

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	3,71 %	USA	-0,23 %	USD/EUR	2,43 %	Ropa Brent	8,85 %
Europa – DJ Stoxx 600	2,48 %	Europa	0,15 %	CZK/USD	-2,42 %	Gaz	-11,90 %
Japonia – Nikkei 225	3,82 %	Czechy	-0,07 %	CZK/EUR	-0,03 %	Fotowoltaika	16,56 %
MSCI Emer. Markets	7,15 %	Polska	0,00 %	PLN/EUR	1,84 %	Złoto	6,72 %
Czechy – PX	6,28 %	Węgry	0,68 %	HUF/EUR	1,16 %	Srebro	17,21 %
Polska – WIG30	8,33 %	Turcja*	-0,75 %	TRY/EUR	-2,70 %	Miedź	2,43 %
Węgry – BUX	8,42 %						

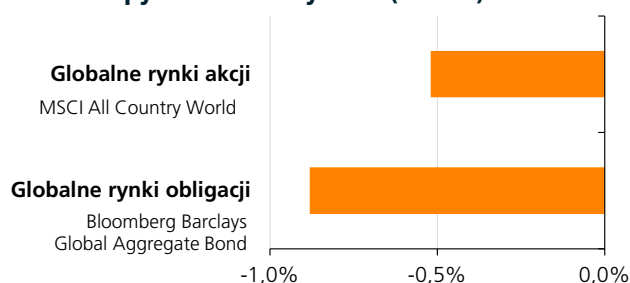
* BofA Merrill Lynch index

STYCZEŃ W PIGUŁCE

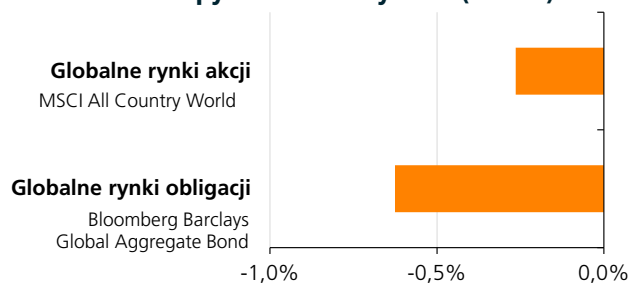
SZYBKIE PODSUMOWANIE SYTUACJI W STYCZNIU

W styczniu sytuacja na światowych rynkach finansowych była dość dobra. Nastrój załamał się dopiero w ostatnim tygodniu stycznia, kiedy nastąpiła niewielka korekta. Powodem była prawdopodobnie realizacja zysków po opublikowaniu przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy nowej prognozy światowej gospodarki, w której MFW ostrzegał, że zagrożenia dla perspektyw światowej gospodarki są rzeczywiście ogromne ze względu na pandemię. W rezultacie najszerszy światowy indeks giełdowy MSCI All Country World stracił w styczniu 0,5%. Światowe rynki obligacji zanotowały trochę gorsze wyniki, a najszerszy indeks obligacji, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, stracił 0,9%, po tym jak inwestorzy zaczęli obawiać się wyższej inflacji.

Stopy zwrotu w styczniu (w USD)



Stopy zwrotu w styczniu (w CZK)



Źródło: Bloomberg, Conseq

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

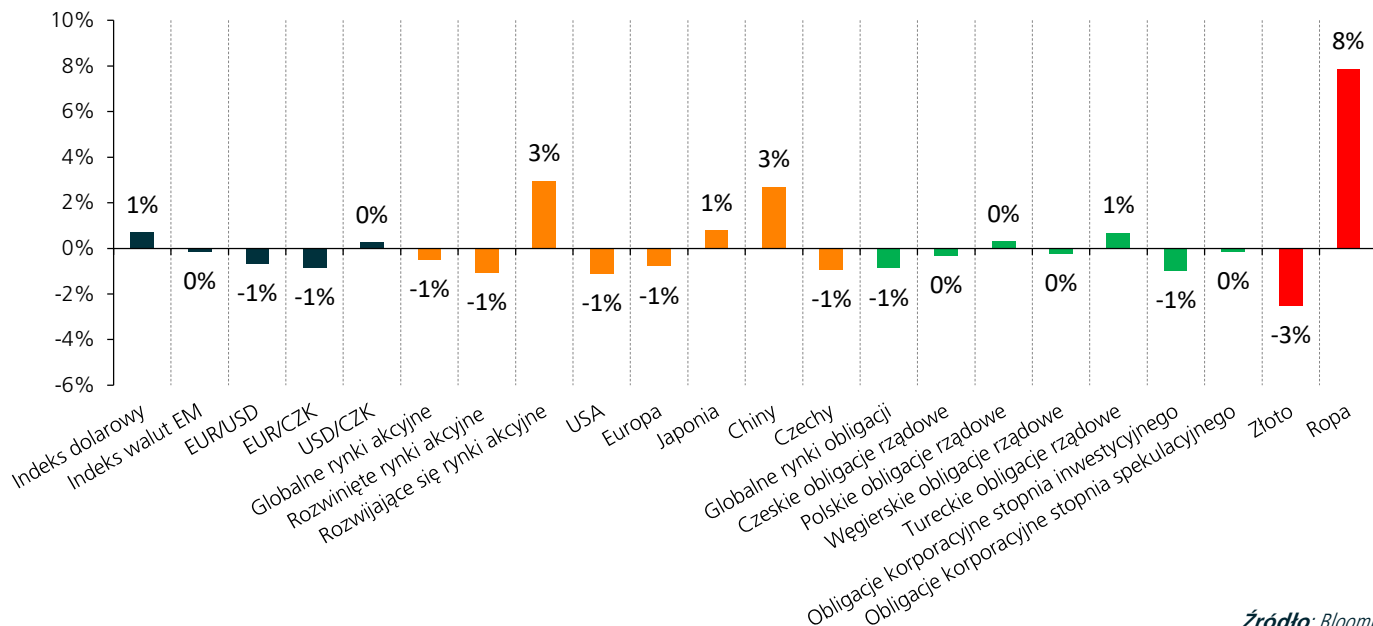
- Dolar miał tendencję do umacniania się w lekko negatywnym nastroju. W rezultacie indeks dolara DXY, który mierzy zachowanie dolara w stosunku do koszyka głównych walut światowych, umocnił się o 0,7%. W stosunku do euro dolar również umocnił się o 0,7% do 1,214 USD za euro. Indeks walut gospodarek wschodzących osłabił się bardzo nieznacznie w stosunku do dolara o 0,1%.
- Korona osłabiła się nieznacznie w stosunku do dolara o 0,3% do 21,44 CZK/USD. W stosunku do euro korona umocniła się o 0,9% do 26,02 CZK/EUR.
- Najszerszy światowy indeks giełdowy MSCI All Country World stracił na wartości 0,5%. Z perspektywy regionalnej, akcje rynków wschodzących znowu radziły sobie lepiej, a indeks MSCI Emerging Markets zyskał 3,0%. Akcje rynków rozwiniętych według indeksu MSCI World straciły na wartości 1,1%.
- Pod względem stylu inwestowania spółki wzrostowe radziły sobie lepiej, a indeks MSCI All Country World Growth stracił na wartości 0,2%. Akcje wartościowe według indeksu MSCI All Country World Value straciły na wartości 0,9%.
- Spośród monitorowanych rynków najsilniejsze spadki odnotowały akcje w Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America -6,8%), Indiach (Sensex -3,1%) i strefie euro (Euro STOXX 50 -2,0%). Z kolei akcje odniosły największy sukces w Rumunii (BET + 5,1%) i wschodzącej Azji (MSCI Asia ex-Japan + 4,0%).
- Według indeksu PX giełda w Pradze straciła 1,0%, a indeks PX styczeń zakończył się na poziomie 1017 punktów.

