

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 %						

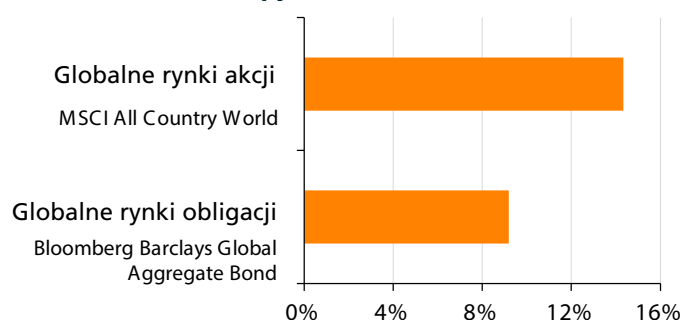
* BofA Merrill Lynch index

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

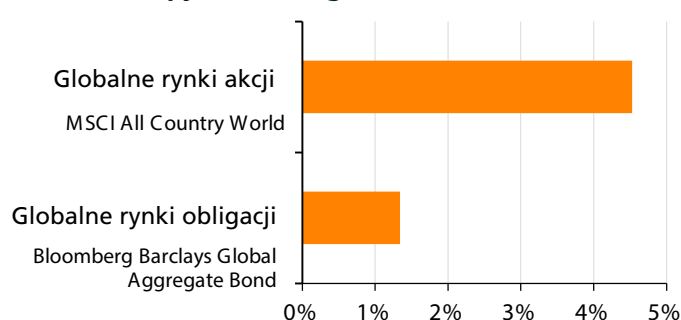
SZYBKIE PODSUMOWANIE SYTUACJI W GRUDNIU

W grudniu światowe rynki akcji nadal ponieważ szczepionki na koronawirusa są powoli wprowadzane na dużą skalę na całym świecie. Najszerszy światowy indeks giełdowy MSCI All Country World odnotował wzrost o 4,5%. Światowe rynki obligacji również radziły sobie dobrze, zyskując 1,3%, według Bloomberg Barclays, najszerszego światowego indeksu obligacji. Cały miniony rok 2020 był bardzo udany dla globalnych rynków finansowych, głównie ze względu na bezprecedensową skalę luzowania ilościowego banków centralnych. Całkowita ilość nowo wydrukowanych pieniędzy przez banki centralne w 2020 r. wyniosła bezprecedensowe 9,2 bln USD, czyli trzykrotnie więcej niż w kryzysowym roku 2008. W efekcie za cały 2020 rok światowe rynki akcji zyskały 14,3%, a światowe rynki obligacji 9,2%.

Stopy zwrotu za rok 2020



Stopy zwrotu w grudniu



Źródło: Bloomberg, Conseq

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

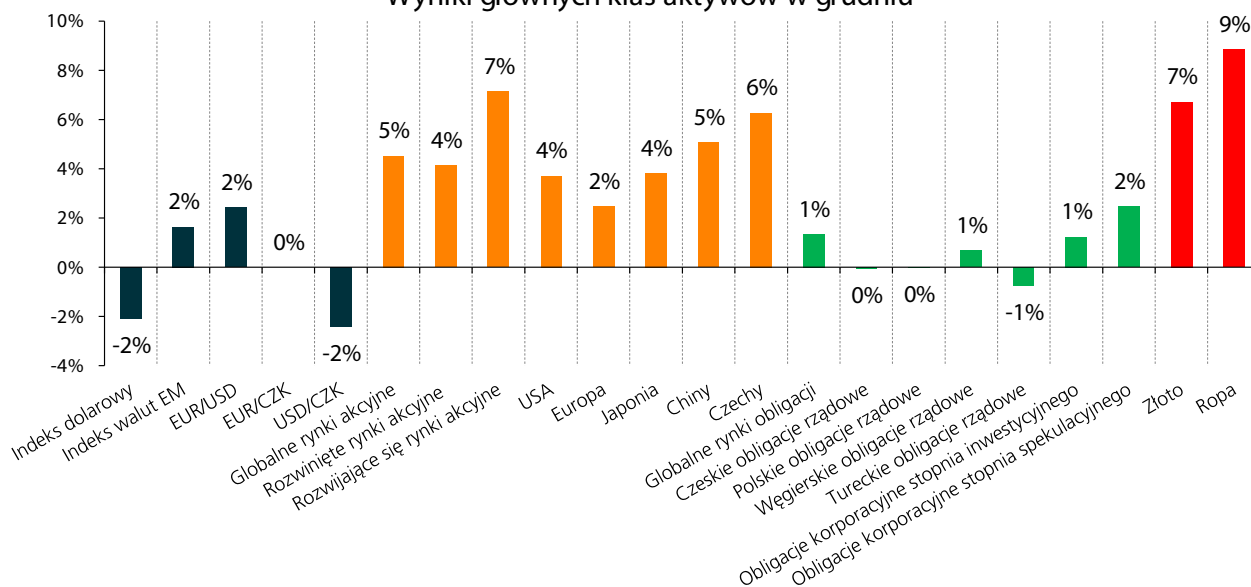
- W grudniu dolar nadal tracił na wartości dzięki utrzymującym się pozytywnym nastrojom na światowych rynkach finansowych. Indeks dolara DXY, który mierzy zachowanie dolara w stosunku do koszyka głównych walut światowych, osłabił się w rezultacie o 2,1%, osiągając najniższy poziom od początku 2018 roku. W stosunku do euro dolar osłabił się o 2,4% do 1,222 dolara za euro. Indeks walut gospodarek wschodzących umocnił się względem dolara o 1,6%.
- Korona czeska nie zmieniła wartości względem euro i pozostała na poziomie 26,25 CZK / EUR i umocniła się w stosunku do dolara o 2,4% do poziomu 21,39 CZK / USD.
- Najszerszy światowy indeks giełdowy MSCI All Country World odnotował wzrost o 4,5%. Z perspektywy regionalnej akcje rynków wschodzących osiągnęły lepsze wyniki, a indeks MSCI Emerging Markets zyskał 7,2%. Akcje rynków rozwiniętych według indeksu MSCI World zanotowały wzrost o 4,1%.
- Pod względem stylu inwestowania spółki wzrostowe radziły sobie lepiej, a indeks MSCI All Country World Growth zyskał 5,1%. Akcje wartościowe według indeksu MSCI All Country World Value odnotowały wzrost o 4,0%.
- Spośród monitorowanych rynków najsilniejsze wzrosty odnotowano w Turcji (BIST 100 + 15,0%), Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America + 11,6%) i Polsce (WIG 30 + 9,7%). Relatywnie najsłabsze były notowania akcji w strefie euro (Euro STOXX 50 + 1,7%).
- Według indeksu PX Giełda Papierów Wartościowych w Pradze zanotowała ponadprzeciętny wzrost na poziomie 6,3%, a indeks PX zakończył 2020 rok na poziomie 1027 punktów.

