



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	6,89 %	USA	0,92 %	USD/EUR	1,77 %	Ropa Brent	3,19 %
Europa – DJ Stoxx 600	4,28 %	Europa	2,30 %	CZK/USD	-3,36 %	Gaz	-5,95 %
Japonia – Nikkei 225	3,28 %	CZ	1,34 %	CZK/EUR	-1,62 %	Fotowoltaika	4,00 %
MSCI Emer. Markets	5,70 %	Polska	0,84 %	PLN/EUR	-0,75 %	Złoto	8,26 %
CZ – PX	-0,23 %	Węgry	0,97 %	HUF/EUR	-0,56 %	Srebro	4,71 %
Polska – WIG30	3,93 %	Turcja*	11,45 %	TRY/EUR	1,11 %	Miedź	2,96 %
Węgry – BUX	-1,53 %	* BofA Merrill Lynch index					

## CZERWIEC W PIGUŁCE

### Główne wydarzenia na świecie

- Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami inwestorów 6 czerwca pozostawił stopy procentowe na rekordowych minimach. Wskazał również, że stawki pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do połowy następnego roku. Kolejna możliwa zmiana stóp procentowych została przesunięta o sześć miesięcy. Prezes EBC Mario Draghi powiedział na konferencji prasowej, że decyzja była jednomyślna. Ryzyka są mniejsze, a wysoki stopień akomodacji pieniężnej jest niezbędny. Według M. Draghiego, Rada jest przygotowana, aby wykorzystać instrumenty takie jak niższa stopa procentowa. Wspomnieli również o możliwości odnowienia programu skupu aktywów, a dokładnie obligacji. Strefa euro nadal napotyka trudności, twierdzi Draghi. Przychodzące dane wskazują na słabszy wzrost w drugim i trzecim kwartale tego roku. Tegoroczny wzrost strefy euro jest obecnie szacowany przez EBC na +1,2%, w porównaniu z 1,1% w poprzedniej prognozie. Szacunki na 2020 r. pogorszyły się do 1,4% w stosunku do poprzedniego + 1,6%.
- Gołębia otoczka EBC w kierunku jeszcze bardziej łagodnej polityki monetarnej została zakończona przez prezesa Mario Draghiego w przemówieniu z 18 czerwca, po którym prawdopodobieństwo dalszego obniżenia stóp i ponownego wprowadzenia luzowania ilościowego znacznie wzrosło.
- Amerykański bank centralny dokonał również wyraźnego przejścia do gołębiej, luźnej polityki pieniężnej. Po posiedzeniu 19 czerwca prezes Fed Jerome Powell ogłosił, że bank centralny jest gotowy odpowiedzieć na zwiększone ryzyko gospodarcze w gospodarkach globalnych i amerykańskiej, w tym słabą inflację. Zatem stopy procentowe można obniżyć na następnym posiedzeniu w lipcu.
- Czeski Bank Narodowy spotkał się 26 czerwca i zgodnie z oczekiwaniami inwestorów pozostawił kluczową stopę procentową na obecnym poziomie 2%. Choć dane z krajowej gospodarki nieco pozytywnie zaskoczyły w ostatnich miesiącach, a inflacja osiągnęła próg 3%, wydarzenia zagraniczne pozostają obciążone szeregiem niepewności, szczególnie w wyniku wojny handlowej USA-Chiny. W takiej sytuacji najlepszą strategią banku centralnego jest czekanie. Jeśli sytuacja w gospodarce światowej nie ulegnie znacznej poprawie, zaskakujące byłoby podniesienie stóp przez CNB w tym roku, jak sugerują niektóre jastrzębie głosy z banku centralnego, zwłaszcza członek zarządu banku Vojtech Benda.
- Wynikiem silnego gołębiego przestoju kluczowych banków centralnych był dalszy wyraźny spadek rentowności obligacji (rentowności do terminu zapadalności), odpowiednio dalszy wzrost cen obligacji (ceny i rentowności obligacji poruszają się w przeciwnym kierunku). Rynki akcji również zareagowały intensywnie, i w przeciwieństwie do maja silnie wzrosły.

### Sytuacja na rynkach finansowych

- Zmiana sentymentu w kierunku pozytywnym pod wpływem banków centralnych znalazła odzwierciedlenie w tradycyjnych powiązaniach, czyli osłabieniu dolara. Indeks dolara DXY, który mierzy wyniki dolara wobec koszyka głównych walut światowych, stracił 1,7%. W stosunku do euro dolar osłabił się o 1,8% do 1,137 USD za euro.
- Korona czeska w ramach pozytywnego globalnego sentymentu solidnie umocniła się w stosunku do euro 1,4 % a w stosunku do dolara o 3,4 %. Miesiąc zakończyła na poziomie 25,45 CZK/EUR, odpowiednio 22,36 CZK/USD.
- Silna gołębia pozycja kluczowych banków centralnych, Fed i EBC, spowodowała znaczny wzrost globalnych rynków akcji i korektę strat z maja. Indeks MSCI All Country World zanotował zysk 6,4 %. Z perspektywy regionalnej darzyło się rynkiem akcji krajów rozwiniętych (MSCI World 6,5 %) oraz rynkiem akcji krajów rozwijających się (MSCI Emerging Markets 5,7 %). Globalne rynki akcji są silniejsze o 15% od początku roku.