STYCZEŃ W PIGUŁCE

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Światowe rynki obligacji według indeksu Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond tracą na wartości 0,9%, ponieważ inwestorzy zaczynają obawiać się wzrostu inflacji. Jednocześnie średnia globalna rentowność obligacji do wykupu według Bloomberg'a wzrosła o 0,05% do 0,88%.
- Globalny indeks obligacji skarbowych osłabił się o 1,3%. Obligacje korporacyjne również nie radziły sobie dobrze. Globalny indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym stracił na wartości 1,0%, a globalny indeks korporacyjny o ratingu spekulacyjnym (high-yield) stracił 0,2%.
- Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowany w euro osłabił się nieznacznie o 0,1%, natomiast indeks obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym denominowany w euro (high-yield) umocnił się nawet o 0,4%.
- Nie radziły sobie również czeskie obligacje skarbowe, których indeks osłabił się o 0,3%. Rentowność obligacji rządowych o krótkim dwuletnim terminie zapadalności wzrosła o 0,14% do 0,28%. Rentowność 10-letnich długoterminowych obligacji skarbowych wzrosła nieznacznie o 0,10% do 1,40%. Tym samym czeska krzywa dochodowości nieznacznie zmniejszyła swoje nachylenie.
- Indeks polskich obligacji skarbowych umocnił się o 0,3%. Węgierskie obligacje skarbowe straciły na wartości 0,2%. Tureckie obligacje skarbowe umocniły się o 0,7%.
- Globalny indeks towarowy S&P GSCI wzrósł o 4,9%. Cena ropy Brent wzrosła o 7,9% do 56 USD za baryłkę. Cena złota spadła o 2,5% do 1847 USD za uncję.
- Indeks zmienności VIX wzrósł bardzo gwałtownie o 46% do 33 punktów.

Wyniki głównych klas aktywów w styczniu, w walucie lokalnej



Źródło: Bloomberg

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w styczniu, po bardzo silnym wzroście, zredukowaliśmy wagę japońskich akcji z przeważonej do neutralnej i odwrotnie, zwiększyliśmy wagę europejskich akcji z niedoważonej do neutralnej ze względu na stosunkowo słabe wyniki.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych nadal mamy bardzo nieznaczne niedoważenie w akcjach i inwestycjach alternatywnych do wskaźników referencyjnych czy benchmarków oraz, odwrotnie, przeważenie w obligacjach.
- W komponencie akcyjnym mamy znacznie niedoważone Stany Zjednoczone i, z drugiej strony, znacznie przeważyliśmy rynki wschodzące (emerging markets), na czele ze wschodzącą Azją oraz Europą Środkowo-Wschodnią.

STYCZEŃ W PIGUŁCE

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

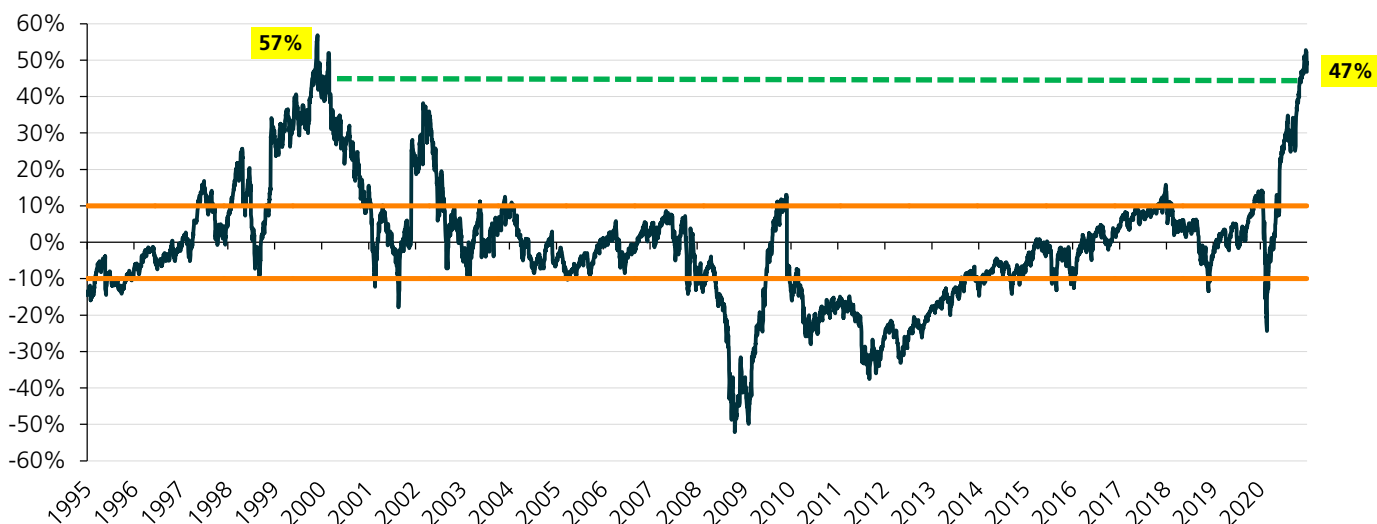
ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	-	+	-
	Niedoważenie	Przeważenie	Niedoważenie

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

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

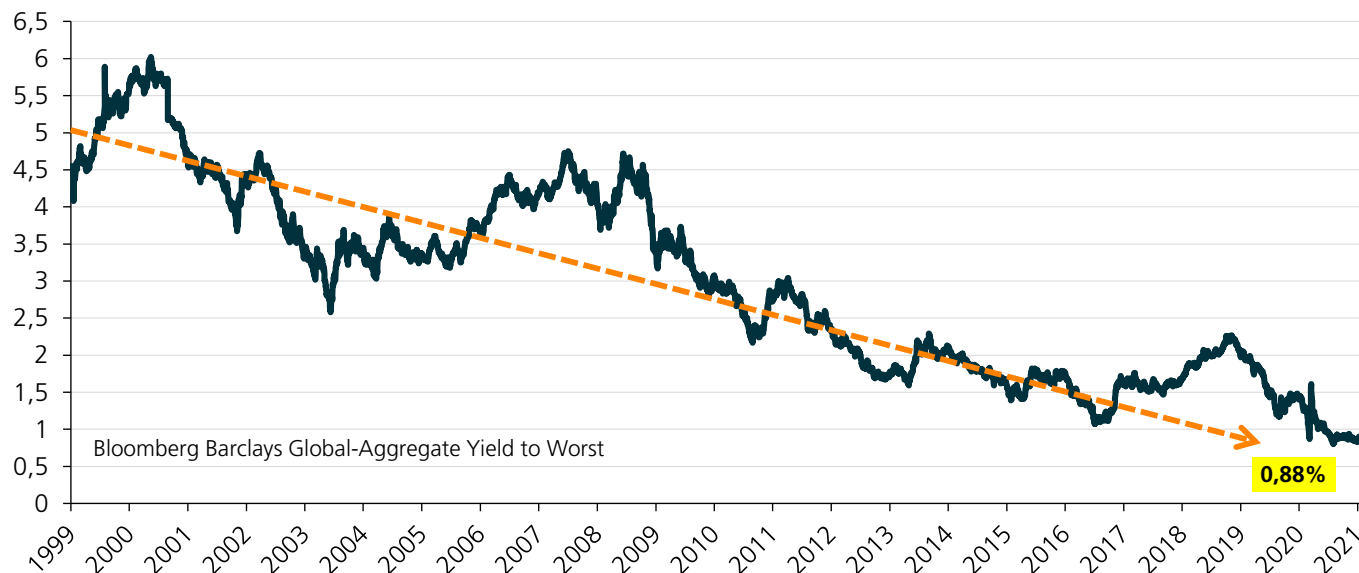
- Globalna gospodarka znajduje się w największej recesji od drugiej wojny światowej. Według najnowszej prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (World Economic Outlook) globalny PKB spadł w ubiegłym roku o 3,5%, co stanowi wielokrotnie ponad 1% spadek w czasie światowego kryzysu finansowego w 2009 r. Jednocześnie jedyną dużą gospodarką, która odnotowała w ubiegłym roku dodatni wzrost PKB, były Chiny, których gospodarka wzrosła o 2,3%. Według szacunków MFW globalny PKB ma w tym roku wzrosnąć o 5,5%, ale prognoza ta obciążona jest skrajną niepewnością. Według oświadczenia Banku Światowego z ostatniego tygodnia stycznia, tegoroczny wzrost gospodarczy na świecie może być nawet o połowę niższy od obecnej prognozy, jeśli szczepienie nie zakończy się sukcesem lub będzie zbyt wolne.
- Jeśli chodzi o perspektywę dla globalnych akcji, pod koniec września zdecydowaliśmy się na niedoważenie akcji w naszych portfelach inwestycyjnych. Doprowadziły do tego przede wszystkim trzy powody: 1) dobre wyniki światowych giełd w tym roku, biorąc pod uwagę ogromne skutki globalnej pandemii, 2) bardzo wysokie wyceny akcji, najwyższe od 2000 roku oraz 3) ekstremalnie niepewne globalne perspektywy makroekonomiczne.
- Aktualne wyceny akcji na świecie w średnim okresie najbliższych pięciu lat wskazują oczekiwane średnie roczne stopy zwrotu z akcji, w tym dywidendy, na poziomie tylko około 2%. Niekorzystnym czynnikiem dla akcji jest również znacząca ujemna dynamika globalnych zysków korporacyjnych, których spadek rw ujęciu rocznym na koniec stycznia wyniósł 28 %. Dlatego ogólnie oceniamy akcje lekko negatywnie.