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

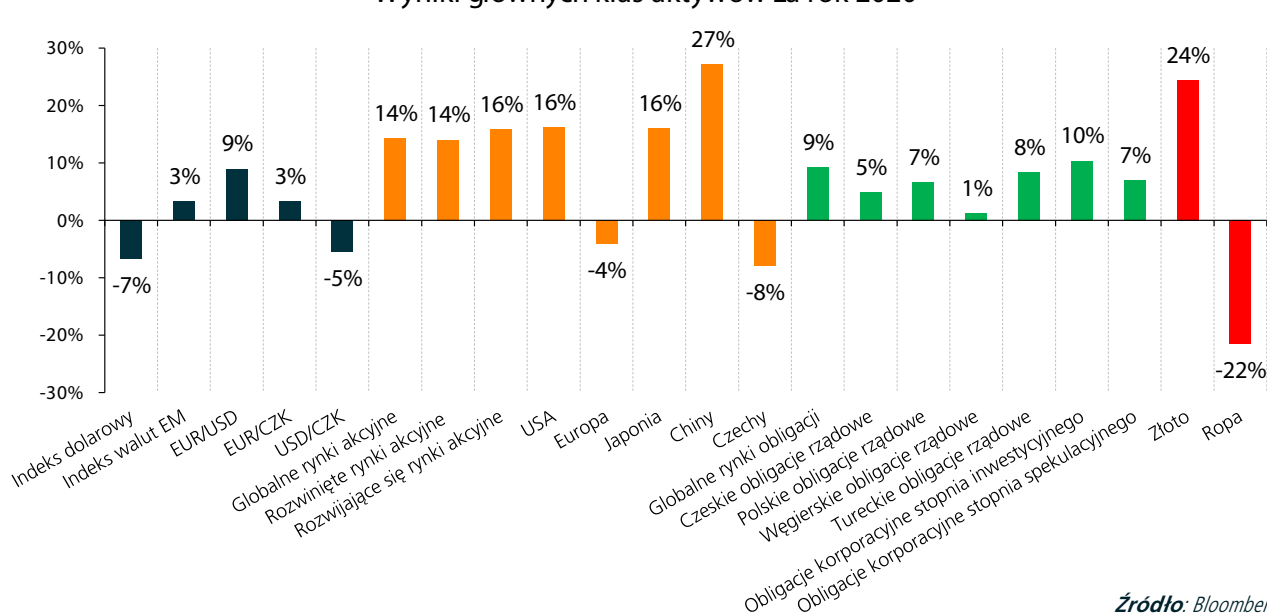
SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Światowe rynki obligacji według indeksu Bloomberg Barclays również odnotowały ponadstandardowy wzrost o 1,3%. Jednocześnie, według Bloomberg, średnia globalna rentowność obligacji do wykupu spadła o 0,03% do 0,83%.
- Globalny indeks obligacji skarbowych umocnił się o 1,2%. Bardzo dobrze wypadły również obligacje korporacyjne. Globalny indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym odnotował wzrost o 1,2%, a globalny indeks nieinwestycyjnych obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym (high-yield) nawet o 2,5%.
- Indeks denominowanych w euro obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym wzrósł nieznacznie o 0,1%, a indeks denominowanych w euro obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym (high-yield) o 0,8%.
- Tym razem czeskie obligacje skarbowe znów nie radziły sobie zbyt dobrze, ponieważ ich indeks osłabił się o 0,1%. Rentowność obligacji rządowych o krótkim dwuletnim terminie zapadalności wzrosła o 0,05% do 0,14%. Rentowność obligacji skarbowych o długim 10-letnim terminie zapadalności wzrosła nieznacznie o 0,01% do 1,30%. Tym samym czeska krzywa dochodowości nieznacznie zmniejszyła swoje nachylenie.
- Indeks polskich obligacji skarbowych nie zmienił ponownie swojej wartości. Węgierskie obligacje skarbowe zyskały na wartości 0,7%, a tureckie obligacje skarbowe straciły 0,8%.

Wyniki głównych klas aktywów w grudniu



Wyniki głównych klas aktywów za rok 2020



GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- Globalny indeks towarowy S&P GSCI wzrósł o 6,0%. Cena ropy Brent wzrosła o 8,8% do 52 USD za baryłkę. Cena złota spadła o 6,7% do 1895 USD za uncję.
- Indeks zmienności VIX wzrósł o 11% do 23 punktów.
- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w grudniu nie przeprowadzono żadnych znaczących ruchów inwestycyjnych. Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych do benchmarków (indeksów porównawczych) mamy niedoważenie w akcjach i inwestycjach alternatywnych i odwrotnie, przeważenie w obligacjach.
- W komponencie akcyjnym znacznie niedoważaliśmy Stany Zjednoczone i, odwrotnie, znacznie przeważaliśmy rynki wschodzące, na czele z wschodzącą Azją oraz Europą Wschodnią.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	-	+	-
	Niedoważenie	Przeważenie	Niedoważenie

ALOKACJA AKCYJNA							
Alokacja całkowita	Niedoważenie	Rynki rozwinięte	Niedoważenie	USA	Niedoważenie		
				Europa Zachodnia	Przeważenie		
				Japonia	Przeważenie		
		Rynki rozwijające się	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?