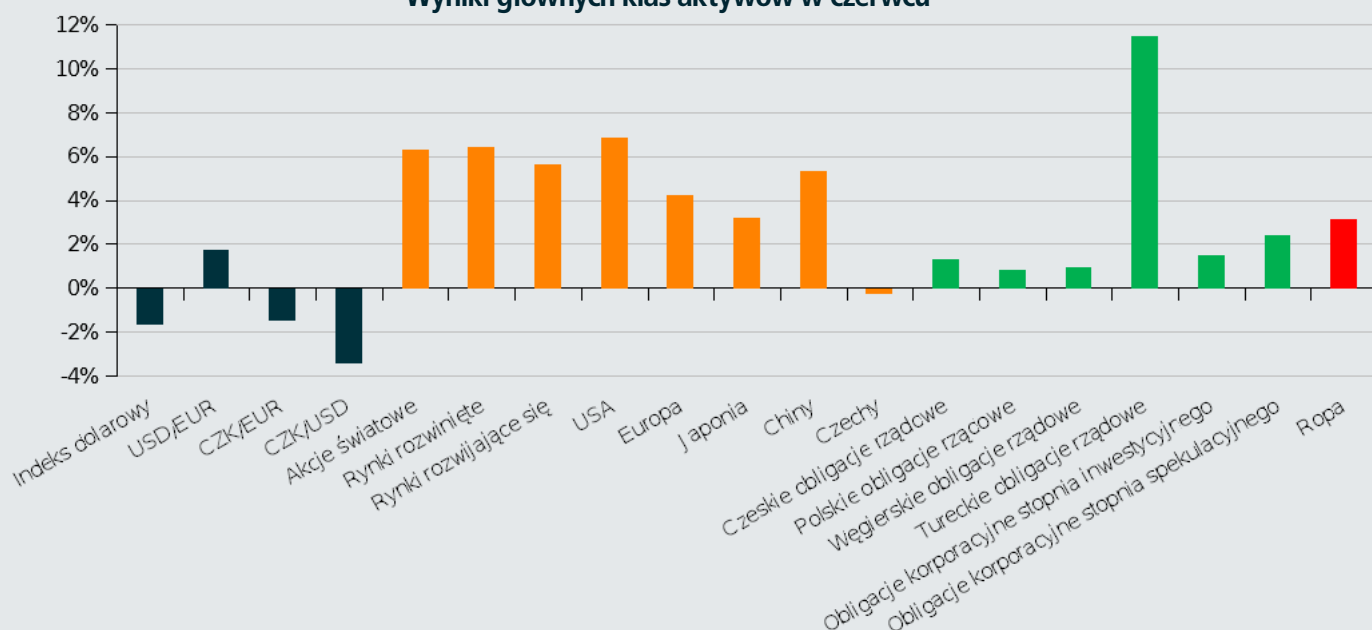


### CZERWIEC W PIGUŁCE

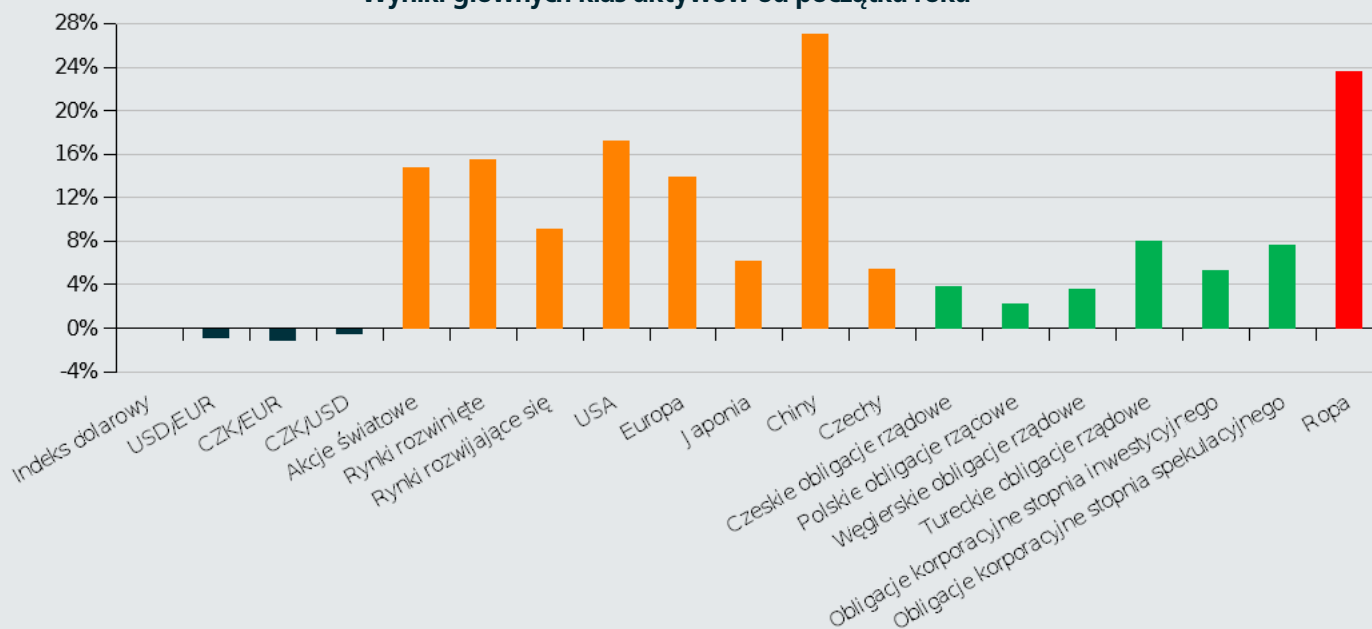
#### Sytuacja na rynkach finansowych

- W poszczególnych krajach szczególnie udane były notowania w Rosji (RTSI 7,3%), Włoszech (FTSE MIB 7,2%) i USA (S&P 500 6,9%). Natomiast z głównych rynków straty zanotowały akcje w Indiach (Sensex -0,8%).
- Giełda Papierów Wartościowych w Pradze, według indeksu PX, zanotowała nieznaczną stratę w wysokości -0,2%, w przeciwieństwie do globalnego trendu. Indeks PX zamknął miesiąc na poziomie 1042 punktów.
- Dobrze radziły sobie obligacje korporacyjne. Indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego zyskał 1,5%, natomiast indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro zyskał 2,5%.
- Cena ropy Brent wzrosła o 3,2 % do poziomu 67 dolarów za baryłkę.

#### Wyniki głównych klas aktywów w czerwcu



#### Wyniki głównych klas aktywów od początku roku





CZERWIEC 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, Fed i EBC przeszły do jeszcze bardziej swobodnej polityki pieniężnej. Fed prawdopodobnie obniży stopy procentowe na lipcowym posiedzeniu i prawdopodobnie kolejne cięcia będą następować. EBC sugeruje, że jeszcze bardziej obniży stopy procentowe i ewentualnie przywróci luzowanie ilościowe, tj. program skupu obligacji. Z drugiej strony nie widzieliśmy ostatnio żadnych zmian w japońskim banku centralnym. 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, pod koniec czerwca globalne rynki akcji były o 15% silniejsze. Ostatnia dramatyczna zmiana retoryki Fed i EBC była dla nich bardzo silnym pozytywnym impulsem. Uważamy, że ten pozytywny czynnik cen akcji jest już zawyżony. Wojna handlowa między USA a Chinami będzie prawdopodobnie kluczowym czynnikiem w nadchodzącym okresie i prawdopodobnie utrzyma się