

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	1,72 %	USA	-0,85 %	USD/EUR	-0,84 %	Ropa Brent	0,58 %
Europa – DJ Stoxx 600	3,60 %	Europa	-0,39 %	CZK/USD	0,48 %	Gaz	1,97 %
Japonia – Nikkei 225	5,08 %	CZ	-1,56 %	CZK/EUR	-0,63 %	Fotowoltaika	-0,80 %
MSCI Emer. Markets	1,69 %	Polska	-0,32 %	PLN/EUR	-0,12 %	Złoto	-3,76 %
CZ – PX	0,43 %	Węgry	-0,11 %	HUF/EUR	1,07 %	Srebro	-6,53 %
Polska – WIG30	1,02 %	Turcja*	9,08 %	TRY/EUR	-3,84 %	Miedź	0,67 %
Węgry – BUX	2,03 %						

* BofA Merrill Lynch index

WRZESIEŃ V PIGUŁCE

GŁÓWNE WYDARZENIA NA ŚWIECIE

- 12 września odbyło się długo oczekiwane posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. 1) EBC obniżył główną stopę depozytową o 0,1% z -0,4% do -0,5%. 2) Od listopada EBC wznowi program luzowania ilościowego czyli skupu obligacji o wartości 20 mld euro miesięcznie. Program na razie nie jest ograniczony czasowo. 3) EBC wprowadził system warstwowy do przechowywania nadwyżek rezerw bankowych. 4) EBC zmniejszył również koszty banków w zakresie zapewnienia długoterminowej płynności. Ogólnie rzecz ujmując, niektórzy uczestnicy rynku oczekiwali wyraźniejszych kroków. Na przykład mówiono o wprowadzeniu programu zakupu akcji europejskich. Wreszcie, naszym zdaniem, EBC zapewnił niezbędne minimum, aby wesprzeć względnie korzystne nastroje na rynkach finansowych oraz wesprzeć dynamikę PKB i inflację. Z drugiej strony bardzo znaczący jest fakt, że oprócz nieograniczonego programu luzowania ilościowego, zostały zmienione perspektywy stóp procentowych na czas nieokreślony. Implikuje to pośrednio jeszcze bardziej luźną politykę pieniężną. Wszystko będzie zależę od przyszłej inflacji i oczekiwań inflacyjnych.
- Ataki terrorystyczne w połowie miesiąca na Arabię Saudyjską uszkodziły największy na świecie zakład przetwórstwa ropy. W wyniku tych ataków dzienna produkcja ropy w Arabii Saudyjskiej spadła o 5,7 miliona baryłek, co stanowi około połowy jej produkcji i pięć procent światowej produkcji. Rynki zareagowały na to wydarzenie gwałtownym wzrostem cen. Ropa Brent wzrosła o 19 procent z około 60 USD za baryłkę do 72 USD za baryłkę. Był to największy wzrost cen ropy od czasu inwazji Iraku na Kuwejt w 1991 roku. Jednak do końca miesiąca cena spadła do pierwotnego poziomu przed atakami, więc przez cały miesiąc różnica wyniosła „tylko” 1% przy 61 USD za baryłkę.
- 18 września odbyło się posiedzenie amerykańskiego banku centralnego Fed. Zgodnie z oczekiwaniami FOMC ponownie obniżył swoją podstawową stopę procentową o 0,25% do docelowego zakresu 1,75-2,00%, ponownie odnosząc się do globalnego ryzyka, w tym wojny handlowej i słabego globalnego wzrostu. Była to druga obniżka stóp procentowych w tym roku. Ale głosowanie FOMC wcale nie było jednolite. 7 członków głosowało za obniżką stóp, a 5 z nich głosowało za utrzymaniem stóp. Prezes Jerome Powell określił perspektywy dla amerykańskiej gospodarki jako „korzystne”. Powell powiedział także, że polityka pieniężna będzie ewoluować głównie zgodnie z nowymi napływającymi danymi (data-dependent).
- Na polu wojny handlowej między USA i Chinami we wrześniu panował względny spokój. Jednak zawieszenie broni jest prawdopodobnie tylko tymczasowy.
- Ze względu na zawieszenie broni na polu wojny handlowej nastąpił względny spokój na rynkach finansowych, chociaż nadchodzące makrodane potwierdziły, że światowa gospodarka nadal nieznacznie zwalnia. Rynki akcji rosły, natomiast rynki obligacji po poprzednim silnym wzroście straciły, ceny obligacji nieznacznie spadły, a rentowności do terminu zapadalności nieznacznie wzrosły.