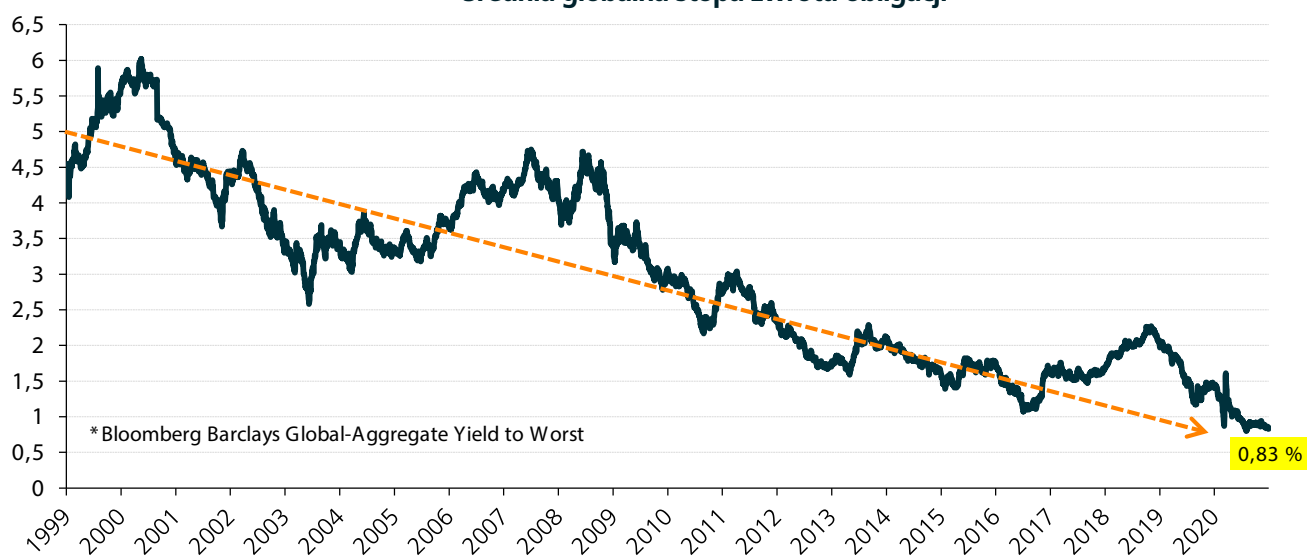
- Globalna gospodarka znajduje się w największej recesji od drugiej wojny światowej. Według ostatniej październikowej prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, światowy PKB powinien spaść w tym roku o 4,4%, czyli wielokrotnie więcej niż 1% w czasie światowego kryzysu finansowego w 2009 roku. Jednocześnie, zdaniem MFW, jedyną dużą gospodarką, która powinna odnotować dodatni wzrost PKB w całym tym roku, są Chiny, jej gospodarka powinna wzrosnąć o 2%.
- Ponadto globalny obraz makroekonomiczny pogorszył się na koniec ubiegłego roku, ponieważ liczba nowych infekcji spowodowanych przez koronawirusa wzrosła praktycznie na całym świecie. Jest więc bardzo prawdopodobne, że w USA i w Europie PKB ponownie spadnie w ostatnim kwartale tego roku, a rozwój gospodarczy zobaczymy w postaci litery „W”.
- Z drugiej strony od listopada obserwujemy bardzo pozytywne doniesienia o nowych szczepionkach przeciwko koronawirusowi firm Pfizer, Moderna i AstraZeneca. Na początku tego roku rozpoczną się stopniowo powszechne szczepienia się na całym świecie, a globalna sytuacja makroekonomiczna zacznie się normalizować od drugiej połowy roku. Jest to również główny powód, dla którego światowe giełdy pod koniec roku tak niezwykle wzrosły.
- Warto jednak wspomnieć także o wypowiedziach przedstawicieli Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Fed i Europejskiego Banku Centralnego, którzy w ostatnich dniach mówili, że światowa gospodarka nie jest najgorsza. Według tych instytucji światowa gospodarka nadal będzie wymagać niezwykle silnego wsparcia monetarnego i fiskalnego. Jednak, zgodnie z dobrą praktyką na rynkach akcyjnych, akcje mają silną tendencję do osiągania lepszych wyników niż rzeczywiste zmiany makroekonomiczne o dwa i trzy kwartały. Dlatego prawdą jest, że w obecnych cenach akcji został uwzględniony pozytywny rozwój od drugiej połowy przyszłego roku. W końcu główne indeksy akcyjne zakończyły rok 2020 nowymi historycznymi rekordami.
- Jednak kluczową przyczyną ekstremalnego wzrostu cen akcji od końca marca był bezprecedensowy impuls monetarny ze strony kluczowych banków centralnych. Amerykański Fed zobowiązał się nawet do nieograniczonych zakupów dłużnych papierów wartościowych, w tym do zakupu obligacji korporacyjnych z ratingiem spekulacyjnym (high-yield). Nastroje inwestycyjne w minionym roku spowodowały, że banki centralne wniosły znaczący wkład. Ogólnie rzecz biorąc, banki centralne w 2020 r. wydrukowały 9,2 bln USD, czyli trzykrotnie więcej niż poprzednie maksimum z czasów kryzysu z 2008 r. Jednocześnie jest bardzo prawdopodobne, że kluczowe banki centralne będą wspierać rynki finansowe w bezprecedensowy sposób również w 2021 r.
- 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 2002 roku oraz 3) ekstremalnie niepewne globalne perspektywy makroekonomiczne.

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

Światowa złożona zastrzeżona wycena akcji – MSCI All Country World Index



Średnia globalna stopa zwrotu obligacji



Źródło: Bloomberg, Conseq

- 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 r.w. ujęciu rocznym na koniec roku wyniósł 29%. Dlatego ogólnie oceniamy akcje lekko negatywnie.
- Jeśli chodzi o obligacje, są one obecnie najdroższą globalną klasą aktywów w historii, ze średnią rentownością obligacji do wykupu według Bloomberg na koniec roku na poziomie zaledwie 0,83% pozostając blisko sierpniowych minimów. 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

Gospodarka powoli się ożywia, wskaźniki wyprzedzające ogólnie uległy poprawie pomimo sytuacji epidemiologicznej i wynikających z niej ogranicz. Bank centralny dalej łagodzi politykę pieniężną.