przez długi czas. Uważamy jednak, że trudno przewidzieć ten czynnik. Jest prawdopodobne, że dalszy rozwój wypadków będzie dość nerwowy i możemy sobie wyobrazić wszystkie scenariusze rynkowe: utrzymujący się (umiarkowany) wzrost, konsolidacja na obecnym poziomie lub nawet ponowny spadek, jeśli sytuacja się zmieni.. 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 zera, od którego w kolejnych kwartałach nieznacznie się odbije według szacunków analityków.
- 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 6% 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

**Struktura wzrostu PKB za 1Q19 była pozytywna, dane miesięczne za drugi kwartał są jak dotąd stosunkowo nieistotne. BC zakończył półroczną politykę pieniężną.**

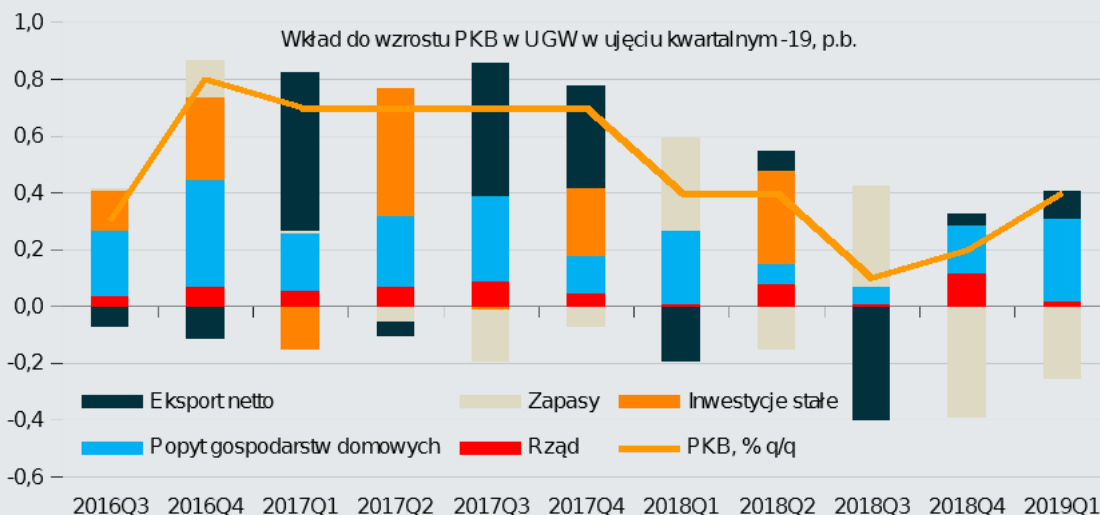
Struktura PKB w pierwszym kwartale tego roku, opublikowana w czerwcu, była zasadniczo jedynym pozytywnym raportem makroekonomicznym za właśnie zakończony miesiąc. Ale to była bardzo pozytywna wiadomość. Nie tylko wszystkie główne składniki zagregowanego popytu miały pozytywny wpływ na wzrost PKB w ujęciu kwartalnym, ale jedynym składnikiem, który hamował wzrost były zapasy. Stało się to po raz drugi z rzędu (po udziale -0,4 p.b. w 4Q18, teraz wynik ujemny wyniósł -0,2 p.b.). Dlaczego jest to pozytywna informacja? Zapasy spadły prawdopodobnie dlatego, że oczekiwania firm dyktujących decyzje produkcyjne były znacznie bardziej pesymistyczne przed wejściem do tegorocznego pierwszego kwartału niż rzeczywisty popyt, a różnica między (pesymistycznymi oczekiwaniami) produkcją a faktycznie zrealizowanym popytem mogła zostać zaspokojona przez zapasy. Jeśli tak, poprawa stanu zapasów będzie pozytywnym czynnikiem dla ogólnego wzrostu w drugim i prawdopodobnie trzecim kwartale. Chociaż będzie to tylko efekt przejściowy.