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

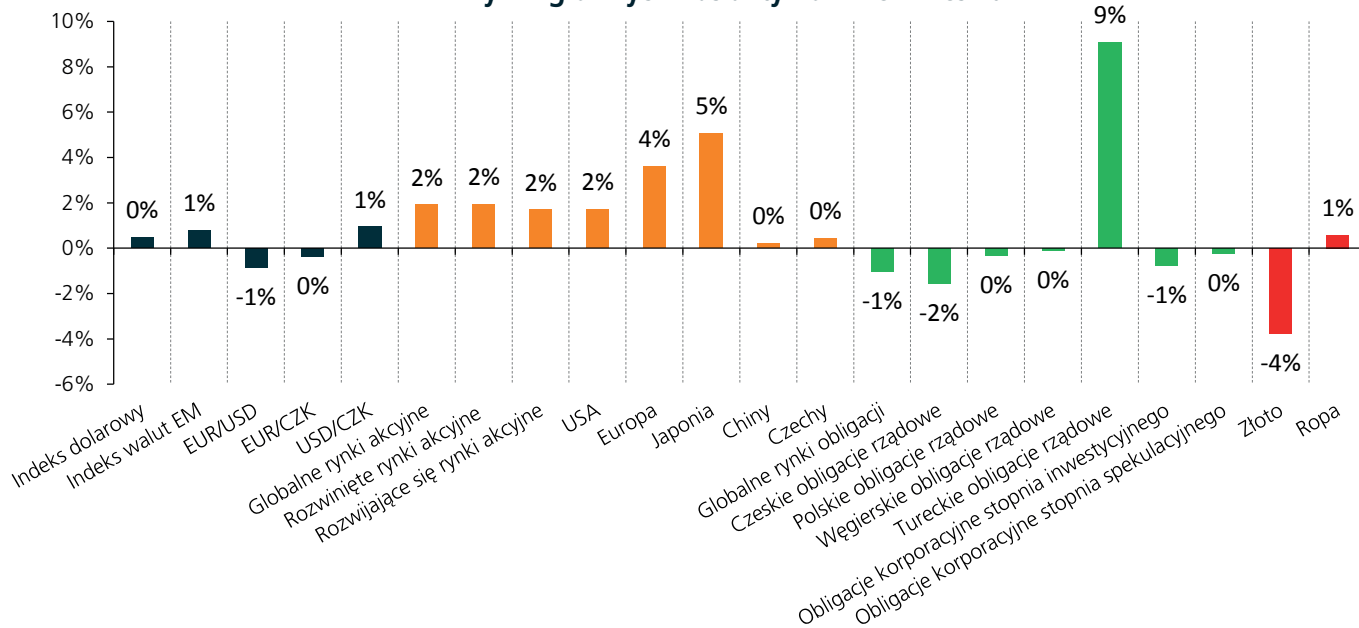
- Dolar nadal umacniał się. Indeks dolara DXY, który mierzy wydajność dolara w stosunku do koszyka głównych walut światowych, umocnił się o 0,5%. Dolar umocnił się względem euro o 0,8% do 1,090 USD za euro. Waluty gospodarek wschodzących zmieniły kurs, a ich indeks w stosunku do dolara umocnił się o 0,8%.
- Akcje radziły sobie bardzo dobrze. Najszerzy globalny indeks giełdowy MSCI All Country World umocnił się o 1,9%. Z regionalnego punktu widzenia wrzesień był względnie zrównoważony, a rynki rozwinięte zyskały według indeksu MSCI World 1,9%, natomiast akcje rynków rozwijających się zgodnie z indexem MSCI Emerging Markets zanotowały zysk 1,7%. Od początku roku globalne rynki akcyjne są silniejsze o 14%.