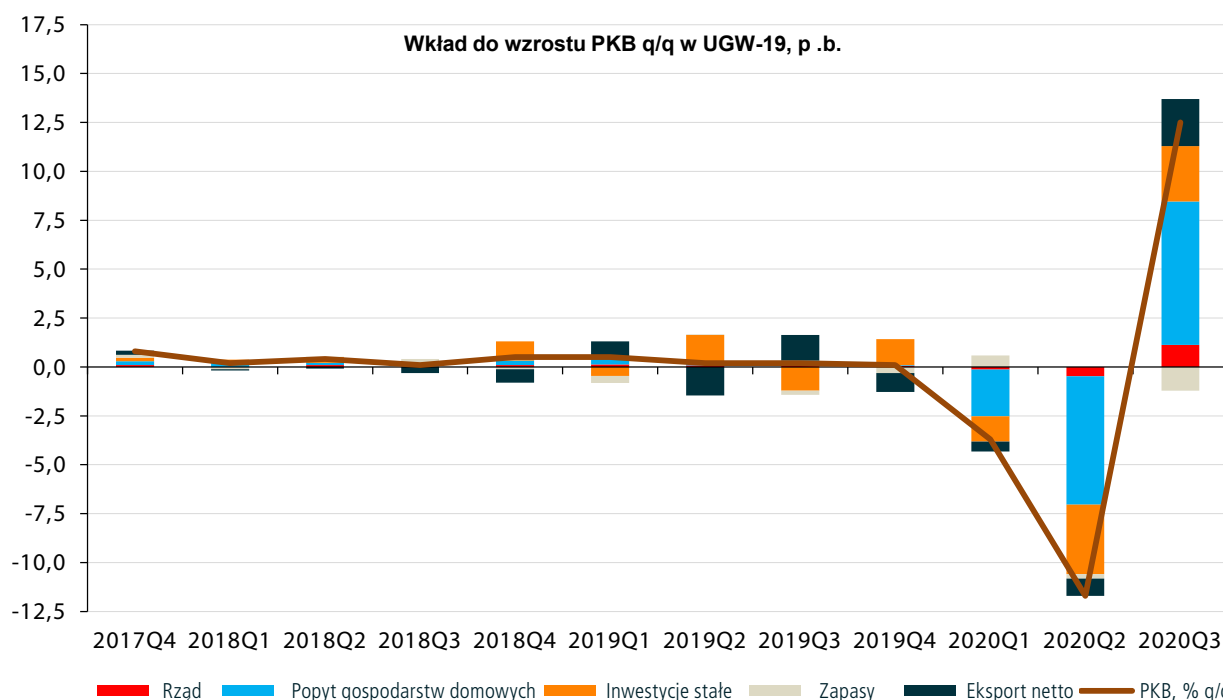
Według ostatecznych danych gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW) uległa znacznej poprawie w trzecim kwartale, zgodnie z oczekiwaniami. Po spadku o 11,7% q/q w drugim kwartale, gospodarka wzrosła o 12,5% q/q w trzecim kwartale, co oznacza, że w ujęciu realnym na koniec trzeciego kwartału była tylko o 4,3% niższa niż rok temu. Strukturalnie rzecz jasna te komponenty, które najbardziej przyczyniły się do spadku w drugim kwartale, miały największy udział w silnym wzroście kwartalnym w trzecim kwartale. Wkład popytu gospodarstw domowych we wzrost Q / Q wynosi -6,6 p.p. w II kwartale i +7,3 p.p. w trzecim. Podobny obraz miał miejsce w przypadku eksportu (-9,2 p.p. vs +7,6 p.p.) oraz nakładów brutto na środki trwałe (-3,6 p.p. vs +2,8 p.p.).

Miesięczne dane, które zostały opublikowane w UGW w grudniu, były dobre, gdyż po dwóch miesiącach pogorszenia się poprawiły się również wskaźniki wyprzedzające.

Sprzedaż detaliczna osiągnęła w lipcu poziom sprzed 12 miesięcy (0% r / r) i od tego czasu utrzymuje się na dodatnim poziomie. Na początku IV kwartału jej dynamika wyniosła 4,3% r/r, czyli tyle samo, co w sierpniu i tym samym jest najsilniejsza od lipca 2015 r. **Zaufanie konsumentów** mierzone przez KE spadło najniżej w listopadzie (-17,6 pkt) od maja (-18,8 pkt), ale według wstępnych danych ponownie poprawiło się w grudniu, o 3,7 pkt do -13,9 pkt. Nawet **rynek pracy** powoli się poprawia: stopa bezrobocia spadła w październiku o 0,1 p.p. do 8,4%. To wciąż około 1,2 p.p. więcej niż w lutym 2020, ale biorąc pod uwagę rozwój w 2020 roku, to naszym zdaniem solidny sukces. Najwyższa stopa bezrobocia wśród głównych gospodarek strefy euro występuje w Hiszpanii, gdzie sięga ona 16,2%.

Po dwóch miesiącach stagnacji w ujęciu miesięcznym (w zasadzie) (wzrost o 0,3% w sierpniu i 0,1% we wrześniu), **produkcja przemysłowa** znacznie się poprawiła w październiku. Przy prawie dwóch procentach wzrostu z miesiąca na miesiąc, jej roczna stopa wzrostu osiągnęła najlepszą wartość pokryzysową, która wynosi -3,8%. Geograficznie spośród dużych gospodarek najlepiej radzi sobie przemysł w Hiszpanii (spadek w październiku tylko o 1,4% rok do roku), najgorzej przemysł niemiecki, który spadł o 4,1% rok do roku. **Z poprawą sytuacji w przemyśle koresponduje także rozwój wskaźników miękkich.** **Zaufanie mierzone przez KE** jest lepsze niż w marcu - w październiku osiągnęło 9,2 pkt (marzec -11,2 pkt; luty 2020: -6,2 pkt), w listopadzie pogorszyło się, ale tylko nieznacznie (do -10,1 pkt.), co z punktu widzenia sytuacji epidemiologicznej jest całkiem pozytywnym zjawiskiem. Choć niemiecki indeks **IFO** pogorszył się (do 90,7 pkt), to wynikało to jedynie ze wzrostu pesymizmu co do przyszłości: ocena obecnej sytuacji pozostała praktycznie niezmienną: w październiku (90,4 pkt),

Gospodarka strefy euro szybko się poprawiła w III kwartale



Źródło: EUROSTAT, <http://bit.ly/2aD7d7N>

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

w listopadzie (90 pkt), ale oczekiwania pogorszyły się dramatycznie (od 94,7 do 91,5 punktu). Wreszcie, w grudniu nastąpiła dalsza poprawa **wskaźnika menedżerów ds. zakupów (PMI)** w przetwórstwie przemysłowym (55,2 punktu wobec 53,8 w listopadzie), osiągając najwyższy poziom od maja 2018 r. **Sytuacja jest gorsza w dominującym sektorze usług, ale tam również w grudniu zaobserwowaliśmy poprawę.** Według ostatecznych danych, indeks w usługach spadł w listopadzie do półrocznego minimum (41,3 pkt), głównie za sprawą spadku nowych zamówień, ale w grudniu, według wstępnych danych, powrócił powyżej poziomu październikowego (46,9 pkt.), osiągając 47,3 pkt.