**Wskaźniki wyprzedzające były ostrożnie pozytywne w czerwcu. Czerwcowy PMI** wzrósł w strefie euro do 52,1 punktu, co w stosunku do wyniku maja (51,8) nie było zbyt umocnieniem, ale jest to jednak wynik najwyższy od 7 miesięcy. Wynika to głównie z poprawy w sektorze usług, gdzie wskaźnik osiągnął 53,4 punktu, co stanowiło pół punktu więcej niż w maju. W przemyśle poprawa była minimalna (+0,1 punktu do 47,8), a sektor wciąż się kurczy. Tak więc, podczas gdy usługi miały najlepszy kwartał od 3Q18, przemysł wytwórczy doświadczył najgorszego kwartału od 6 lat. Negatywną wiadomością jest to, że w obu sektorach pogorszyły się oczekiwania na następane dwanaście miesięcy.

Z twardych danych miesięcznych dotyczących drugiego kwartału nie wynika, że gospodarka poprawia się w najważniejszych sektorach. **Produkcja przemysłowa w kwietniu** spadła po raz trzeci z rzędu, tym razem o 0,5% m/m. Ogólnie rzecz biorąc, produkcja jest niższa niż rok temu o jeden procent, co jest nadal dość pozytywną informacją, biorąc pod uwagę wartości PMI. Spadek sektora wynikał głównie z sytuacji w Niemczech i we Włoszech - francuski i hiszpański przemysł nadal się rozwijają, choć tylko nieznacznie (odpowiednio 1,4% r/r i 1% r/r). **Sprzedaż detaliczna** w kwietniu wzrosła tylko o 1,5%; nawet w Niemczech, gdzie bezrobocie nie istnieje od kilku lat, wzrost nie jest dużo szybszy (średni wskaźnik r/r za okres luty - kwiecień wyniósł jedynie 2,2%). **Inflacja** w czerwcu nieznacznie spadła do 1,2%, inflacja bazowa wróciła do poziomu ponad 1%, ale tylko w najmniejszym możliwym przedziale (0,1 p.b.). Zatem według wszystkich kryteriów inflacyjnych gospodarka strefy euro pozostaje bardzo daleko od celu inflacyjnego EBC (trwała inflacja nieco poniżej 2%).

Nic dziwnego, że **czerwcowe posiedzenie EBC było wyraźnie gołębie**. EBC w czerwcu a) przedłużył okres, przez który z pewnością nie podniesie stóp, „co najmniej do końca pierwszej połowy 2020”, b) zwrócił uwagę na możliwość odnowienia zakupu aktywów (QE), c) przyjął kolejne obniżki stóp procentowych. Obroty polityki pieniężnej, które trwały około pół roku, zostały w pełni zakończone: nawet w grudniu 2018 r., kiedy EBC zakończył luzowanie ilościowe, Draghi wskazał, że stopy mogą wzrosnąć po zakończeniu pierwszej połowy 2019 r.

