik PX + 0,3%), oparte na spekulacjach na temat zmiany akcjonariusza większościowego, pokazała grupa medialna CETV (+ 16,3%), dobre wyniki kwartalne zanotowała również akcje Vienna Insurance Group (+ 10%). W Polsce (indeks WIG30 -0,8%) nie wiodło się w sektorze usług użyteczności publicznej, natomiast dobre wyniki zanotowano w sektorze konsumenckim i górniczym.

***Źródło**: Bloomberg*

Marzec 2019

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

RYNKI AKCYJNE

Akcje na rynkach rozwijających się również radziły sobie dobrze, indeks MSCI Emerging Markets USD wzrósł o 0,68 %, i trzeci raz z rzędu przypisał nieznaczny zysk. Najlepsze były azjatyckie gospodarki - akcje indyjskie przed nadchodzącymi wyborami parlamentarnymi zdobyły prawie 8%, a chińskie ponad 5,5% (indeks CSI300), odpowiadając na wciąż obiecujące negocjacje ze Stanami Zjednoczonymi Na innych rynkach panował cichszy nastrój bez znaczących wahań, być może tylko z wyjątkiem Turcji (-10,5%), gdzie lokalne aktywa znajdowały się pod wielką presją przed wyborami samorządowymi. Nie zmienia to jednak faktu, że pierwszy kwartał tego roku był jednym z najbardziej udanych na rynkach wschodzących od kilku lat.

RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Sytuacja na rynkach obligacji rządowych w Stanach Zjednoczonych w marcu przyniosła spadek rentowności. Było to związane głównie z niższą inflacją i gołębim przekazem FEDu. Rentowość długoterminowa w trzeciej dekadzie marca spadła do poziomu najniższego od grudnia 2017 (2,37%) a ponieważ do końca marca wzrosła niewiele, miesiąc zamknęły na poziomie 2,40%. W porównaniu z końcem lutego rentowność dziesięcioletnia była niższa o 0,3 p.p., a na krótkim końcu dwuletnia rentowność o 25 p.p.

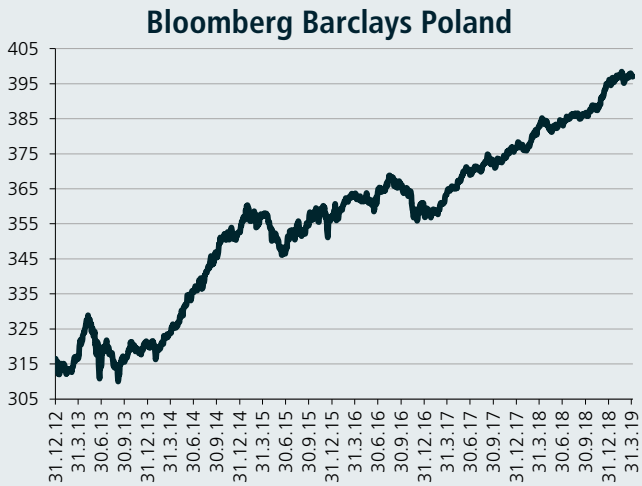
W strefie euro sytuacja rozwijała się podobnie. Słaby wzrost i dane inflacyjne, zwłaszcza w Niemczech, oraz związane z tym malejące (nigdy zbyt wysokie) prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej EBC sprawiły, że po raz pierwszy od września 2016 r. niemieckie obligacje dziesięcioletnie spadły do ujemnych wyników. Pod koniec marca rentowność dziesięcioletnia spadła do poziomu -10 p.b. Oczywiście oznaczało to, że aż do zapadalności cała krzywa rentowności Niemiec była ujemna, na krótkim końcu rentowność spadła aż do -60 p.b. Presja na spadek rentowności była również w pozostałej części strefy euro, nawet rentowność obligacji włoskich przy dziesięcioletnim terminie zapadalności spadła o prawie 30 p.b. do 2,45%.

Obligacje korporacyjne

Sytuacja na rynku kredytowym w marcu była dość zróżnicowana, jednak dość pozytywna. Szczególnie dobrze radziły sobie europejskie obligacje stopnia inwestycyjnego. Bardziej ryzykowne emisje (stopnia spekulacyjnego) miesiąc zakończyły pod względem marży kredytowej blisko stagnacji, amerykańskie obligacje korporacyjne/dolarowe nieco straciły na wartości. W szczególności na wszystkie te segmenty wpływ miały informacje potwierdzające pogorszenie koniunktury po obu stronach Atlantyku (negatywny) oraz, obrót polityki pieniężnej głównych banków centralnych (Fed, EBC; pozytywny). Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG w marcu spadła o 5 punktów do 90 punktów, natomiast w przypadku indeksu stopnia spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) przeważała stagnacja na poziomie 335 punktów. Marże kredytowe kontraktów CDS w tym miesiącu nieznacznie wzrosły.