Według ostatecznych danych inflacja zasadnicza pozostała w listopadzie na poziomie -0,3%, czyli na tym samym poziomie co we wrześniu i październiku. **Inflacja bazowa również utrzymała się na najniższym w historii poziomie z września i października (0,2%).** Najbardziej istotnymi dezinflacyjnymi obszarami cenowymi pozostały energetyka (-8,4% r / r) i towary przemysłowe (-0,3% r / r), ale wzrost cen, poza sektorem żywności nieprzetworzonej (+ 4,2% r / r) był praktycznie niewidoczny we wszystkich obszarach cenowych.

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.

USA

Dane gospodarcze są nadal solidne, zatrzymała się jedynie poprawa sytuacji na rynku pracy. Fed złożył kolejną werbalną obietnicę, że polityka pieniężna pozostanie luźna przez bardzo długi czas.

Po dramatycznym i bezprecedensowym spadku w drugim kwartale (-31,4% q/q), gospodarka USA rozwijała się w równie bezprecedensowym tempie w trzecim (grudniowym) szacunku, o 33,4% q/q (drugi szacunek to 33,1% q/q). Wielkości wkładów poszczególnych składowych były ilościowo zbliżone do tych z drugiego kwartału, różniły się jedynie oznaczenia. Wydatki konsumpcyjne dodały 25,4 punktu procentowego do wzrostu PKB (w poprzednim kwartale -24 p.p.), inwestycje 12 p.b. (w II kwartale -8,8 p.p.) eksport netto spadł o 3,2 pp. (w II kwartale +0,6 p.p.).

Dane opublikowane w grudniu 2020 roku znów były dobre. **Zamówienia na dobra trwałe** wzrosły w listopadzie po raz siódmy z rzędu, choć w najwolniejszym tempie (+ 0,9% m / m) od sierpnia (0,4% 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 jest prawie taka sama: w listopadzie po raz siódmy z rzędu wzrost, choć najwolniejszy (+ 0,4%) od kwietnia (-6,6% m/m). W ujęciu rocznym zamówienia na towary z wyłączeniem samolotów i broni są już o 6,5% wyższe niż rok temu. Rozwój ten pozostaje dość zaskakujący w świetle **rozwoju produkcji przemysłowej**. W porównaniu do lutego 2020 r. jest o prawie 5% niższa, a rok do roku niższy o 5,5%.

Całkowita **sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw spadła drugi raz z rzędu w listopadzie (-0,8% m / m), odzwierciedlając ponowne wprowadzenie restrykcyjnych środków w celu zwalczania koronawirusa. Dla przyszłych zmian dochodów istotne jest, aby pod koniec grudnia 2020 r. Demokraci i Republikanie uzgodnili nowy pakiet wsparcia fiskalnego (900 mld. USD), który obejmuje m.in. kontynuację programu bezpośrednich transferów fiskalnych do gospodarstw domowych (choć o połowę mniej niż 1200 USD w marcu).

W listopadzie sytuacja na rynku pracy uległa dalszej poprawie, ale tempo poprawy prawie się zatrzymało. Stopa bezrobocia spadła w listopadzie tylko o 0,2 punktu procentowego w porównaniu z październikiem do 6,7%; w porównaniu do szczytu z kwietnia (14,7%) jest więc znacznie niższy, choć nadal znacznie przekracza wartość z lutego (3,5%). Spada również stopa bezrobocia U6 (obejmująca oprócz bezrobotnych, pracujących mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie), choć w listopadzie poprawiła się prawie niewidocznie: z 12,1% w październiku spadła do 12%. To są pozytywne dane. Negatywnym aspektem jest jednak ilość zasiłków dla bezrobotnych i wniosków o nie. Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w grudniu sięgnęła ponad 850 tys., czyli o 90 tys. więcej niż średnie z listopada i października; wskazuje to na ciągłe niszczenie miejsc pracy z powodu pandemii. Liczba wniosków o zasiłki jest również historycznie bezprecedensowo wysoka i wynosi około 5,5 mln, chociaż odnotowaliśmy tutaj dalszą poprawę w porównaniu z październikiem i listopadem (średnia z tych dwóch miesięcy wyniosła 7 mln).

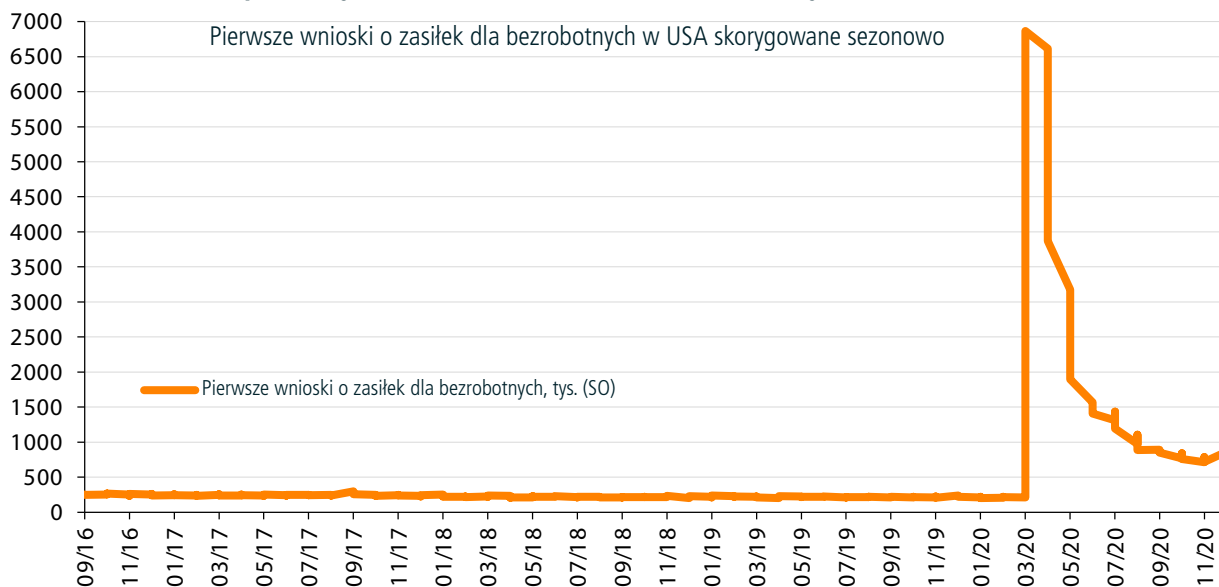
GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Bazowa inflacja PCE w ujęciu rocznym pozostaje poniżej celu Fed, osiągając we listopadzie 1,4% rok do roku. Nieco zła wiadomość dla Fed jest taka, że inflacja bazowa nie wzrosła drugi raz z rzędu: w listopadzie, podobnie jak w październiku, stagnacja następowała tylko miesiąc do miesiąca. W ciągu ostatnich 7 miesięcy od kwietnia podstawowy poziom cen wzrósł łącznie o 1,4%, co oznacza, że gdyby utrzymał dynamikę z lata, to w ciągu „kilku” miesięcy osiągnąłby 2 proc. rok do roku. Jednak ostatnie dwa miesiące opóźniają powrót inflacji do celu Fed.