**Spadek zapasów w 1Q19 jest pozytywną informacją dla perspektyw wzrostu EMU w Q2 i Q3**





## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Chociaż ani inflacja, ani dane dotyczące wzrostu nie dały nam żadnego powodu, amerykański bank centralny pokazał w czerwcu gołębi zwrot.**

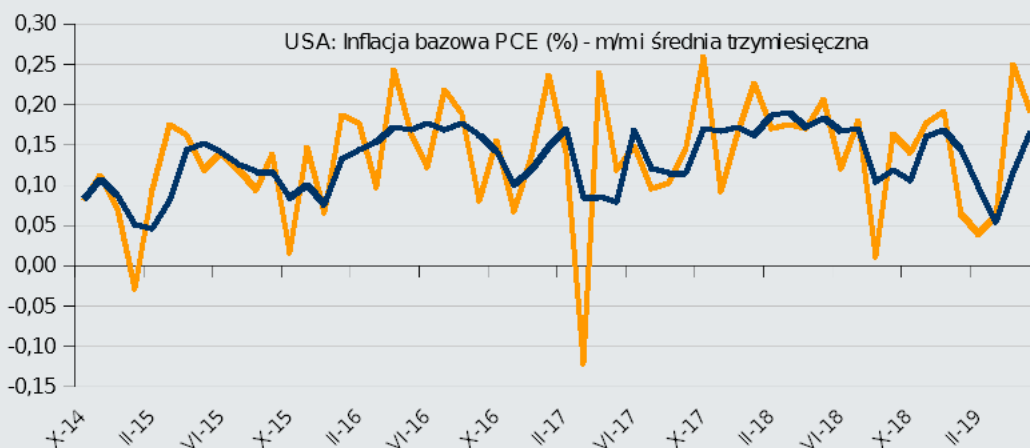
Według szacunków gospodarka amerykańska wzrosła o 3,1% (q/q, w ujęciu rocznym) w pierwszym kwartale tego roku. Jak zwykle, największym czynnikiem wzrostu nie był popyt gospodarstw domowych, który dodał tylko 0,6 pp. (był to wynik o 0,3 p.p. mniejszy niż w drugim szacunku), lecz eksport netto, który dodał 1 punkt procentowy i inwestycje stałe, które po trzeciej korekcie dodały więcej (1,1 p.b.) niż w drugim szacunku (0,9 p.b.). Wzrost utrzymuje się na poziomie, na którym prezydent USA chce go widzieć.

Dane opublikowane w czerwcu były silne. **Produkcja przemysłowa** w maju odnotowała zaskakująco silny wzrost o 0,4% m/m, najszybszy od listopada ubiegłego roku. W ciągu ostatnich trzech miesięcy w zasadzie stagnowała (+ 0,1% skumulowanego wzrostu w ciągu trzech miesięcy nie można nazwać inaczej niż stagnacją). **Sprzedż detaliczna** bez samochodów i paliwa w maju zyskała kolejne 0,4 % m/m. Jest to zgodne z sytuacją na **rynku pracy**. 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 205 tys. miejsc pracy. Maj był dużo słabszy (90 tys.), ale jeśli czerwiec stworzy około 200 tysięcy miejsc pracy, podobnie jak w poprzednich latach, pierwszy i drugi kwartał będą nie do odróżnienia pod względem zmian na rynku pracy. **Oficjalna stopa bezrobocia** w maju pozostała na wartości z kwietnia 3,6 %, jej alternatywna stopa, obejmująca oprócz osób bezrobotnych również osoby, które pracują mniej niż by chciały poziomu (7,1%) od końca roku 2000. **Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych nadal wynoszą 220 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 maju o 3,1 % (jednak płaca realna tylko o 1,3%).

**Inflacja bazowa PCE** pozostała w maju 2019 na poziomie wartości z kwietnia 1,6 %, tj. tylko 0,1 p.b. powyżej dna osiągniętego w marcu (1,5 % w marcu była również najniższą wartością od listopada 2017). Inflacja zasadnicza utrzymała się na poziomie 1,5%, podobnie jak w marcu i kwietniu. Pozytywną wiadomością jest to, że w kwietniu i maju inflacja bazowa w ujęciu m/m wzrosła o 0,2%, co wraz z marcowym wynikiem (+ 0,1%) oznacza, że jej roczna stopa w ostatnim kwartale (marzec-maj) wynosi około 2%, tj. osiągnęła cel banku centralnego.

**Dlatego (a także dlatego, że dane makro są nadal solidne) naszym zdaniem zaskakująca i mało uzasadniona jest to gołębia postawa FED w czerwcu.** Na czerwcowym posiedzeniu jeden z członków FOMC (Bullard) zażądał obniżki stóp o 25 punktów bazowych, a rynki zaczęły oczekiwać, że stopy zostaną obniżone w tym roku. Sam Fed poparł te spekulacje, gdy na przykład jego szef Powell powiedział, że „na razie nie porusza kwestii, czy obniżyć stopy o 25 czy 50 punktów bazowych” Biorąc pod uwagę inflację i makrodane, ten zwrot jest trudny do zrozumienia - jedynym wyjaśnieniem jest to, że nie chcą rozgniewać republikańskiego pretendenta przed rozpoczęciem kampanii wyborczej w USA w roku 2020.

### Inflacja bazowa wzrosła o dwa procent w ujęciu rocznym w ciągu ostatnich trzech miesięcy



Źródło: bls.gov



## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## CEE3

## POLSKA

**Chociaż w drugim kwartale polska gospodarka nadal bardzo rosła i choć inflacja przyspiesza, bank centralny nie chce reagować.**

**Po bardzo silnym pierwszym kwartale, podczas którego polska gospodarka dopisała 1,5 % q/q** i osiągnęła w ten sposób, z wyjątkiem końca ubiegłego roku (+0,5 % q/q) dziesiąty kwartał z rzędu ze wzrostem ponad jeden procent q/q, wydaje się, że wzrost ten był równie silny w drugim kwartale.