WRZESIEŃ W PIGUŁCE

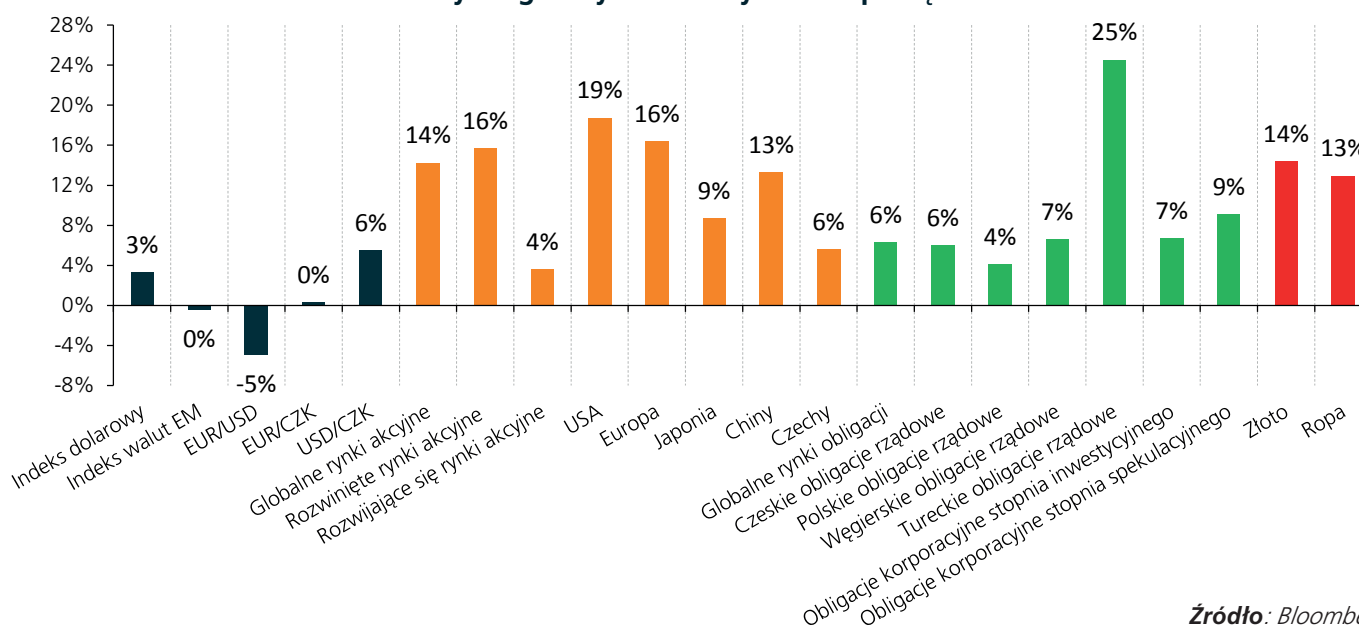
SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Wśród badanych rynków największe zyski odnotowano w Turcji (BIST 100 +8,6%), Japonii (Nikkei 225 +5,1%), Hiszpanii (IBEX 30 +4,9%) i Niemczech (DAX +4,1%). Z drugiej strony stosunkowo słabo radziły sobie chińskie akcje, które odnotowały jedynie minimalne zyski.
- Obligacje zmieniły kierunek po poprzednim bardzo silnym wzroście, a globalny indeks obligacji Bloomberg Barclays odpisał 1,0%. Spadek nie oszczędził nawet czeskich obligacji, które straciły 1,6%. Rentowność krótkoterminowych dwuletnich obligacji rządowych wzrosła o 0,23% do 1,30%. Rentowność do terminu wymagalności obligacji skarbowych o długim 10-letnim terminie zapadalności wzrosła o 0,31% do 1,36%. Czeska krzywa dochodowości pozostaje zatem całkowicie płaska.
- Polskie obligacje rządowe spadły o 0,3%, a węgierskie obligacje rządowe o 0,1%. Z drugiej strony tureckie obligacje rządowe odnotowały bardzo wysoki zysk w wysokości 9,1%, a od początku roku przypisują znacznie ponadstandardową aprecjację w wysokości 25% w lirach tureckich i 23% w koronie.
- Negatywny trend globalnych obligacji znalazł również odzwierciedlenie w obligacjach korporacyjnych. Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym w euro spadł o 0,8%, natomiast indeks euro obligacji spekulacyjnych o ratingu nieinwestycyjnym (high-yield) o 0,2%.

Wyniki głównych klas aktywów we wrześniu



Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



WRZESIEŃ W PIGUŁCE

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Cena ropy Brent była bardzo niestabilna w związku z atakami w Arabii Saudyjskiej, ale ostatecznie zakończyła miesiąc zaledwie 1% ns plusie 61 USD za baryłkę.

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych we wrześniu nie przeprowadziliśmy żadnych znaczących działań.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji portfela inwestycyjnego w porównaniu do benchmarków mamy nieznaczne przeważenie akcji, niedoważenie obligacji i przeważenie w inwestycjach alternatywnych.
- W części akcyjnej mamy wyraźnie niedoważoną pozycję w USA, a z drugiej strony przeważenie w rynkach wschodzących (emerging markets).
- W przypadku czeskich obligacji skarbowych nadal utrzymujemy defensywne ustawienie ryzyka stopy procentowej przez niedoważony czas trwania, tzn. że w porównaniu z benchmarkiem utrzymujemy krótszy średni termin zapadalności obligacji.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	+	-	+
	Przeważenie	Niedoważenie	Przeważenie

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

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nasze oczekiwania na pozostałą część 2019 roku i rok 2020 są, w ramach naszego podstawowego scenariusza przyszłego rozwoju, ostrożnie pozytywne.
- Światowa gospodarka w ramach aktualnego cyklu gospodarczego osiągnęła swój szczyt na koniec 2017 roku i od początku 2018 roku obserwujemy lekkie spowolnienie. Obecna dynamika i perspektywy gospodarki światowej są zatem raczej słabe. Obecny wzrost światowej gospodarki jest nadal stosunkowo przyzwoity, ale stopniowe spowolnienie dynamiki wyraźnie trwa. Słabość rozpoczęła się w sektorze przemysłowym, ale teraz wydaje się, że sektor konsumencki również przyczyni się negatywnie do dalszego spowolnienia światowej gospodarki w nadchodzących kwartałach. Rzeczywiście wydaje się, że odporność konsumentów na całym świecie należy już do przeszłości. Handel międzynarodowy jest również istotnym czynnikiem negatywnym. Spadł trzeci kwartał z rzędu w drugim kwartale. Miękkie wskaźniki sugerujące prawdopodobną dynamikę w nadchodzących kwartałach, takie jak indeksy menedżerów zakupów PMI, wyraźnie wskazują na osłabienie dynamiki gospodarczej w ostatnim kwartale tego roku. Słabość jest widoczna zarówno w przemyśle, jak i obecnie w usługach. Istnieją również przesłanki, że rynek pracy nie będzie już tak silny, jak w poprzednich kwartałach. Kolejnym minusem jest to, że pomimo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej praktycznie wszystkich banków centralnych na świecie, wskaźniki monetarne wskazują, że spowalnia również dynamika nowych kredytów.
- Aktualna prognoza spółki FocusEconomics szacuje wzrost gospodarki światowej w 2019 roku na poziomie 2,7%, więc jest bardzo prawdopodobne, że nie będzie horroru, ale ryzyko dla prognoz jest wyraźnie tendencyjne w dół, jak potwierdzili EBC i Fed na swoich posiedzeniach. Ekonomiści nie oczekują jeszcze globalnej recesji gospodarczej, ale niewielkie spowolnienie najprawdopodobniej będzie kontynuowane. Głównymi siłami napędzającymi wzrost będą nadal azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.