Światowa złożona zastrzeżona wycena akcji – MSCI All Country World Index



STYCZEŃ W PIGUŁCE

Średnia globalna stopa zwrotu obligacji



Źródło: Bloomberg, Conseq

- Jeśli chodzi o obligacje, są one obecnie najdroższą globalną klasą aktywów w historii, ze średnią rentownością obligacji do wykupu według Bloomberg'a na koniec roku na poziomie zaledwie 0,88 % pozostając blisko minimów z sierpnia ubiegłego roku. Średnia realna rentowność globalnych obligacji do terminu zapadalności, tj. skorygowana o oczekiwaną stopę inflacji, jest zatem stosunkowo głęboko ujemna. W związku z tym nadal uważamy, że obligacje rządowe krajów stosunkowo wolnych od ryzyka nie dają wiele miejsca na solidną aprecjację w średnim okresie przez następne pięć lat.
- W ostatnich miesiącach spready kredytowe na obligacjach korporacyjnych również znacznie się zmniejszyły i obecnie kształtują się poniżej swoich długoterminowych średnich, zarówno w przypadku obligacji korporacyjnych z ratingiem inwestycyjnym, jak i obligacji korporacyjnych z ratingiem nieinwestycyjnym (high-yield). Dlatego uważamy, że obligacje korporacyjne jako klasa aktywów nie są obecnie zbyt atrakcyjne.
- Ogólnie rzecz biorąc, obecna sytuacja na światowych rynkach finansowych jest taka, że wyceny akcji i obligacji znajduje się na rekordowych poziomach. Dlatego inwestorzy w kolejnym okresie muszą spodziewać stóp zwrotu nieco poniżej średniej.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Handel i usługi cierpią z powodu zamknięcia gospodarek, ale gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa nie tracą panowania nad sobą, jak to miało miejsce na wiosnę.

Według pierwszych danych (i zgodnie z oczekiwaniami) **gospodarka Europejskiej Unii Monetarnej (UGW) powróciła na ziemię w czwartym kwartale z niebiańskich wskaźników wzrostu trzeciego kwartału.** Po wzroście o 12,5% q/q (-4,3% r/r) w trzecim kwartale, jej gospodarka spadła w czwartym kwartale, choć tylko nieznacznie (o 0,7%), głównie za sprawą Włoch.

Z wyjątkiem Francji, dane strukturalne nie zostały jeszcze opublikowane. Gospodarka francuska skurczyła się w ostatnim kwartale o 1,3% q/q (o 8,3% w całym 2020 r.), co było spowodowane głównie zamknięciem gospodarki, które rozpoczęło się pod koniec października i trwało zasadniczo nieprzerwanie do końca kwartału. Mimo to spowolnienie gospodarcze było znacznie mniejsze niż podczas wiosennego zamknięcia: spadek rok do roku w IV kwartale wyniósł „tylko” 5%, podczas gdy w II kwartale prawie 19%. Głównym powodem spadku w ujęciu kwartalnym w IV kw. był (co nie jest zaskoczeniem)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

komponent wydatków konsumpcyjnych, które spadły o 5,4% q/q. Z drugiej strony, inwestycje brutto (+ 2,4% q/q) i eksport (+ 4,8% q/q) radziły sobie dobrze pomimo opisanych powyżej ograniczeń. Ponieważ import wzrósł tylko nieznacznie (+ 1,3% q/q), handel zagraniczny był pozytywnym czynnikiem (w wysokości 0,9 p.b.) we wzroście kwartał do kwartału.

Pozostałe duże gospodarki strefy euro opublikowały tylko pierwsze, ilościowe dane: Niemcy odnotowały wzrost o 0,1% q/q (ale tutaj wynik prawdopodobnie zostanie zrewidowany w dół, ponieważ grudniowy handel był dramatycznie gorszy niż oczekiwano), Hiszpania o 0,4% (sprzedaż detaliczna w grudniu dodała tam 1%, więc nie oczekuje się żadnej korekty). Jednak Włochy w ostatnim kwartale spadły o 2% q/q (-6,6% r/r).

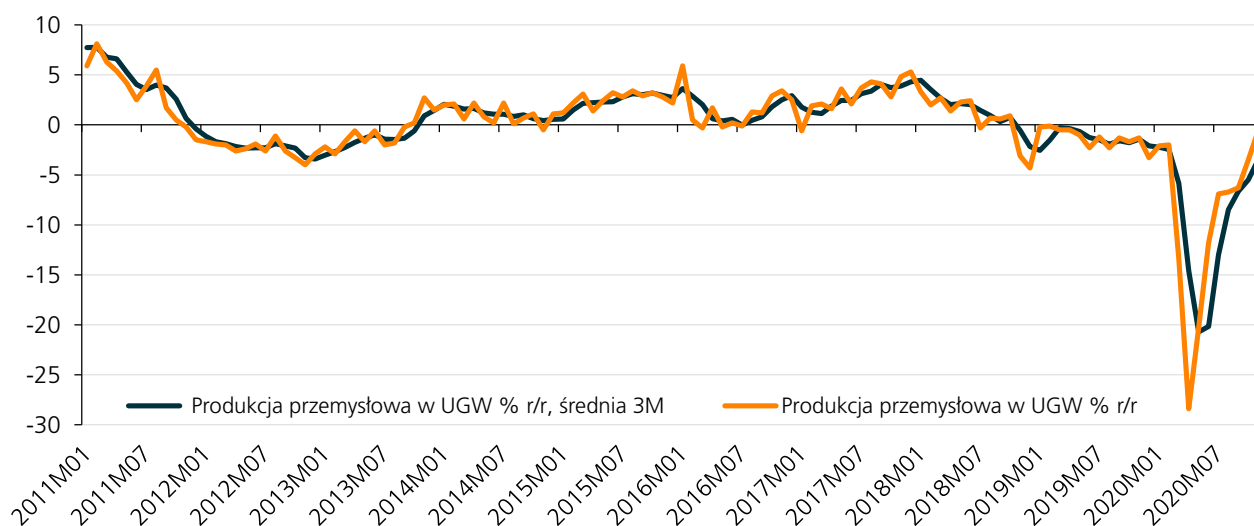
Miesięczne dane publikowane w UGW w styczniu 2021 r. były raczej słabe: handel cierpi ze względu na działania przeciw pandemiczne, wskaźniki miękkie ostrożnie się poprawiają.

Sprzedaż detaliczna gwałtownie spadła w listopadzie. Jej spadek o 6,1% m/m był spowodowany znacznym spadkiem miesiąc do miesiąca we Włoszech (-8,7%), Austrii (-9,8%) i Francji (-18%), a wszystko to w wyniku zamknięcia gospodarek z powodu koronawirusa. Odpowiadało to rozwojowi **zaufania konsumentów** mierzonego przez KE, które spadło w listopadzie do najniższego (-17,6 punktu) od maja (-18,8 punktu). Kolejne dwa miesiące (grudzień 2020, styczeń 2021) powinny być lepsze dla strefy euro: zaufanie konsumentów poprawiło się do -13,8 punktu w grudniu i -15,5 punktu w styczniu. **Rynek pracy** jest również bardzo stabilny: według danych opublikowanych pierwszego dnia lutego sezonowo wyrównana stopa bezrobocia osiągnęła w grudniu 2020 r. taki sam poziom (8,3%) jak w listopadzie, czyli tylko o mniej niż punkt procentowy więcej niż rok temu. Stopa bezrobocia pozostaje najwyższa w Hiszpanii (16,2%).