Produkcja przemysłowa, po wzroście o 6,4 % w kwietniu, dopisała w maju 5,1 % i nadal kontynuowała wzrost, co absolutnie nie koresponduje z faktem, że indeks PMI jest już ósmy miesiąc z rzędu poniżej wartości (50), która oddziela (lub historycznie oddzielała) skurcz od ekspansji. Czerwcowa wartość PMI (48,4) nie jest „gwarancją”, że rzeczywiście zobaczymy kurczenie się polskiego przemysłu (jest to obecnie najdłuższy okres słabości indeksu od 6 lat).

**Sprzedaż detaliczna w połowie drugiego kwartału bieżącego roku również osiągnęła dobre wyniki.** Po wzroście w kwietniu w ujęciu realnym 11,9 % r/r, co było najszybszym tempem od lutego 2012, w maju dopisała 5,6 %. W tym roku średnia stopa zwrotu sprzedaży detalicznej wynosi 7,4 % r/r, co jest zgodne ze stopą zwrotu w 2018 r. (7,9 %).

Fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych są nadal silne. **Płace rosą bardzo dobrze** (w kwietniu nominalnie +7,1 % r/r, w maju +7,7 % r/r), a rynek pracy jest również bardzo dobry – stopa bezrobocia pozostała w maju na historycznie niskim poziomie 5,5 % z kwietnia i marca. Bezrobocie bez sezonowego oczyszczenia spadło do historycznego minimum 5,4 %. W nadchodzących miesiącach nie ma więc powodu, dla którego popyt gospodarstw domowych nie miałby nadal solidnie rosnąć.

**Inflacja w maju nadal przyspieszała.** Podczas, gdy w styczniu tego roku wynosiła zaledwie 0,7 %, w maju była już na poziomie 2,4 % i podobną tendencję zaobserwowano dla jej głównego składnika: z 0,6 % w grudniu 2018, w kwietniu i maju dopisał już 1,7 %. Nie chodzi więc o to, że inflacja całkowita rośnie przede wszystkim z powodu wzrostu elementów inflacji innych niż podstawowe: w Polsce wydaje się, że silny popyt gospodarstw domowych zaczął w tym roku naprawdę wpływać na ceny.

**Rada Polityki Pieniężnej banku centralnego (RPP) na swoim czerwcowym posiedzeniu pozostawiła zgodnie z oczekiwaniami główną stopę procentową bez zmian 1,5 %**, tj. na poziomie, na którym znajduje się od marca 2015. Chociaż nowa prognoza zwiększyła oczekiwania inflacyjne i wzrostowe, nie wystarczyło to do zmiany walutowo-politycznego nastawienia banku centralnego. Minister Głapiński nadal widzi najbardziej prawdopodobny scenariusz w tym, że stopy będą stabilne przynajmniej do końca 2021 r. (!). Powiedział, że podobnie jak bank centralny nie reagował obniżeniem stóp w przypadku deflacji, okres wyższej inflacji nie oznacza, że stopy będą zwiększać.

## ROPA

Ropa (Brent) w pierwszej połowie czerwca oscylowała w wąskim paśmie koło 62 dolarów za baryłkę. W drugiej połowie miesiąca pod wpływem wyraźniejszego spadku zapasów w USA wzrosła powyżej 66 dolarów i tak zakończyła miesiąc.

## WALUTY

**W czerwcu, po długim czasie, kurs wymiany euro do dolara wyszedł z pasma 1,115-1,125.** Było to spowodowane wyraźnie gołębiym nastrojem obu banków centralnych. Walka o koronę miesiąca została wygrana w oczach rynków walutowych przez amerykański bank centralny i słusznie - spekulacja na temat obniżki stóp o 50 punktów przesunęła w ten sposób dolara do euro do wartości powyżej 1,135.

**Rozwój złotego** był podobny do korony czeskiej: po miesiącach oscylacji wokół 4,30 złoty umocnił się poniżej 4,25, czyli najsilniej od maja ubiegłego roku.