WRZESIEŃ W PIGUŁCE

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Inflacja w USA i w strefie euro jest nieco niższa niż chcieliby bankierzy centralni. Dlatego ogólny rozwój inflacji na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi poważnego problemu. Inflacja powinna pozostać nieco poniżej lub na poziomie 2 % celów inflacyjnych. Wydaje się, że znaczny wzrost inflacji nie znajduje się na porządku dziennym.
- Jeśli chodzi o kluczowe banki centralne, FED i EBC, przeszły do jeszcze bardziej swobodnej polityki pieniężnej. Fed obniżył stopy procentowe po raz drugi z rządu i mogą nastąpić dalsze cięcia. EBC obniżył również stopy procentowe i ogłosił wznowienie programu luzowania ilościowego od listopada. Z drugiej strony nie doczekaliśmy się ostatnio żadnych zmian w japońskim banku centralnym. Bank Centralny Japonii będzie nadal utrzymywał zerowe stopy procentowe i zakupy obligacji rządowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopa inflacji w Japonii są nadal znacznie poniżej celu inflacyjnego 2%. Jednocześnie, zwłaszcza w strefie euro, w związku z prawdopodobną słabością polityki pieniężnej, powiedziano, że do wspierania wzrostu gospodarczego należy wykorzystać ogromne bodźce fiskalne. Głos zabrali między innymi prezes EBC Mario Draghi Christine Lagarde.
- Globalne rynki akcji w okresie od początku roku do końca sierpnia wzmocniły się o 14 %. Znacząca zmiana retoryki FEDu i EBC w ostatnich miesiącach dała rynkom bardzo silny pozytywny impuls. Uważamy również, że ryzyko dalszego spowolnienia wzrostu światowej gospodarki jest już odzwierciedlone w cenach akcji. Dotyczy to również kluczowego czynnika dla nadchodzącego okresu, czyli wojny handlowej między USA i Chinami, która prawdopodobnie będzie trwała przez długi czas. Uważamy jednak, że ten czynnik jest trudny do przewidzenia. W nadchodzącym okresie oczekujemy niewielkiego wzrostu akcji, ponieważ wyceny są ogólnie korzystne, ponadto dynamika wzrostu zysków przedsiębiorstw, zgodnie z szacunkami rynkowymi, powinna powrócić na plus już od przyszłego sezonu publikacji wyników za trzeci kwartał.
- Z perspektywy alokacji regionalnej nadal zdecydowanie preferujemy rynki wschodzące (emerging markets) niż Stany Zjednoczone. Postawa ta opiera się przede wszystkim na perspektywie wyceny, w której naszym zdaniem akcje amerykańskie są obecnie mocno zawyżone (o około 25 % powyżej średnich długoterminowych zgodnie ze wskaźnikami wyceny takimi, jak P/E, P/B lub P/S). Rynki wschodzące są wyceniane na około 7% poniżej średnich długoterminowych.
- Nadal mamy dość ostrożny pogląd na temat czeskiego rynku obligacji skarbowych, ponieważ wyniki do terminu zapadalności są nadal stosunkowo niskie w porównaniu z historycznymi wynikami.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne ratingu zarówno inwestycyjnego jak i nieinwestycyjnego uważamy, że po znacznym wzroście cen od początku roku, najlepsze mają już za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych, marża kredytowa, jest obecnie na historycznie niskim poziomie.
- 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) dalsze 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) twardy Brexit bez porozumienia oraz 4) kryzys na Bliskim Wschodzie.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

EBC nadal łagodzi politykę pieniężną. Inflacja pozostaje daleka od celu, a słabość w Niemczech wraz z innymi ryzykami, grozi wycofaniem całej strefy euro w (płytką) recesję.

Ostateczne dane dotyczące pierwszego lub drugiego oszacowania tempa wzrostu gospodarki strefy euro w drugim kwartale nic nie zmieniły. W ten sposób gospodarka wzrosła jedynie o 0,2% q/q, czyli tyle samo, co w ostatnim kwartale ubiegłego roku, ale tylko o połowę mniej niż w pierwszym kwartale tego roku. Wzrostowi sprzyjały wszystkie krajowe komponenty zagregowanego popytu (z wyjątkiem zapasów, których wkład wynosił zero), ale wkład popytu gospodarstw domowych był tylko o połowę mniejszy niż w pierwszym kwartale 2019 r. (0,11 pp). Handel zagraniczny miał negatywny wpływ na wzrost, co ze względu na Niemcy spowodowało spadek o 0,1 pp. Gospodarka niemiecka była najgorzej rozwijającą się dużą gospodarką w drugim kwartale - po dodatnim wzroście o 0,4% q/q w pierwszym kwartale spadła o 0,1% q/q.