Po dwóch poprzednich miesiącach stagnacji miesiąc do miesiąca (wzrost o 0,3% w sierpniu i 0,1% we wrześniu nie można opisać inaczej), **produkcja przemysłowa** znacznie się poprawiła w październiku i listopadzie. Przy wzroście miesięcznym (po korekcie w górę) 2,3% w październiku i 2,5% w listopadzie, jej wskaźnik rok do roku osiągnął najwyższą wartość (-0,3%) od marca 2019 r. Bliższe spojrzenie pokazuje jednak, że jest to spowodowane jedynie ekstremalnym wynikiem w Irlandii (+ 52,8% m/m); przemysł w dużych gospodarkach odnotował dodatni wynik tylko w Niemczech (+ 0,8% m/m), w Hiszpanii, Francji i we Włoszech spadł m/m (-0,6%; -0,9%; -1,4%).

Rozwój wskaźników miękkich koresponduje ze stopniową powolną poprawą sytuacji w przemyśle. Zaufanie do przemysłu mierzone przez KE jest lepsze niż w lutym 2020 roku - w listopadzie nadal wynosiło -10,2 punktu (marzec 2020 -11,2 punktu; luty 2020: -6,2 punktu), w grudniu 2020 i styczniu 2021 dodatkowo poprawiło się (-6,8 i -5,9 punktu). Patrząc na pogorszenie się sytuacji epidemiologicznej, jest to pozytywna zmiana. Jednak niemiecki indeks **IFO** pogorszył się w styczniu (spadek do 90,1 pkt. z 92,2), zarówno ze względu na pogorszenie się subindeksu oceny bieżącej sytuacji, jak również z powodu pogorszenia się (do poziomu z czerwca 2020 r., tj. do 91,1 pkt.) subindeksu mapującego oczekiwania. **Indeks menedżerów zakupów (PMI)** w przemyśle przetwórczym utrzymał się na poziomie około 55 punktów w grudniu i styczniu (55,2 punktu w grudniu, 54,8 w styczniu), czyli na najwyższym poziomie od maja 2018 roku. **Sytuacja jest gorsza w dominującym sektorze usług, ale w grudniu i styczniu zaobserwowaliśmy**

Przemysł w strefie euro poprawił się znacząco w IV kwartale, ale tylko dzięki silnemu wzrostowi w Irlandii.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

również poprawę w porównaniu z listopadem. Indeks w usługach osiągnął w grudniu 46,4 i 45 punktów w styczniu, co oznacza, że sektor nadal się kurczy, ale nie jest tak gwałtowny jak w miesiącach wiosennych, kiedy indeks spadł do 12 punktów.

Według ostatecznych danych inflacja zasadnicza utrzymała się w grudniu na poziomie -0,3% czwarty raz z rzędu. Inflacja bazowa również utrzymała się na najniższym w historii poziomie we wrześniu, październiku i listopadzie (tj. 0,2%). Najbardziej istotnym komponentem cenowym powodującym dezinflację pozostaje energia (-6,9% r/r), ale deflacja w sektorze dóbr przemysłowych również się pogłębiła, ze spadkiem o 0,5% rok do roku w grudniu. Jednak poza sektorem żywności nieprzetworzonej (+ 4,2% r/r) wzrost cen jest praktycznie niewidoczny we wszystkich obszarach cenowych.

EBC nie spotkał się w styczniu. Na grudniowym posiedzeniu EBC zgodnie z oczekiwaniami złagodził politykę pieniężną. Chociaż stopy pozostały bez zmian, EBC dokonał kilku innych zmian. Po pierwsze, zwiększył swój program zakupu aktywów o 500 miliardów euro do 1850 miliardów euro, z obecnym przedłużeniem do marca 2022 roku. Po drugie, złagodził warunki programów zapewniających płynność (TLTRO III) poprzez (i) wydłużenie okresu korzystniejszych stóp procentowych do czerwca 2022 r., (ii) dodanie trzech nowych aukcji (od czerwca do grudnia 2021) czy (iii) zwiększenie maksymalnego wolumenu refinansowania z 50% do 55% aktywów kwalifikowanych. Po trzecie, EBC przeprowadzi 4 dodatkowe aukcje płynności w 2021 r. w ramach tzw. Pandemicznych operacji refinansujących PELTRO. W protokole opublikowanym w styczniu nie ujęto niczego nowego. Warto wspomnieć jedynie o wypowiedzi głównego ekonomisty EBC Philipa Lane'a, który [na początku lutego powiedział](#), że „w istniejących instrumentach” nie ma miejsca na zakup obligacji czy akcji bankowych. Nie mówił jednak o tym, co będzie / może być w przyszłości.

USA

Gospodarka USA kontynuowała solidny wzrost pomimo osłabienia sprzedaży detalicznej w IV kwartale. Inflacja w grudniu „świętowała” swoją dwuletnią rocznicę poniżej realizacji celu Fed.

Oczywiście gospodarka USA również nie powtórzyła tempa wzrostu stratosferycznego z trzeciego kwartału w czwartym kwartale (33,4% q/q, w ujęciu rocznym), ale w przeciwieństwie do strefy euro nie spadła kwartał do kwartału. Jej roczna stopa wzrostu kwartał do kwartału wyniosła 4%, przy czym największy wpływ miały nie tylko inwestycje trwałe (+4,1 p.p.), ale także, co zaskakujące, wydatki konsumentów na usługi (+1,8 p.p.); natomiast wydatki na towary nie przyczyniły się do wzrostu (-0,1 p.p.).

Dane opublikowane w styczniu 2021 r. były relatywnie słabe, ale w świetle znanych danych o PKB nie ma to już takiego znaczenia. **Zamówienia na dobra trwałe** wzrosły w grudniu po raz ósmy z rzędu, choć w najwolniejszym tempie (+ 0,2% m/m) od masowego spadku w kwietniu (-18,3% m/m). Z wyłączeniem kategorii samolotów i kategorii sprzętu wojskowego, tj. Po tym, jak zamówienia faktycznie reprezentują wartość zastępczą dla trwałych inwestycji większości firm, sytuacja wygląda podobnie: w grudniu siódmy wzrost (+ 1,7% m / m) w ciągu ostatnich ośmiu miesięcy (jedynym miesiącem ze spadkiem listopad, kiedy po rewizjach według ostatecznych danych zamówienia spadły o 1,7% m/m). Rok do roku zamówienia na towary z wyłączeniem samolotów i broni są już o 7,2% wyższe niż rok temu. Rozwój ten jest dość zaskakujący w świetle sytuacji **produkcji przemysłowej** w ubiegłym roku. Choć oczywiście poprawiła się on znacząco od marca (-4,4% m/m) i kwietnia (-12,6% m/m), mimo (prawie) stałego wzrostu od maja, w grudniu 2020 r. przemysł pozostał słabszy rok do roku o 3,5% r/r (w samym grudniu produkcja wzrosła o 1,6% m/m).

Całkowita **sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw traciła po spadkach w październiku (-0,2% m/m), w listopadzie (-1,3%) także w grudniu (-1,4% m/m): wszystkie trzy miesiące są odzwierciedleniem ponownego wprowadzenia restrykcyjnych środków zwalczania koronawirusa. Kluczowe dla przyszłych zmian dochodów jest, że (1) pod koniec grudnia 2020 r. Demokraci i Republikanie uzgodnili nowy pakiet wsparcia fiskalnego (900 mld USD), który obejmuje kontynuację programu bezpośrednich transferów fiskalnych do gospodarstw domowych, oraz który (2) omawia plan nowego prezydenta USA J. Bidena na gigantyczny bodziec fiskalny w wysokości 1900 miliardów dolarów.