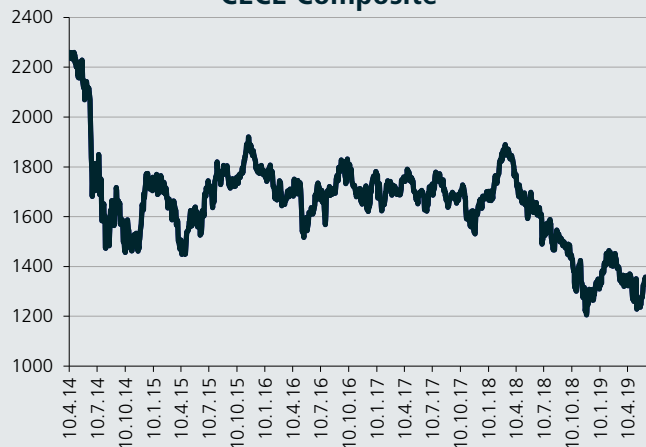


## RYNKI AKCYJNE

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Majowa sprzedaż poszły w zapomnienie, a na rynki giełdowe wrócił optymizm (MSCI All Country World +6.4) po tym, jak Fed poinformował, że jest gotów obniżyć stopy procentowe, jeśli wymaga tego sytuacja gospodarcza. Pomogło także odłożenie sporu między USA i Chinami o dalsze wojny handlowe. Wymiana poglądów obu stron była intensywna, w tym możliwe konsekwencje, jeśli coś się nie wydarzy. Uwaga wszystkich kierowała się w stronę ostatniego weekendu miesiąca, kiedy to odbył się szczyt G20. Podczas niego prezydenci USA i Chin uzgodnili, że dojdą do porozumienia. Jednocześnie Trump ogłosił, że powstrzyma się od nałożenia ceł na pozostałe 300 miliardów dolarów importowanych towarów chińskich, jednocześnie wydając sankcje przeciwko Huawei. Wszystko to doprowadziło do wzrostu na rynku amerykańskim o 6,9% (S&P 500). Rynki europejskie podążyły za światowymi pozytywnymi nastrojami, a także zyskały bardzo solidną aprecjacje o 4,3% (indeks DJ STOXX 600). Pozytywne dla przemysłu motoryzacyjnego było porzucenie przez USA ceł z Meksykiem, gdzie europejskie fabryki samochodów mają zakłady produkcyjne.

MSCI World Index



Źródło: Bloomberg

Pozytywne nastroje przełożyły się również na lokalne rynki Europy Środkowej. Na rynku czeskim (indeks PX + 0,1%) pojawiły się spekulacje na temat szeregu wydarzeń, takich jak gwarancja i budowa innych jednostek jądrowych przez CEZ, drogie taryfy operatorów telefonicznych czy opodatkowanie banków. Polski rynek (WIG30 + 4,1%) był szczególnie udany w sektorze bankowym, gdzie inwestorzy docenili wskaźniki niskiej wartości banków i solidny potencjał dywidendowy. Jednak największe zyski osiągnęły akcje spółek telekomunikacyjnych, gdzie po długim okresie silnej konkurencji taryfy telefonii komórkowej nieznacznie wzrosły. Zwiększa to wartość firm bardzo pozytywnie dzięki znaczącym dźwigniom operacyjnym. Dobre dane dotyczyły również sprzedaży firm z sektora konsumenckiego. Rynek rumuński (indeks BET) zdobył prawie cztery procent. Dwucyfrowe zyski osiągnął operator telekomunikacyjny Digi, producent wina Purcari i bank BRD.

Akcje rynków wschodzących również pogrążyły się w optymizmie, eliminując znaczną część strat z zeszłego miesiąca. MSCI Emerging Markets USD dodał 5,70% w czerwcu. Jak to prawie stało się regułą w ostatnich miesiącach, głównymi dwoma czynnikami determinującymi rozwój rynku są wojny handlowe rozpętane przez prezydenta USA i polityka monetarna głównych banków centralnych. Pozytywne zmiany na obu frontach były główną przyczyną optymistycznego nastroju większości inwestorów. Akcje kwitły praktycznie na wszystkich głównych rynkach, zwłaszcza chińskich. W tyle nie pozostały też akcje koreańskie, tureckie, brazylijskie i rosyjskie. Z drugiej strony akcje w Indiach zakończyły się niewielką stratą, jako jedna z nielicznych, która uniknęła znaczących spadków w maju i nieznacznie skorygowała wcześniejsze zyski.



## RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Banki centralne były dominującym czynnikiem wpływającym na rentowności na rynkach obligacji rządowych. W Stanach Zjednoczonych gołębie nastroje Fedu znalazły odzwierciedlenie w dalszym spadku rentowności. Na krótkim końcu rentowności spadły o 17 p.b. w porównaniu z końcem maja i osiągnęły wartość 1,75%, na długim końcu rentowność spadła o kolejne 12 punktów bazowych do 2,0%. Na długim końcu były to najniższe wartości od września 2016 r., na krótkim końcu najniższe wartości od listopada 2017 r. Maksimum nieco poniżej odpowiednio 3,25% (10 lat) i nieco poniżej 3% (w przypadku obligacji dwuletnich) od późnej jesieni ubiegłego roku znacznie się obniżyły.

W strefie euro zmiany były takie same, a rentowności spadały w czerwcu. Przy dziesięcioletnim terminie zapadalności niemieckie rentowności spadły do nowego rekordowego poziomu -33 punktów bazowych, co oznacza spadek o około 13 punktów od końca maja. Na krótkim końcu rentowności spadły również poniżej -70 punktów bazowych, najniżej od grudnia 2017 roku.