Miesięczne dane opublikowane we wrześniu, podobnie jak dane opublikowane miesiąc wcześniej, potwierdziły, że (1) gospodarka strefy euro prawdopodobnie będzie nadal rosła, ale w bardzo powolnym tempie (2) przemysł, szczególnie niemiecki, jest bólem punktem gospodarki i że (3) inflacja nie rusza się.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Sprzedż detaliczna pozostała słaba, zyskując zaledwie 2,1% r/r w sierpniu i nadal pozostaje w tyle za zaufaniem konsumentów, tak jak w ciągu ostatnich czterech lat. Mimo że spadła ona ze szczytów osiągniętych latem 2017 r. i jest o około 3-4 punkty niższa w tym roku, ale wciąż jest bliska najwyższych poziomów w ciągu ostatnich 12 lat.

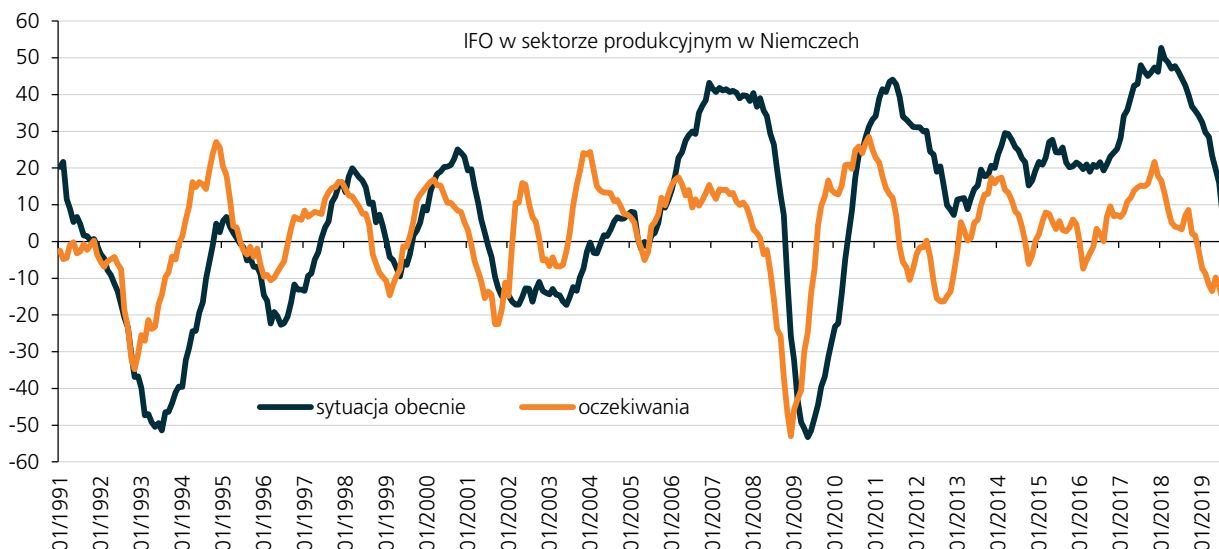
Produkcja przemysłowa po tym, jak pod koniec drugiego kwartału spadła o 1,5% m/m, nie rozpoczęła trzeciego kwartału dobrze. Jej spadek o 0,3% m/m był wynikiem kurczenia się przemysłu zarówno w Niemczech (o 0,8% m/m), jak i w Hiszpanii i Włoszech (-0,7% m/m). Winny jest jednak jednoznacznie powolny wzrost produkcji w UGW z roku na rok - produkcja niemiecka jest niższa o 5,4% (spadek produkcji samochodów o 10%), włoska o 0,8%, francuska i hiszpańska są na plusie (odpowiednio 1%).

Biorąc pod uwagę rozwój wiodących wskaźników i niemieckich zamówień przemysłowych, nie można oczekiwać, że obraz ten ulegnie zmianie. **Zamówienia przemysłowe w Niemczech spadły w lipcu o 2,7%, co zasadniczo wymazuje wzrost o 2,7% m/m z czerwca.** W ujęciu rocznym zamówienia są o 5,3% niższe z powodu równie dużego spadku (8%) zamówień ze strefy euro i krajowej gospodarki niemieckiej. Fakt, że zamówienia krajowe są o 8% niższe w porównaniu z końcem ubiegłego roku, pokazuje, że w tym roku niemiecka gospodarka również wywołuje własny pesymizm. Miękkie wskaźniki nie wskazują, że lepsze czasy nadejdą: składnik oczekiwań IFO obniżył się jeszcze bardziej we wrześniu, więc obecnie jest najniższy (91,3 punktu) od czerwca 2009 r. Jest to zarówno konsekwencja sytuacji w przemyśle wytwórczym, jak i konsekwencja pesymizmu, który panował również w sektorze usług - ponieważ obecnie jest najniższy od lata 2009 r.

W przypadku całej strefy euro **indeks menedżerów ds. zakupów (PMI)** nie przedstawia innego obrazu: w sektorze produkcyjnym wskaźnik pozostał we wrześniu poniżej 50 punktów (45,7 punktu, najniższego od października 2012 r.). Jediną pozytywną wiadomością jest to, że indeks menedżerów zakupów pozostał powyżej 50 punktów w sektorze usług, osiągając 51,6 punktów (najniższy wynik od stycznia tego roku).