Poprawa na rynku pracy z poprzednich miesięcy zatrzymała się w grudniu 2020 roku. Stopa bezrobocia w grudniu utrzymała się na tym samym poziomie co w listopadzie (6,7%), co jest znaczną poprawą w porównaniu do szczytu z kwietnia (14,7%), ale bezrobocie jest nadal znacznie wyższe niż przed pandemią (luty 2020: 3,5%). Jednak w porównaniu z listopadem 2020 r. Stopa bezrobocia U6 (obejmująca nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy z braku nadziei na znalezienie pracy zrezygnowali z poszukiwania pracy) spadła z 12% w listopadzie do 11,7% w grudniu. Stabilizację widać również w danych „przepływowych”. Dla pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych styczniowa średnia tygodniowa wyniosła 896 tys. (w grudniu było to ok. 836 tys.,

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

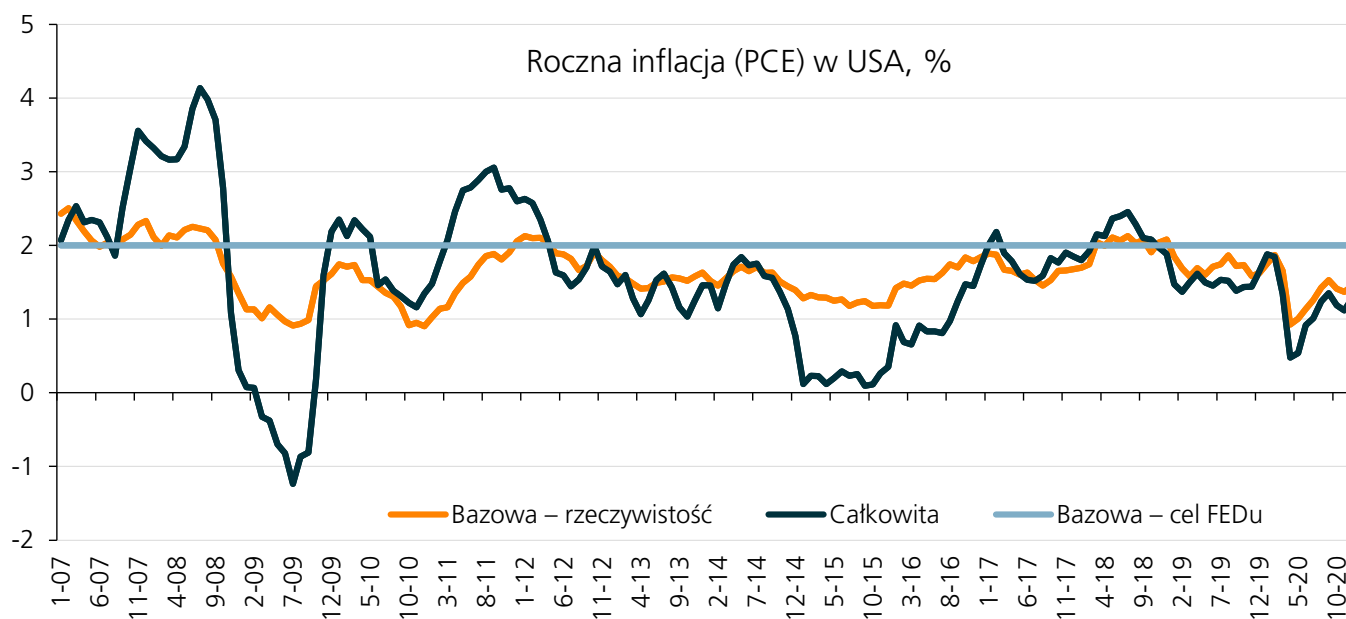
USA

wiosną w drugiej połowie marca i pierwszej połowie kwietnia 5,5 mln), dla wniosków w toku średnia styczniowa wynosząca 5 mln była o około ćwierć miliona niższa niż w grudniu.

Inflacja bazowa PCE w ujęciu rocznym pozostaje poniżej celu Fed, osiągając w grudniu 1,5% rok do roku, czyli taki sam poziom jak we wrześniu. Po poprzednich dwóch miesiącach stagnacji inflacja bazowa również wzrosła w tempie, jakie ostatnio obserwowano w sierpniu, dodając 0,3% m/m (był to jednocześnie najszybszy grudniowy wzrost inflacji bazowej od 2011 r.). Jednak od grudnia 2018 r. bazowa inflacja PCE w ujęciu rocznym utrzymuje się poniżej celu Fed (poniżej 2%).

Rezerwa Federalna USA spotkała się pod koniec stycznia. Oczywiście wynik nikogo nie zaskoczył, nastawienie w polityce pieniężnej pozostało bez zmian. Komitet ds. Operacji Wolnego Rynku (FOMC) dał jasno do zrozumienia w protokole po spotkaniu, że polityka gołębia będzie kontynuowana. W komunikacie prasowym po posiedzeniu prezes Fed Powell powiedział, że „jeszcze nie wygramy”, że gospodarka jest „daleka od pełnego ożywienia”, a rzeczywiste bezrobocie wynosi „około 10%”. Stąd jego przekonanie, że konieczne jest kontynuowanie kupowania aktywów tak jak wcześniej i tolerowanie wyższej inflacji przez długi czas, ponieważ „niepokojąca inflacja, z którą dorastali ludzie tacy jak ja [Powell], nie wydaje się teraz zbyt prawdopodobna”.

Inflacja bazowa w USA jest poniżej celu Fed od dwóch lat.



Źródło: BAZA DANYCH FRED

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Gospodarka utrzymała się w czwartym kwartale, przez cały rok spadł o połowę mniej niż w Czechach. Inflacja spadła pod koniec roku ze względu na efekt podstawowy.

Według pierwszych szacunków GUS, **spadek polskiej gospodarki** w minionym roku wyniósł 2,8%, był to oczywiście dużo słabszy wynik niż w 2019 r. (+ 4,5%), ale też znacznie lepszy w porównaniu do wielu okolicznych gospodarek, m.in. czeskiej. Choć szczegółowe dane za IV kwartał nie zostały opublikowane, to z danych za pierwsze trzy kwartały oraz z wyniku za cały rok można wnioskować, że w ostatnim kwartale gospodarka spadła o około procent q/q (dowiemy się na pewno w drugiej dekadzie lutego). W całym minionym roku popyt gospodarstw domowych zmniejszył się o 3%, nakłady brutto na środki trwałe spadły o 8,4%; w ubiegłym roku ze względu na znaczny spadek importu najwięcej dodał eksport netto.

Produkcja przemysłowa w czwartym kwartale odnotowała dodatni wzrost we wszystkich miesiącach: o 1,5% m/m w październiku, o 1,1% m/m w listopadzie i 0,5% w grudniu. Tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem + 6,9% w grudniu, co jest najszybszym tempem od maja 2019 r. Biorąc pod uwagę, że indeks PMI przekroczył granicę 50 punktów w 4Q20, choć tylko nieznacznie (51,7 w grudniu, 50,8 w listopadzie i październiku), jest to z pewnością doskonały i zaskakujący wynik. W styczniu 2021 roku PMI nieznacznie wzrósł (do 51,9 pkt), więc już początek 2021 roku zapowiada się obiecująco dla przemysłu. Po częściowym złagodzeniu warunków funkcjonowania centrów handlowych przed świętami, **realna sprzedaż detaliczna** również odbiła się od spadku o ponad 5% w listopadzie. Jej spadek w grudniu o 0,8% r/r (głównymi winowajcami była sprzedaż samochodów i odzieży, odpowiednio -8% i -11% r/r), spowodował, że sprzedaż spadła o niespełna 3% w ujęciu kwartalnym, a za cały rok 2020 o 2,3%. Z **bezrobociem** nic się nie stało, w grudniu jego stopa wyrównana sezonowo wzrosła o 0,1 p.p. w porównaniu z listopadem do 6,2% (tj., wynosi o 1 p.b. więcej niż przed rokiem). **Płace** również pozostają w czarnych liczbach - po wzroście o 4,7% r/r w październiku, w listopadzie wzrosły o 4,9% r/r, a w grudniu 6,6%.