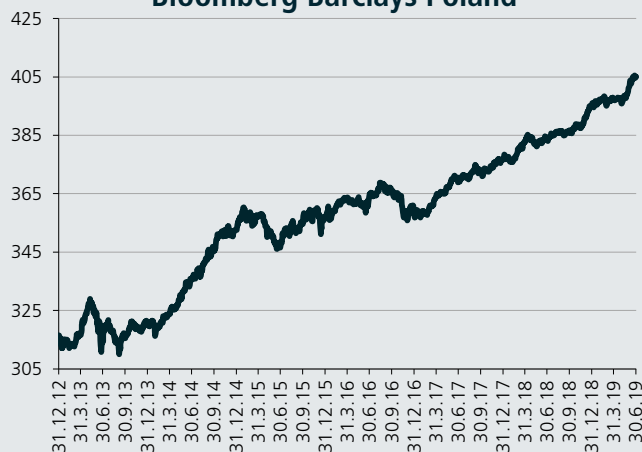
Obligacje korporacyjne

Sytuacja w czerwcu **na rynku kredytowym była pozytywna zarówno** w strefie euro, jak i w USA, ponieważ **fala gołębih komentarzy ze strony banków centralnych** na świecie pod przewodnictwem Fedu i EBC doprowadziła do odwrócenia negatywnego trendu. W przypadku europejskich obligacji korporacyjnych zaostrzenie marż kredytowych zarówno na poziomie inwestycyjnym, jak i spekulacyjnym doprowadziło do wycofania prezesa EBC Draghiego, który wyraźnie wskazał gotowość banku centralnego do dalszego złagodzenia polityki monetarnej poprzez obniżenie stóp i być może wywołanie kolejnej rundy luzowania ilościowego, które mogłoby mieć wpływ na rynek obligacji korporacyjnych. Rynek odrobił większość strat z maja, ponieważ średnia marża kredytowa EUR iBoxx Corporate IG spadła o 14 punktów do 79 punktów w czerwcu, natomiast indeks stopnia spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) o ponad 50 punktów do 310 punktów. Podobny trend zaobserwowano również na rynku swapów ryzyka kredytowego (CDS) - iTraxx Europe (segment IG) i iTraxx Crossover (segment HY), mierzące średnią marżę kredytową, spadły odpowiednio o 20 i 57 punktów do odpowiednio 52 i 253 punktów.

Polski rynek obligacji

**Zgodnie z rozwojem sytuacji w Niemczech, rentowności w Polsce również spadły.** Na krótkim końcu krzywej rentowności nic się nie wydarzyło, ponieważ polski bank centralny, pomimo szybko rosnącej inflacji popytowej, utrzymuje niezmiennie prognozy stóp procentowych (rentowność dwuletnia pozostała na poziomie 1,6%). W segmencie rentowności długoterminowych doszło do spadku (ceny wzrosły) o około ćwierć punktu procentowego do 2,4%, jest to najniższa wartość od kwietnia 2015.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek obligacji Polska

**Zaskakujący wzrost inflacji w tym roku, wraz z zatwierdzonym przez rząd impulsem fiskalnym i silnym wzrostem gospodarczym, przynajmniej teoretycznie otworzyły beznadziejnie zamknięte drzwi do podwyżek stóp.** Przeciwdziała temu jednak wciąż nisko inflacyjna strefa euro, jak i wynikający z niej gołębi EBC oraz rosnący, odporny na inflację polski bank centralny, który odmawia rozważenia zaostrzenia polityki. Te dwa efekty zostaną zrównoważone w nadchodzących miesiącach, więc nie spodziewamy się znacznie większego spadku premii za ryzyko niż 260-270 punktów, które widzieliśmy w dziesięcioletnim okresie zapadalności w czerwcu.



## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Waluty

Sytuacja kursu euro do dolara dokładnie odpowiada naszym prognozom z poprzednich wydań tego materiału: kurs z wartości 1,11-1,12 umocnił się i oczekujemy, że będzie oscylował w paśmie 1,13-1,15 również w drugiej połowie roku. Nie będzie żadnych zmian w ustawieniach polityki pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku poza tymi, które są obecnie na rynku.

**W przypadku polskiego złotego oczekujemy umocnienia.** Wyższa inflacja mogłaby rozwiązać ręce banku centralnego (lub przynajmniej usta), co umocniłby złotego. Ale nawet bez zacieśnienia polityki obecna różnica stóp procentowych i solidne makro powinny przekonać rynki, że wartości około 4,25 są zbyt słabe. W najbliższych dwóch kwartałach oczekujemy powrotu do poziomu 4,20, gdyby wprowadzono wskazówki banku centralnego dotyczące zacieśnienia polityki i złagodzenia napięć międzynarodowych (wojny handlowe, Brexit), moglibyśmy zobaczyć wartości poniżej 4,10.

Rynek akcyjny

Korekta w maju została zapomniana i odrobiona w czerwcu. Jednym z głównych powodów wzrostu w czerwcu była retoryka wiodących banków centralnych, która będzie głównym motorem dla giełd w nadchodzącym okresie. Oprócz działań banku centralnego, rynki akcji będą obserwować sytuację globalnej gospodarki i monitorować ryzyka dla handlu międzynarodowego. Mamy neutralny pogląd na rynek akcyjny. 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 polityką 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 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 producent odzieży Vistula. 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)