Inflacja, dość zaskakująco, pozostaje niska. W sierpniu, zgodnie z ostatecznymi danymi, ani inflacja bazowa, ani inflacja zasadnicza nie zmieniły się od lipca, tj. oba wskaźniki pozostały bardzo nisko (odpowiednio 0,9% i 1%). Według wstępnych danych we wrześniu sytuacja nie zmieniła się: inflacja bazowa we wrześniu wyniosła jeden procent, a inflacja ogólna wyniosła 0,9%. Na dłuższą metę inflacja bazowa nie wykazuje zatem trendu, a był to jeden z głównych powodów tego, że we wrześniu, niespełna rok po zakończeniu programu luzowania ilościowego, Europejski Bank Centralny przystąpił do ponownego łagodzenia polityki pieniężnej. We wrześniu nastąpiło (1) przedłużenie zakupu aktywów, (2) dalszy spadek oprocentowania depozytów (o 0,1 p.p. do -0,4%), (3) rozszerzenie tzw. forward guidance właściwie na czas nieokreślony, (4) ogłoszenie kolejnej rundy operacji zasilających w płynność banki komercyjne w UGW (tzw. TLTRO). Choć szczegóły tych środków nie były znane do czasu ich opublikowania, wrześniowe kroki EBC dla rynku nie były zaskakujące.

W niemieckim sektorze produkcyjnym rosną obawy o przyszłość



Źródło: Eurostat

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

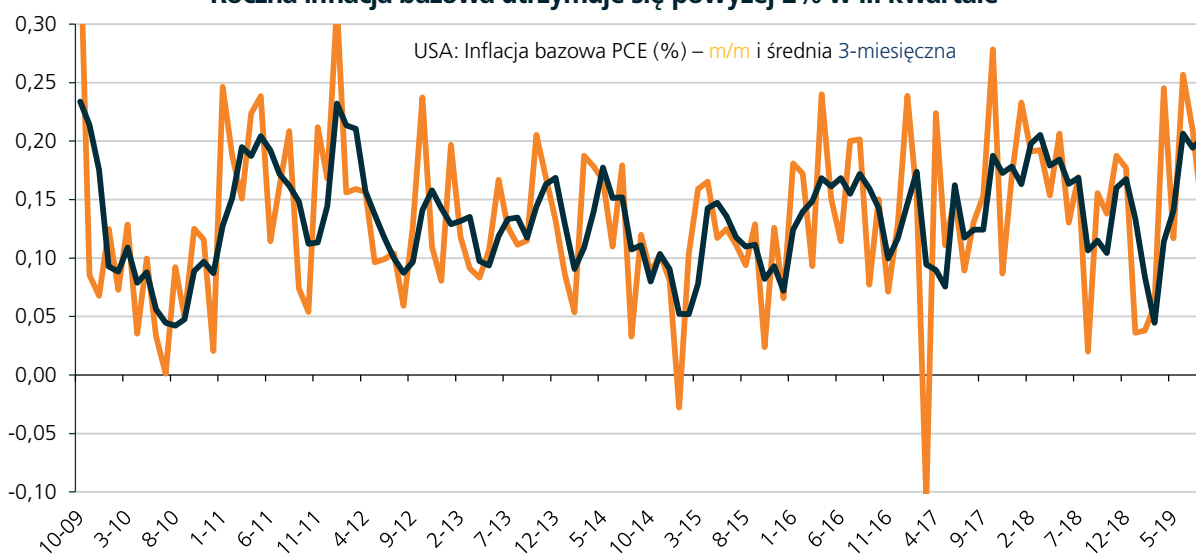
USA

Chociaż roczna inflacja bazowa pozostaje znacznie powyżej 2% i chociaż dane makroekonomiczne wskazują na dalszy dobry wzrost gospodarczy, Fed ponownie złagodził politykę pieniężną we wrześniu.

Według ostatecznych szacunków gospodarka USA wzrosła w drugim kwartale tego roku o dwa procent (q/q, annualizowanie), tj. o 1,1 p.b. wolniej niż w pierwszym kwartale. Na spowolnienie w porównaniu do pierwszego kwartału największy wpływ miały inwestycje, które z pozytywnego wkładu w wysokości 1,1 p.b. w pierwszym kwartale zmieniły się (o jedną dziesiątą punktu procentowego więcej) w ujemny wkład w drugim kwartale i eksport netto, który zamiast dodatniego wkładu wynoszącego 0,7 p.b. z pierwszego kwartału, stracił na takim samym poziomie w drugim kwartale. I odwrotnie, ale zgodnie z tym, co wskazują dane miesięczne, prywatna konsumpcja gospodarstw domowych osiągnęła dobre wyniki, z wkładem w wysokości 3,1 punktu procentowego (poprawiona korekta w górę), był to najwyższy wynik od końca 2017 r.