Inflacja gwałtownie spadła w grudniu. Po tym, jak przez cały rok oscylowała powyżej 3% (przecież jej średnia wartość w ubiegłym roku wyniosła 3,4%) przy grudniowym wzroście o 0,1% m/m osiągnęła 2,3%, czyli po raz pierwszy od kwietnia 2019 roku spadła poniżej celu polskiego banku centralnego (2,5%) w ujęciu rok do roku. Znacznie spowolniły ceny paliw (-8,4% r/r), spadły również ceny żywności (+ 0,7% r/r vs. listopad + 2%), ale jak pokazuje inflacja bazowa, która spadła do 3,7% (najniżej od kwietnia 2020 r.), inne obszary cenowe również uległy spowolnieniu. Powodem jest efekt podstawowy (w grudniu 2019 inflacja wzrosła o 0,5 p.p. do 3,1% w porównaniu do listopada 2019). Od stycznia 2021 r. wprowadzono podatek od cukru (słodkich napojów) oraz podwyższono podatek od energii elektrycznej, co pozwoli utrzymać inflację zasadniczą na poziomie 2,5% w I kwartale br.

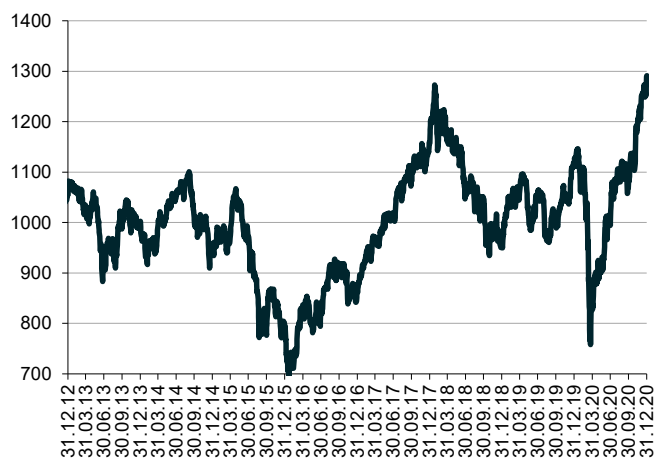
Rada Polityki Pieniężnej (RPP) odbyła posiedzenie w połowie stycznia, nie nastąpiły żadne zmiany w ustawieniach polityki pieniężnej. Nie zmieniło się też oświadczenie po spotkaniu. Prezes Głapiński powiedział, że spodziewa się, że stopy pozostaną niskie przez długi czas, że przestrzeń do obniżek / ujemnych stóp jest duża w przypadku niekorzystnego rozwoju gospodarczego. Potwierdził też, że w grudniu bank centralny interweniował wobec złotego na rynku w „bezprecedensowym wolumenie” i jest na to gotowy w razie potrzeby.

ROPA

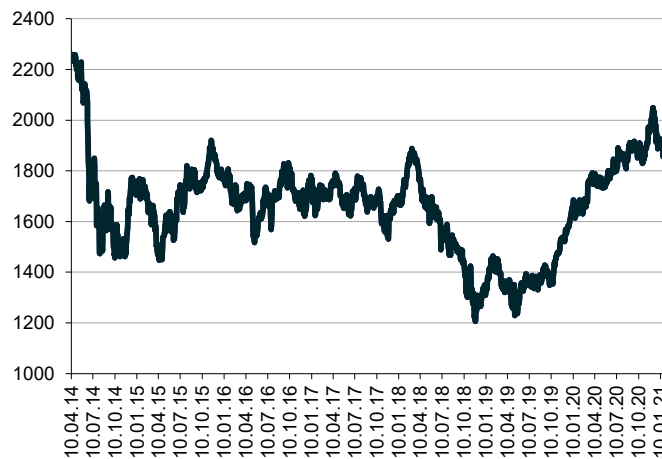
Po tym, jak ropa naftowa (WTI) znalazła się w kwietniu w doskonałej burzy (zamknięcie gospodarek przez koronawirusa i wynikający z tego spadek popytu na ropę, a także konflikt między OPEC a Rosją), która postawiła cenę ropy do fizycznego odbioru na głęboko ujemnym poziomie, sytuacja uspokoiła się w kolejnych miesiącach. Przez następne 5 miesięcy, łącznie z październikiem, ropa utrzymywała się w przedziale 37-43 USD. W listopadzie i grudniu ponownie podniosła się w górę z powodu spekulacji na temat wczesnej dostępności szczepionki COVID-19 (doszła do 48 dolarów za baryłkę). Na początku 2021 r. Trend ten utrzymywał się, osiągając aż 52 dolary za baryłkę pod koniec stycznia, a następnie na początku lutego, ze względu na złą pogodę w Ameryce, cena doszła do 56 dolarów za baryłkę. To jego najwyższa wartość w ostatnim roku.

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS

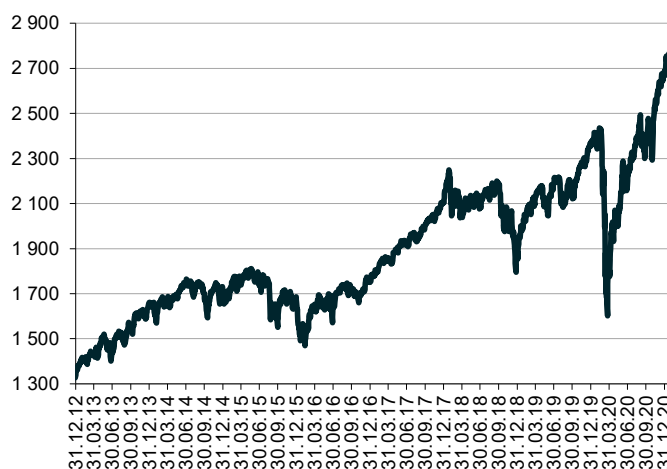


CECE COMPOSITE



Światowe giełdy na początku stycznia kontynuowały trend wzrostowy zapoczątkowany po wyborach prezydenckich w USA na początku listopada. Rozpoczęty sezon wyników był ponownie wyższy od oczekiwań analityków, co pomogło wielu firmom w USA osiągnąć nowe historyczne maksima (np. Microsoft, Apple, Google, Netflix, Tesla). Jednak w ostatnim tygodniu stycznia tegoroczne zyski zostały skorygowane i zlikwidowane. Powodem była prawdopodobnie realizacja zysków po opublikowaniu przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy nowej prognozy światowej gospodarki, w której MFW ostrzegał, że ryzyko dla perspektyw światowej gospodarki pozostaje wysokie ze względu na pandemię. Liczba zakażonych COVID19 również nie uległa znaczącej poprawie. Ciekawym wydarzeniem była impreza zorganizowana za pośrednictwem forum dyskusyjnego Reddit, na podstawie której nastąpił znaczący wzrost niektórych akcji short (operacji polegających na oczekiwaniu na spadek cen). Niektóre fundusze hedgingowe zostały zmuszone do uzupełnienia kapitału z powodu strat. W styczniu giełdy w USA straciły na wartości -1,1% (indeks S&P 500), rynki japońskie -1,1% (indeks Nikkei 225), a rynki europejskie zyskały + 0,3% (indeks DJ STOXX 600).