Bank centralny spotkał się pod koniec pierwszej dekady grudnia. Zgodnie z oczekiwaniami, pozostawił stopy bez zmian, tj. w przedziale 0 - 0,25%. Jednak Fed wyraźnie oświadczył, że będzie kupował co najmniej 120 miliardów obligacji (80 miliardów obligacji rządowych i 40 miliardów MBS) miesięcznie, dopóki „nie będzie widoczny znaczny postęp w kierunku podwójnego celu, jakim jest pełne zatrudnienie i stabilność cen”. Wraz z zobowiązaniem Fed, by nie podnosić stóp, nawet jeśli bezrobocie spadnie do poziomu, na którym w innym przypadku nastąpiłoby taki krok, oraz zobowiązaniem Jackson Hole do tolerowania inflacji powyżej 2 procent, jest to kolejne wyraźne werbalne zobowiązanie do rozluźnienia polityki pieniężnej przez bardzo długi czas.

Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych znowu nieznacznie rośnie



Źródło: baza danych FRED

CEE3

POLSKA

Ponowne zaostrenie środków antypandemicznych znalazło odzwierciedlenie w sprzedaży detalicznej, ale nie w przemyśle. Pod koniec roku bank centralny zaskoczył gołębią postawą.

Według drugiego szacunku, polska gospodarka wzrosła w trzecim kwartale o 7,9% q/q, zmniejszając spadek rok do roku do zaledwie 1,5%. Opublikowane pod koniec listopada dane strukturalne pokazały istotny dodatni wkład eksportu netto do wzrostu rok do roku o 1,7 p.b. Zgodnie z oczekiwaniami pozytywnie na wzrost rok do roku wpłynął rząd (+0,6 p.b.) i, co nieco zaskakujące, także gospodarstwa domowe (0,2 p.b.), negatywnie natomiast, bez zaskoczenia, inwestycje stałe (-1,7 p.b.) oraz zapasy (-2,3 p.b.). Jednak w IV kwartale gospodarka prawdopodobnie ponownie znacznie spaść w wyniku zaostrenia środków przeciw epidemii.

Potwierdzają to również mieszane dane za grudzień. Z jednej strony, nawet w połowie IV kwartału produkcja przemysłowa nie pokazała, że negatywnie wpłynęła na nią druga fala pandemii. Po zasadniczo takim samym poziomie w październiku (3,7% r / r po korekcie sezonowej) jak we wrześniu (3,3% r / r), w listopadzie również wypadła dobrze. W listopadzie osiągnął wzrost o 5,4% r / r, co po korekcie kalendarzowej oznacza tempo około 4% r/r. Jest to nieco zaskakujące, biorąc pod uwagę fakt, że **indeks PMI pozostał powyżej 50 punktów** w październiku i listopadzie, ale tylko w wąskim zakresie (50,8 punktu w obu miesiącach). **W grudniu jednak poprawił się on dalej do 51,7 punktu.** Z drugiej strony, **rzeczywista sprzedaż detaliczna** gwałtownie spadła w listopadzie ze względu na rozpoczęcie zamykania

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

działalności: jej spadek rok do roku o 5,3% oznaczał zarówno pogłębienie się spadku w porównaniu z październikiem (-2,1% r/r), jak i najgorszy wynik od maja 2020 roku (-8,6% r/r). Z **bezrobociem** nic się nie stało, w obu miesiącach jego wyrównana sezonowo stopa wyniosła 6,1% (czyli o 0,9 pp więcej niż rok temu). **Płace** również pozostają w trendzie wzrostowym - po wzroście o 4,7% r/r w październiku, w listopadzie wzrosły o 4,9% r/r.

Inflacja nieznacznie spadła w listopadzie, podobnie jak miesiąc wcześniej, z 3,1% w październiku do 3%. Ważniejszy jest jednak fakt, że inflacja bazowa (tj. inflacja zasadnicza po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostała wysoka, osiągając 4,3% w listopadzie, wciąż jest to jeden z najwyższych wyników od dwóch dekad. Pierwszy szacunek grudniowej inflacji zostanie dopiero opublikowany, ale dzięki efektowi bazowemu rynek oczekuje, że inflacja zasadnicza spadnie do 2,6%.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zebrała się 2 grudnia. Podobnie jak miesiąc wcześniej rynek nie spotkał się z żadnymi niespodziankami, stopy pozostały na historycznie i regionalnie najniższym poziomie 0,1%; program luzowania ilościowego pozostał bez zmian. Z zapisu z posiedzenia wynikało jedynie, że według RPP obecne kroki sprzyjają ożywieniu, że w 2021 roku nastąpi znaczne ożywienie po 2020 roku, ale do końca 2021 roku poziom PKB będzie nadal poniżej poziomu sprzed pandemii.

Pod sam koniec ubiegłego roku RPP bardzo zaskoczyła rynki swoją „antyżłotową” postawą, prezes Glapiński (przy wsparciu pozostałych członków komitetu monetarnego banku centralnego) powiedział, że w oczekiwaniu na gwałtowny spadek inflacji w przyszłym roku, RPP analizuje możliwość dalszych obniżek i że umocnienie się złotego (na razie nie ekstremalne do 4,45) jest „bardzo szkodliwe” i stwarza możliwość do „potencjalnej i zdecydowanej interwencji banku centralnego”. W świetle wciąż wysokiej inflacji bazowej było to naprawdę zaskakujące i oczywiście odbiło się to na złotym.