Dane opublikowane we wrześniu były. **Zamówienia dóbr trwałego użytku** z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego, które są wskaźnikiem zastępczym dla inwestycji stałych, ostatecznie uległy stagnacji w lipcu (tj. Po korekcie danych) i nieznacznie spadły w sierpniu (o 0,2%). Dlatego wydaje się, że inwestycje trwałe nie będą miały pozytywnego wpływu na wzrost w trzecim kwartale. Pozytywnie zaskakuje także **produkcja przemysłowa**: w czerwcu i lipcu uległa stagnacji, a w sierpniu wzrosła o 0,6%. W sektorze przetwórczym wyniki były również dobre: czerwiec + 0,6%, lipiec -0,4%, sierpień + 0,5%. Nie są to znakomite wyniki, ale biorąc pod uwagę, że to prezydent USA wymienia ciosy biznesowe z Chinami, należałoby oczekiwać, że odbije się to przede wszystkim na przemyśle amerykańskim. **Sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw potwierdziła w trzecim kwartale, że konsumpcja gospodarstw domowych w USA może wesprzeć wzrost w USA. Chociaż prawdą jest, że widzimy oznaki słabości w niektórych segmentach (np. Spada gotowość do wydawania długoterminowych artykułów gospodarstwa domowego), jednak ogólna sprzedaż jest nadal wysoka. Po wzroście o 1% m / m (skorygowany w dół) w lipcu, sprzedaż rosła również w sierpniu, w tempie 0,4%. To naprawdę doskonały wynik, ale **nie jest to zaskakujące, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji na rynku pracy**. Po silnym pierwszym i drugim kwartale, kiedy rynek pracy stworzył odpowiednio 496 i 455 tys. prywatnych miejsc pracy, dobry, choć nieco słabszy, rozwój trwa w trzecim kwartale - w lipcu i sierpniu stworzono łącznie 227 tys. miejsc pracy. **Oficjalna stopa bezrobocia osiągnęła w sierpniu 3,7%** (tj., tyle samo co w czerwcu i lipcu), jej alternatywna stopa obejmująca oprócz osób bezrobotnych, osoby pracujących mniej niż by chciały wyniosła 7,2%, wynik ten jest nieznacznie wyższy od najniższego (7%) z grudnia 2000. **Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych we wrześniu wyniosły średnio 220 tys. tygodniowo**, jest to najniższa ilość od końca lat sześćdziesiątych (okres, dla którego mamy dane). Dobra sytuacja na rynku pracy znajduje odzwierciedlenie w wynagrodzeniach: wynagrodzenie nominalne wzrosło w sierpniu o 3,2% r/r (płaca realna tylko o 1,2%). Stawka nominalna nieco powyżej 3 procent z pewnością nie jest chlubą, ale jest to maksimum po kryzysie (tj. przez ostatnie dziesięć lat).

Roczna inflacja bazowa utrzymuje się powyżej 2% w III kwartale



Źródło: bls.gov

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Inflacja bazowa PCE wzrosła w sierpniu o 0,1% i 0,6% w ciągu ostatnich 3 miesięcy, co oznacza, że jest wyższa niż 2% w ujęciu rocznym. Jednak FED nie wziął pod uwagę faktu, że dane makroekonomiczne są nadal dobre i ponownie obniżył stopy procentowe we wrześniu. Kluczowa stopa spadła zatem do przedziału 1,75–2%, co Fed uzasadnił, wskazując „implikacje obecnego rozwoju sytuacji globalnej dla krajowych perspektyw gospodarczych” i „słabą presję popytu krajowego”. Członkowie FOMC są jednak bardzo niejednorodni w ocenie sytuacji gospodarczej, a tym samym konieczności zmiany stawek w przyszłości: 5 członków uważa, że stawki nie powinny się zmienić nawet przed wrześniowym posiedzeniem, inni uważają, że przynajmniej jedna obniżka będzie potrzebna w przyszłości. Spośród członków FOMC uprawnionych do głosowania na wrześniowym posiedzeniu dwóch wolało utrzymać stopy bez zmian, a 1 (James Bullard) wolał obniżyć stawki o 50 punktów bazowych. (do 1,5-1,75%).

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka rozwijała się szybko w drugim kwartale, ale dane miesięczne pokazują, że w trzecim dzięki przemysłowi wynik się nie powtórzy. W związku z rozwojem sytuacji za granicą bank centralny poszedł w gołębiym kierunku.

Polska gospodarka wzrosła w drugim kwartale o 0,8% q/q, osiągając 4,5% w ujęciu rocznym. Według polskiego Urzędu Statystycznego gospodarkę krajową wspierał głównie popyt wewnętrzny, zarówno ze strony gospodarstw domowych (4,4% r/r), jak i firm (9% r/r to spowolnienie w porównaniu do 12,6% r/r w 1Q19, ale co inne kraje dałyby za takie spowolnienie). Wkład eksportu netto był neutralny, co jest również sukcesem w świecie danych z Niemiec.