MSCI WORLD INDEX



Źródło: Bloomberg

Rynki akcyjne w Europie Środkowej naśladowały to, co działo się na rynkach światowych. Na początku stycznia kontynuowały trend wzrostowy zapoczątkowany na początku listopada. Drobne korekty i zamykanie zysków miały miejsce pod koniec stycznia, kiedy rynki nadal odzwierciedlały trudną sytuację spowodowaną przez COVID19 i niższe szacunki wzrostu gospodarczego. Głównym wydarzeniem na praskiej giełdzie było ogłoszenie oferty PPF na dobrowolny zakup akcji Monety. Jednocześnie najbliższe Walne Zgromadzenie Monety powinno głosować w sprawie zamiany akcji Monety na akcje AirBank, Zonka oraz czeskim i słowackim Home Credit. Rynek pozytywnie zareagował na pierwszą ofertę kupna 20-30% akcji po 80 CZK/akcję, natomiast druga oferta wymiany została przyjęta z dużym zakłopotaniem, gdy oferowany parytet wymiany jest stosunkowo niekorzystny dla obecnych akcjonariuszy Monety. W Polsce Allegro zanotowało największe straty z indeksu WIG30 w sektorze e-commerce. Jest to wynik zapowiedzi firm Amazon i Alibaba o większym skupieniu się na polskim rynku, co doprowadzi do większej presji konkurencyjnej. W związku z publikacją niższej inflacji w koszyku żywności korekcie uległy również udziały sieci spożywczej Dino Polska. Akcje Węgier, Rumunii i Słowenii radziły sobie dobrze. Wyniki poszczególnych rynków kształtowały się następująco: czeski indeks giełdowy PX -1%, polski indeks WIG30 -1,1%, węgierski BUX + 3,5%, słoweński SBITOP + 4,4% i rumuński BET + 5,1% .

RYNKI AKCYJNE

Akcje rynków wschodzących radziły sobie najlepiej, a kurs USD MSCI Emerging Markets USD zyskał prawie 3%. To dziewiąty zysk w ciągu ostatnich dziesięciu miesięcy i pozytywne nastawienie do tych akcji utrzymuje się. Największy udział w styczniowym wyniku miały giełdy azjatyckie (z wyłączeniem Indii). Ożywienie gospodarcze w regionie jest nadal silne, chińska gospodarka pokazała bardzo dobre dane za IV kwartał. Akcje indyjskie spadły o 3% miesiąc do miesiąca i były jedynym dużym rynkiem w regionie, który stracił, ponieważ inwestorzy skorygowali zbyt optymistyczne oczekiwania. Napięcie jeszcze bardziej wzrosło w oczekiwaniu na budżet na 2021 r., który zostanie przedstawiony w lutym. Kluczową kwestią będzie wielkość pakietu rządowego wspierającego gospodarkę. Akcje z Ameryki Łacińskiej również zawiodły, głównie ze względu na wzrost zakażeń koronawirusem, osłabienie walut i obawy o wielkość nowych pakietów wsparcia w Brazylii (i związaną z tym stabilność budżetową).

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

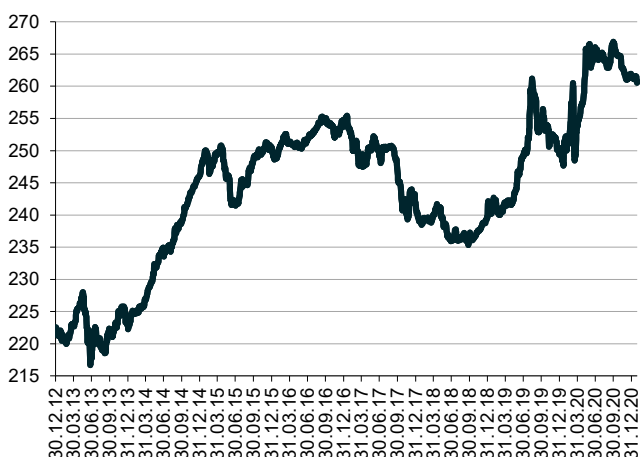
W Stanach Zjednoczonych dziesięcioletnie rentowności wzrosły o 25 punktów bazowych w pierwszej dekadzie stycznia do 1,15%, i choć niewielka korekta nastąpiła stosunkowo szybko w kolejnych dniach (do 1,1%), to pod koniec stycznia rentowności nadal były istotnie wyższe niż kiedykolwiek od czasu pandemii. Powodem tego wzrostu było rosnące oczekiwanie, że trwające pandemic (i wciąż słaby rynek pracy) doprowadzą nową administrację Joe Bidena do kolejnego ogromnego (finansowanego długiem) pakietu pomocy fiskalnej, który może w zdecydowany i trwały sposób wywołać inflację – znacznie wzrosły tzw. rynkowe oczekiwania inflacyjne. Na krótkim końcu (dwuletnie) rentowności są zakotwiczone (na poziomie 0,1%) przez obietnicę Fed utrzymania bardzo luźnej polityki pieniężnej przez długi czas.

W styczniu niemieckie dziesięcioletnie obligacje skarbowe oscylowały głównie w przedziale od -0,55% do -0,50%, podczas gdy dwuletnie obligacje skarbowe oscylowały w podobnie wąskim przedziale od -0,75% do -0,70%. Niewiele wydarzyło się również w innych krajach strefy euro: obligacje włoskie wzrosły przez chwilę z 0,6% do 0,75% w wyniku kryzysu rządowego z dziesięcioletnimi terminami zapadalności, ale potem szybko wróciły do poprzedniego poziomu, portugalskie obligacje oscylowały między 0% a 0,1% przy tych samych terminach zapadalności. Rynki obligacji rządowych nadal były silnie zakotwiczone przez trwające programy luzowania ilościowego banków centralnych.

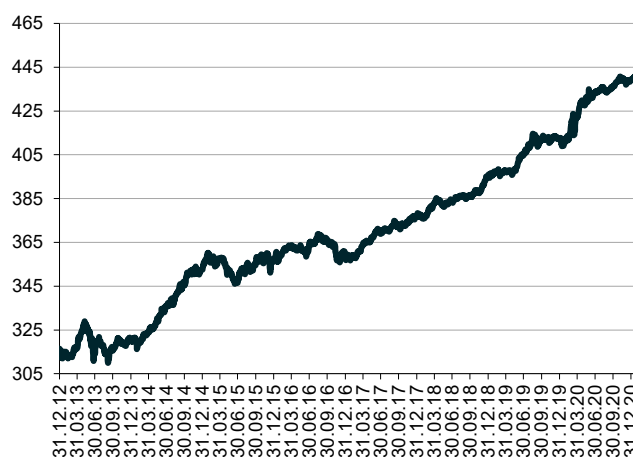
RYNEK OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowane w euro zachowywały się w styczniu całkiem dobrze: w przypadku tzw. indeksu total return dla pierwszej grupy byliśmy świadkami jedynie stagnacji w porównaniu z grudniem, ale w przypadku obligacji spekulacyjnych indeks wzrósł o 0,4%. W przypadku instrumentów dolarowych sytuacja była odwrotna - dla ratingu inwestycyjnej spadek o 1,7%, dla spekulacyjnego wzrost o 0,2%.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



RYNKI OBLIGACJI

Po raz pierwszy od kwietnia 2020 r. W styczniu wzrosły premie kredytowe zarówno dla inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych obligacji korporacyjnych denominowanych w euro. Według indeksu Markit iTraxx Europe, premia z tytułu obligacji inwestycyjnych CDS wzrosła o 8,6%, a obligacji spekulacyjnych o 12,1%. O ile w pierwszym przypadku są one o 12,6% wyższe niż na koniec stycznia 2020 r., o tyle w przypadku spekulacyjnych są o prawie 13% niższe. Biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną i wszystko, co wydarzyło się w zeszłym roku, to tylko potwierdza, że interwencja banków centralnych była naprawdę masowa i w znacznym stopniu narażała inwestorów na ryzyko lub odpowiednio kierowały inwestorów coraz bardziej w wieloprocentowe obligacje korporacyjne, w celu ustalenia bardziej atrakcyjnego potencjalnego zwrotu.

W styczniu polska krzywa dochodowości również obniżyła swoje nachylenie. Dziesięcioletnie polskie rentowności spadły z około 1,25%, gdzie były na koniec ubiegłego roku do 1,15% na koniec stycznia, krótkoterminowe rentowności pozostały zerowe. Nawet w Polsce w styczniu na rynkach obligacji nie wydarzyło się nic specjalnego.