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. Dopiero pod koniec października, w związku z pogarszającą się sytuacją epidemiologiczną na świecie, cena ropy spadła poniżej dolnej granicy tego przedziału, kiedy cena baryłki WTI zbliżyła się do 35 dolarów, gdzie nie była od połowy czerwca. Jednak w listopadzie ponownie podniósł się w górę z powodu spekulacji na temat wczesnej dostępności szczepionki COVID-19. Tendencja ta utrzymała się w grudniu, a ropa osiągnęła poziom 50 USD za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

Światowe rynki akcyjne zanotowały bardzo przyzwoite wzrosty w ostatnim miesiącu 2020 roku. Dynamice wzrostu nadal sprzyjało pozytywne przyjęcie wyniku wyborów prezydenckich w USA i rozpoczęcie szczepień przeciwko COVID19 w USA. Rynki nie dały się zdeterminować rosnącej globalnej liczbie zakażeń koronawirusem i zwróciły uwagę na miesiące letnie, kiedy gospodarki powinny stopniowo wracać do normalności. Oczywiście bardzo luźna polityka pieniężna banków centralnych nadal miała pozytywny wpływ. W grudniu giełdy w USA zyskały + 3,7% (indeks S&P 500), rynki japońskie + 3,8% (indeks Nikkei 225), a rynki europejskie + 2,5% (indeks DJ STOXX 600).

W grudniu rynki akcji w Europie Środkowej radziły sobie dobrze. Głównym impulsem były wybory prezydenckie w USA, w których wygrał bardziej przewidywalny kandydat J. Biden. Globalne rynki wschodzące pozytywnie to przyjęły. W tym samym czasie nastąpiło zatwierdzenie i pierwsze szczepienie szczepionkami przeciwko Covid19. Ogólnie akcje dobrze radziły sobie w tym miesiącu, co nie było zbyt częstą sytuacją w tym roku. Dobre wyniki wykazały głównie banki czeskie i ČEZ. W Polsce najbardziej odbiła się długo oczekiwana premiera Cyberpunk 2077. Niestety z punktu widzenia akcjonariusza rozczarowaniem było, gdy kurs akcji stracił prawie 40% od premiery gry. Rozczarowanie wynikało głównie z niezakończenia optymalizacji dla starszych konsol, co doprowadziło do niższych niż oczekiwano sprzedanych egzemplarzy, w niektórych przypadkach nawet do ich zwrotu. Z drugiej strony w Słowenii miała miejsce oczekiwana

MSCI WORLD INDEX



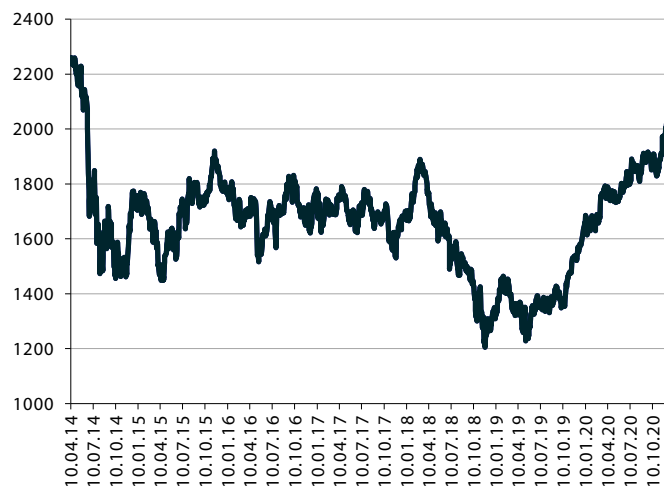
Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

transakcja nabycia przez bank NBL serbskiego banku Komercijalna Banka. Wyniki poszczególnych rynków kształtowały się następująco: czeski indeks giełdowy PX + 3,6%, polski indeks WIG30 + 9,7%, węgierski indeks BUX + 8,4%, słoweński SBITOP + 1,3% i rumuński BET +5,6%.

Najlepiej w grudniu radziły sobie akcje rynków wschodzących, a MSCI Emerging Markets USD zyskał 7,15%. Rynki nadal rosły, napędzane przede wszystkim optymistycznymi perspektywami wzrostu gospodarczego w 2021 r. i nowo dostępnymi szczepionkami przeciw COVID-19. Słabnący dolar i rosnąca aktywność handlowa na świecie to kolejny pozytywny bodziec dla tych rynków. Akcje na wszystkich głównych rynkach radziły sobie dobrze. Ponad 15% zyskały akcje tureckie, które zareagowały na zmiany kierunku gospodarczego kraju (nowy minister finansów, rosnące stopy procentowe i lepsze dane gospodarcze). Akcje w Ameryce Łacińskiej również zanotowały duże zyski, nadrabiając słabsze wyniki z pierwszej połowy roku. Azja również nie zawiodła, akcje indyjskie zyskały na wartości ponad 8%, chińskie (indeks CSI300) ponad 5%, a koreańskie prawie 11%.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Sytuacja na rynkach obligacji po obu stronach Atlantyku w grudniu była bardzo nudna. W Stanach Zjednoczonych dziesięcioletnie rentowności oscylowały w wąskim przedziale od 0,9% do 0,95% w grudniu, osiągając na koniec roku dokładnie 0,91%. Rentowności dwuletnie wykazywały jeszcze mniejszą zmienność, spadając w grudniu tylko o niecałe 3 punkty procentowe w porównaniu z końcem listopada do 0,12%.

Niewiele wydarzyło się również w strefie euro, nie licząc dziwnych wydarzeń, takich jak spadek dziesięcioletnich portugalskich rentowności do ujemnego poziomu w połowie grudnia czy spadek rentowności włoskich dziesięcioletnich obligacji do 0,5%, oba są dziwnymi skutkami coraz bardziej luźnej polityki pieniężnej EBC. Na niemieckiej krzywej wszystko wyglądało tak samo: całość jest oczywiście ujemna, rentowności dziesięcioletnie i dwuletnie nie zmieniły się w porównaniu z końcem listopada (odpowiednio -0,57% i -0,7%).