Polski rynek obligacji

Polskie obligacje reagowały na sytuację niemieckich rentowności nie tylko w oczekiwanym kierunku, ale także w oczekiwanym zakresie. Mimo, że bank centralny przynajmniej częściowo zaangażował się w koncepcję podwyżki stóp po uzgodnieniu ekspansywnego (przedwyborczego) pakietu fiskalnego, rentowności spadły o około 12-15 punktów bazowych. Oczywiście przeważył wpływ niemieckiego rynku obligacji i perspektywa dłuższego okresu bardzo niskich / ujemnych stóp w strefie euro.



***Źródło**: Bloomberg*

ROPA

Cena ropy (Brent) w marcu wciąż rosła, trend ten trwa już od stycznia. W porównaniu z poprzednimi dwoma miesiącami wzrost był znacznie bardziej umiarkowany, a cena ropy Brent spadła o 3 dolary za baryłkę w ostatnim miesiącu, pozostając na poziomie powyżej 68 USD za baryłkę.

WALUTY

W marcu kurs euro wobec dolara mieścił się w przedziale 1,12-1,14, ostatecznie jednak w pojedynku z gołębią korektą perspektyw banków centralnych „wygrał" dolar. Słabe, prawie recesyjne dane o inflacji i wzroście w UGW oraz faktyczne złagodzenie polityki pieniężnej EBC były ważniejsze dla rynku walutowego niż samo spowolnienie inflacji i wzrostu w USA i sama „ostrożność" amerykańskiego banku centralnego. Podczas gdy EBC faktycznie doprowadził do poluzowania polityki pieniężnej w ramach TLTRO, Fed przyznał jedynie, że nie nastąpi dalsze zacieśnienie.

Polski złoty w marcu nie doznał większych zmian, jego kurs oscylował w stosunku do euro w wąskim paśmie 4,28-4,30.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Polski rynek obligacji

W Polsce bank centralny nie podniesie stóp procentowych w tym roku, być może nawet w ciągu najbliższych dwóch lat. Ogranicza to przestrzeń do wzrostu zysków napędzanych przez polską politykę pieniężną. W strefie euro również nie zanosi się na podwyżkę stóp procentowych. Polska premia za ryzyko w lutym zaskakująco wzrosła (w przypadku dziesięcioletnich na 2,9 p.b.). Według nas, w tym roku jest miejsce na jej dalsze umiarkowane zbliżenie się do granicy 2-2,2 p.b., szczególnie jeśli utrzyma się rozwój inflacji w Polsce i przyniesie spekulacje na temat możliwej obniżki stóp procentowych (co z uwagi na fakt spowolnienia Niemiec, które może ostatecznie wpłynąć na Polskę i biorąc pod uwagę, że polska inflacja jest znacznie poniżej celu, jest całkiem możliwe).

Waluty

Biorąc pod uwagę, że kurs wymiany odpowiada naszym wcześniejszym prognozom i dalej nie uważamy, że strefa euro jako całość popadnie w recesję (tj. nie spodziewamy się dramatycznych zmian w polityce pieniężnej EBC), nie zmieniamy naszych perspektyw dotyczących kursu euro w stosunku do dolara. W związku z tym oczekujemy, że **kurs euro względem dolara** będzie wahał się między 1,14. W przypadku znacznie wyższych poziomów (= dla słabszego dolara około 1,20), nie ma uzasadnienia dla obecnych lub oczekiwanych różnic w polityce pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku (który jest głównym czynnikiem kursu w ciągu ostatniej dekady). Fed prawdopodobnie będzie spokojny w nadchodzących kwartałach, a EBC nie będzie w stanie ponownie podnieść stóp w przyszłym roku. Utrata dynamiki wzrostu w strefie euro i utrzymująca się niższa niż oczekiwana inflacja zwiększają prawdopodobieństwo, że stopy procentowe pozostaną niezmienione również w 2020 roku. Dlatego też, jeśli w kolejnych miesiącach nastąpią jakiekolwiek wahania od granicy 1,14-1,15, spodziewalibyśmy się, że nastąpi to w kierunku silniejszego dolara.

W przypadku polskiego złotego oczekujemy umocnienia. Niska inflacja nie pozwala jednak bankowi centralnemu na podniesienie stóp, co ogranicza możliwości silniejszego złotego. Różnica stóp procentowych i solidny obraz makroekonomiczny powinny przekonać rynki, że wartości powyżej 4,30 są zbyt słabe. W najbliższych dwóch kwartałach oczekujemy powrotu do poziomu 4,20.

Rynek akcyjny

Rynki akcyjne kontynuowały trend wzrostu. W nadchodzących miesiącach kluczowe znaczenie będą miały nowe dane makro, które będą wskazywać na wydarzenia w drugiej połowie roku i retorykę bankierów centralnych. Nastąpił również wzrost zysków przedsiębiorstw, który przewiduje się w tym roku i przyspieszenie w przyszłym roku. Rynki akcji znajdują się obecnie blisko swoich długoterminowych średnich historycznych. Akcje europejskie mogą odzwierciedlać słabe euro i nadal łagodną polityką monetarną EBC. Istnieje jednak pewna ostrożność dla europejskich firm z groźbą wojen handlowych w planowaniu wydatków inwestycyjnych.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek akcyjny

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 obuwia 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 Ljublanska 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**

CONSEQ | 25 LAT