WALUTY

Dolar osłabił się w stosunku do euro w pierwszej dekadzie stycznia na chwilę do 1,235 (choć trochę nielogicznie w dniu ataku na Kapitol), ale potem karta obróciła się na jego korzyść. W dwóch wyraźnych wzmocnieniach osiągnął 1,21 w styczniu, a nawet poniżej 1,20 na początku lutego, co jest jego najsilniejszą wartością od samego początku grudnia 2020 roku. Przyczyną trendu antydolarowego napędzanego fiksacją na temat obietnicy Fed (sierpniowej) tolerowania wyższej inflacji zatrzymanej na początku lutego (przynajmniej na chwilę) było połączenie lepszych danych z USA, powolnego tempa szczytów w Europie, oczekiwań na kolejny potężny bodziec fiskalny od amerykańskiej administracji J. Bidena.

W styczniu korona czeska praktycznie nieprzerwanie umacniała się względem euro. Pod koniec ubiegłego roku utrzymywała się na stabilnym poziomie 26,20, natomiast umocnienie w styczniu napędzane danymi wskazującymi na stosunkowo wysoką odporność czeskiej gospodarki na drugą falę pandemii i sprowadziło ją poniżej 26 CZK / EUR (25,90) na początku lutego. Rozwój złotego wobec euro był nudny przez większą część stycznia, ponieważ kurs wahał się między 4,52 a 4,55. Dopiero pod koniec miesiąca złoty po raz pierwszy od około połowy grudnia ubiegłego roku spadł poniżej 4,50. Węgierski forint umocnił się w styczniu z 365 forintów za euro do 355 forintów na początku lutego.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska jest nisko zadłużoną gospodarką o solidnych podstawach i bankiem centralnym, który, co zaskakujące dla wielu, obniżył stopy procentowe do zera. W przeciwieństwie do CNB jednak polski bank centralny nie ma apetytu na zacieśnienie polityki, a wręcz przeciwnie, a inflacyjny impuls wsparcia fiskalnego tam w 2021 roku nie będzie tak duży jak w Czechach. Presja na wzrost dochodów w Polsce może jednak zacząć pojawiać się w scenariuszu ożywienia gospodarczego i utrzymującej się rosnącej inflacji, co już wyraźnie kontrastuje ze skrajnie (jak na polskie standardy) luźną polityką pieniężną. Jednak niskie rentowności w strefie euro prawdopodobnie osłabią silniejszy wzrost polskiej krzywej.

WALUTY

Umocnienie dolara względem euro w pierwszych dniach lutego podważa nieco narrację (gołębią prowadzoną przez bank centralny) o centralnym osłabieniu dolara, który jesienią „osiadł” na rynkach i było to przyczyną ostatniego osłabienia dolara do 1,24.

Jednak nie można jeszcze powiedzieć, czy jest to ostateczne odwrócenie trendu. Efekt retoryki Fed może nadal mieć trwalszy negatywny wpływ na wartość kursu dolara, obciążony będzie także wyjątkowo niekorzystną sytuacją fiskalną w USA w przyszłości. Przeciwdziała temu jednak fakt, że EBC nadal rozluźnia politykę pieniężną (jego bilans rośnie szybciej niż bilans Fed), fakt, że nawet budżety UGW nie są tak znane (choć lepsze niż w USA) oraz oczekiwanie, że w tym roku amerykańska gospodarka otrzyma więcej bodźców fiskalnych niż gospodarka UGW, co może przyspieszyć powrót na ścieżkę silniejszego wzrostu. Podsumowując te czynniki, spodziewamy się, że tendencja do słabszego dolara może się utrzymać w najbliższych miesiącach, ale nie będziemy świadkami niezachwianego umocnienia euro. Poziom nieco powyżej 1,25 wydaje się być stosunkowo silną granicą oporu.

Z fundamentalnego punktu widzenia polski złoty byłby świadkiem wartości znacznie silniejszych niż dzisiaj. Jednak pogarszająca się sytuacja wokół koronawirusa, brak kul w postaci wyższych stóp realnych, a ostatnio także banku centralnego, który otwarcie przeciwstawia się złotemu, uniemożliwi umocnienie polskiej waluty. Z obecnych wartości spodziewamy się powrotu w tym roku do wartości około 4,40.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK AKCYJNY

2021 będzie trudnym rokiem i przed nami wiele niepewności. Największym problemem będzie nadal rozwój sytuacji związanej z Covid19. Wraz z rozwiązywaniem problemów ekonomicznych związanych z gospodarkami zamkniętymi i liczbą pacjentów rynki finansowe będą trzymać się międzynarodowej polityki nowo wybranego prezydenta Joe Bidena wobec wielu krajów, w tym Europy. Wdzięcznym tematem dla giełd będą także kwestie krajowe, zwłaszcza ograniczenie potęgi korporacyjnych gigantów (np. Facebook, Amazon, Google) czy wzrost podatków korporacyjnych. Trwające szczepienia przeciwko Covid19 są pozytywnym czynnikiem, a wizja powrotu do normalności się przybliża. Jednocześnie w tym roku będą gospodarki nadal będą wspierane przez luźną politykę monetarną banków centralnych i rządowe pakiety fiskalne. Z drugiej strony, po wzroście, część giełd notuje wysokie wskaźniki wartości, a trudne miesiące związane z COVID-19 wciąż przed nami.

Dlatego ostrożnie podchodzimy do rynków akcji w krótkim okresie. Negatywnych wyników spodziewamy się głównie ze strony firm amerykańskich, zwłaszcza tych, które znalazły się w indeksie technologicznym Nasdaq. W horyzoncie jednego roku spodziewamy się pogorszenia wyników spółek wzrostowych i lepszych wyników akcji wartościowych, jak na przykład sektora bankowego, przemysłu czy ropy i gazu. Oznaczałoby to lepsze zachowanie się w regionie akcji notowanych na rynkach europejskich i wschodzących oraz gorsze zachowanie akcji amerykańskich. Generalnie kilkumiesięczny wzrost na światowych giełdach w najbliższych miesiącach i latach przełoży się na niższą oczekiwaną średnioroczną aprecjację. Niekorzystnym czynnikiem dla akcji jest obecnie ujemna dynamika globalnych zysków korporacji. Uważamy jednak, że kluczem jest dalsze masowe wsparcie ze strony czołowych banków centralnych i pakietów rządowych. Wzrost wskaźników zysków przedsiębiorstw powinien być wyraźniejszy dopiero w drugim kwartale bieżącego roku.

Na tle innych regionów akcje spółek z Europy Środkowej wydają się być bardzo atrakcyjne pod względem wartości. Powrót do pocovidowej normalności wspierany przez luźną politykę monetarną banków centralnych i rządowe pakiety fiskalne, pozwala nam pozytywnie oceniać akcje w Europie Środkowej. Jednak w krótkim okresie - w miesiącach zimowych - ze względu na niejednoznaczny rozwój wydarzeń dotyczących COVID19, pozostajemy ostrożni. Największy potencjał wzrostu w regionie Europy Środkowej w średnim okresie jest obecnie widoczny głównie w spółkach słoweńskich, czeskich i niektórych polskich. Lokalne rynki charakteryzują się wysokimi zyskami z dywidend (prawdopodobnie będzie to obowiązywać tylko częściowo w 2021 r.) i stosunkowo niskim zadłużeniem. Tytuły bankowe to wysoka kapitalizacja, dobra rentowność kapitału własnego i marża odsetkowa. Na polskim rynku akcji nadal widzimy ryzyko związane z wysoką reprezentacją państwa w akcjach wielu spółek, co często prowadzi do zmian w zarządzaniu, niewłaściwych przejęć lub nieefektywnego zarządzania, często niezależnie od celów akcjonariuszy mniejszościowych. Jesteśmy jednak pozytywni dla polskich firm z sektora konsumenckiego i niektórych banków, które naszym zdaniem mają już wiele negatywnych zdarzeń wycenianych w cenach akcji. Ceniemy wiele słoweńskich firm pod względem wartości. Widzimy ciekawą okazję inwestycyjną w niedawnej ofercie publicznej spółki Česká zbrojovka, która jest dobrze zarządzaną firmą z wysokiej jakości produktami, rosnącym udziałem w rynku, zdrową strukturą kapitałową. Planuje ona również rozbudowę mocy produkcyjnych i ma możliwość zakupu amerykańskiej firmy Colt.

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

fundusze@conseq.pl

+48 22 208 99 49

www.conseq.pl