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Rozwój sytuacji na rynku kredytowym w grudniu, podobnie jak miesiąc wcześniej, charakteryzował się dalszym spadkiem zmienności. Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym denominowane w euro pozostawały w stagnacji „tylko” w grudniu, ale ich odpowiedniki o ratingu spekulacyjnym wzrosły o 0,7% w przypadku tzw. indeksu total return (łącznie 1,7% od początku roku). Jeszcze lepiej rozwijały się instrumenty dolarowe - wzrost o 0,4% w przypadku ratingu inwestycyjnego i 1,7% w przypadku ratingu spekulacyjnego (+ 11,3% i + 4,7% od początku roku).

Oczywiście premie kredytowe w grudniu również odzwierciedlały opisaną powyżej sytuację. Według indeksu Markit iTraxx Europe, premie kredytowe inwestorów korporacyjnych denominowane w euro spadły w grudniu o dalsze 2% po spadku w listopadzie, podczas gdy premie na poziomie spekulacyjnym spadły o dalsze prawie 11%. Oznacza to, że w porównaniu do wartości z początku roku spekulacyjna składka CDS jest już w tym roku o 16% niższa. Biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną i wszystko, co wydarzyło się w tym roku, to tylko potwierdza, że interwencja banków centralnych była rzeczywiście masowa i znacznie wymazała postrzegane ryzyko z umysłów inwestorów.

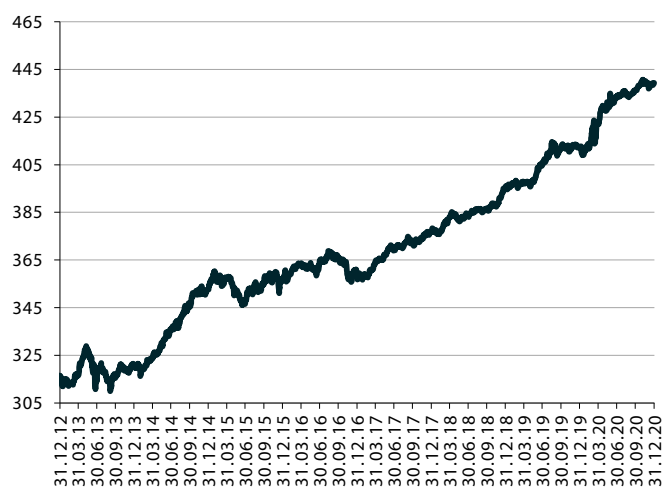


RYNKI OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polska krzywa dochodowości w grudniu generalnie odwzorowywała stabilny rozwój w Niemczech czy Czechach. Choć dziesięcioletnie polskie rentowności wzrosły do 1,4% w pierwszej dekadzie, to szybko powróciły do wartości z końca listopada, tj. 1,25%, które były na sam koniec roku. Krótko mówiąc, zmiany były jeszcze mniejsze, a więc nie warte bliższego omówienia.

WALUTY

Dolar w stosunku do euro osłabił się i kontynuował trend spadkowy z poprzednich dwóch miesięcy. Ani miesięczne dane makroekonomiczne (inflacja, wzrost), ani nawet poluzowanie polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego nie dały takiego powodu, ale nie miało to znaczenia dla rynku, za sprawą złożonej przez Fed w sierpniu obietnicy, że będzie tolerować wyższą inflację. Pod koniec grudnia euro wobec dolara na chwilę osiągnęło poziom 1,23, by na początku 2021 r. powrócić do 1,22.

Rozwój **złotego wobec euro** był spokojny przez większą część grudnia, nawet z tendencją do lekkiego umocnienia, które w połowie miesiąca osiągnęło poziom 4,43. W drugiej połowie miesiąca złoty ucierpiał przez wypowiedzi banku centralnego wskazujące zarówno na możliwość dalszego spadku stóp, jak i w szczególności interwencję NBP wobec złotego na rynku przy zmniejszonej płynności w okresie świątecznym. Te kroki spowodowały, że złoty znalazł się na poziomie 4,60, na którym nie był od października. Pod koniec roku złoty był nieco powyżej 4,55.

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. 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

Do umocnienia euro względem dolara w ostatnich miesiącach przyczyniła się przede wszystkim gołębia retoryka Rezerwy Federalnej USA (obietnica FED-u z Jackson Hole, poparta obietnicami o nie reagowaniu na spadające bezrobocie i utrzymywaniu stóp na niskim poziomie przez długi czas). Wpływ tego czynnika mógłby mieć trwalszy negatywny wpływ na wartość kursu dolara, byłby też obciążony skrajnie niekorzystną sytuacją fiskalną w USA.. Przeciwdziała temu jednak fakt, że EBC nadal rozluźnia politykę pieniężną (jego bilans rośnie szybciej niż bilans Fed), a także to, że nawet budżety w UGW nie są w najlepszej kondycji. W rezultacie oczekujemy kontynuacji tendencji do osłabienia dolara w kolejnych miesiącach.

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

Akcje we wszystkich regionach rosły solidnie w grudniu. Pozytywny nastrój utrzymywał się po wyborze Joe Bidena na 46. prezydenta Stanów Zjednoczonych oraz ogłoszeniu zatwierdzenia i rozpoczęcia testów szczepionki przeciw COVID-19. Oba te wydarzenia będą miały wpływ w nadchodzących latach. Joe Biden jest postrzegany jako człowiek, który potrafi znaleźć kompromisy i jest w stosunku do poprzedniego prezydenta D. Trumpa bardziej przewidywalny dla rynków. Wynalezione szczepionki przeciwko COVID-19 pomogą w walce z pandemią, która dotyka wiele gospodarek i doprowadziła do ich ograniczenia, w tym przemieszczania się obywateli. 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 zimowe 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 przyszłego roku.

Akcje w Europie Środkowej silnie wzrosły pod koniec 2020 r., za sprawą nowo wybranego prezydenta USA J. Bidena, a następnie zatwierdzenia szczepionki COVID-19. To powrót do normalności post-covidowej, wsparty luźną polityką monetarną banków centralnych i rządowymi pakietami fiskalnymi, prowadzi nas do pozytywnego spojrzenia na akcje. Jednak w krótkim okresie - w miesiącach zimowych - ze względu na niejednoznaczny rozwój wydarzeń dotyczących COVID-19, 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 Kolt.

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