Dane miesięczne wskazują jednak na spowolnienie wzrostu. Produkcja przemysłowa zwolniła w sierpniu: tempo wzrostu skorygowanego o sezonowość wniosło 1,6% r/r, jest to wynik najniższy od października 2016. Spadek produkcji samochodów (o ponad 7% r/r po skorygowaniu o inną liczbę dni roboczych) miał znaczący negatywny wpływ na ten wynik. Do tej pory polski przemysł borykał się z niemieckim spowolnieniem, ale w sierpniu prawdopodobnie zaczął zastanawiać się nad niemiecką rzeczywistością. Biorąc pod uwagę rozwój indeksu menedżerów zakupów, który, który w trzecim kwartale osiągnął średnio 48 punktów (przez prawie rok znajduje się poniżej 50 punktów, które zwykle oddzielają ekspansję od kurczenia się), więc można by oczekiwać słabszego wyniku. We wrześniu wartość PMI wyniosła 47,8 i jest tylko nieznacznie wyższa wartość od najniższej z lipca (47,4), więc ostatni kwartał tego roku w sektorze przemysłowym nie będzie bardzo dobry.

Sprzedaż detaliczna również osiągnęła dobry wynik również w połowie trzeciego kwartału. W sierpniu wzrosła o 4,4% r/r, jest to wolniejszy wzrost niż w poprzednich miesiącach, ale nadal to bardzo dobry wynik. Nie jest to jednak zaskakujące - fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych są, podobnie jak w poprzednich miesiącach, bardzo dobre. **Płace rosną bardzo dobrze** (w lipcu płaca nominalna +7,4% r/r, w sierpniu prawie o 7%) a sytuacja na rynku pracy jest również bardzo dobra. Sezonowo skorygowana **stopa bezrobocia** w sierpniu spadła do historycznego minimum (5,4%), bez korekty sezonowej nawet spadła do nowego historycznego minimum 5,2%. W przyszłym roku popytowi pomoże wzrost płacy minimalnej (o 15%) ogłoszony przez Partię Prawa i Sprawiedliwości w pierwszej połowie września (dalszy wzrost płacy minimalnej o 15% w 2021 r. i o 10% rocznie w latach 2022-2024.).

Fakt, że w tym przypadku płaca minimalna byłaby w zasięgu 60% przeciętnego wynagrodzenia (czyli znacznie więcej niż gdzie indziej) powinien mieć wpływ na inflację oprócz sektora inwestycji. W sierpniu, według ostatecznych danych, inflacja utrzymał się na poziomie z lipca 2,9%, a inflacja bazowa wyniosła 2,2%. Według pierwszych danych za wrzesień inflacja zasadnicza spadła we wrześniu o 0,3 pp. do 2,6%, ale większość tego spadku była spowodowana cenami żywności i inflacją bazową, dlatego najprawdopodobniej pozostała powyżej 2%. W przyszłym roku tylko wzrost płac minimalnych zwiększy inflację o 0,2-0,3 p.p. w ujęciu rocznym.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na posiedzeniu w październiku pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Jednak, podobnie jak w innych krajach, sytuacja banku centralnego zmieniła się w wyraźnie gołębią. Bank centralny nadal uważa, że gospodarka krajowa jest silna (wzrost płac, transfery socjalne), ale otoczenie zewnętrzne jest znacznie słabsze niż kilka miesięcy temu. Na razie, zdaniem prezesa NBP, nie ma wystarczających powodów do obniżenia stóp, ale zwrot w retoryce jest oczywisty.

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Globalne rynki akcji osiągnęły bardzo dobre zyski w ujęciu miesięcznym. Pomimo słabszych danych makroekonomicznych przeważyły łagodne kroki banków centralnych w USA i Europie. Obniżenie podstawowych stóp procentowych przez banki centralne Fed i EBC docenili inwestorzy poprzez zwiększone zapotrzebowanie na akcje, przy czym niewiele uwagi poświęcono toczącym się strzelaninom w wojnach handlowych USA-Chiny. W ciągu miesiąca przesunęły się dwie podstawowe subskrypcje. Pierwsze odroczenie wejścia na giełdę dotyczyło spółki świadczącej usługi wynajmu biur, We Work, który ani w jednym roku swojego istnienia nie zanotował zysku. Drugim bardziej interesującym była saudyjsko-arabska firma Aramco, która ma potencjał, aby stać się najcenniejszą firmą na świecie. Jednak ataki rakietowe bezałogowych dronów na rafinerie opóźniły oczekiwane wejście na giełdę. Akcje w USA (S&P 500) wzrosły o 1,7% miesiąc do miesiąca, akcje w Europie (DJ Stoxx 600) wzrosły o 3,6%.

MSCI WORLD INDEX



Źródło: Bloomberg

Rynki akcji w Europie Środkowej zakończyły wrzesień umiarkowanymi zyskami. Jednak większość akcji bankowych zakończyła miesiąc wynikiem ujemnym. W Czechach rozbrzmiewały pogłoski o utworzeniu Państwowego Funduszu Rozwoju i słabnącej gospodarce niemieckiej. W Polsce pojawiły się poważniejsze problemy, takie jak orzeczenie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w sprawie odszkodowań dla posiadaczy kredytów hipotecznych denominowanych we frankach szwajcarskich, zwrot opłat związanych z wcześniejszym rozwiązaniem pożyczek konsumenckich lub sprzedaż polskiego mBanku jego spółce dominującej Commerzbank. Słoweński Bank Nova Ljubljanska banka złożył najwyższą niewiążącą ofertę zakupu większościowego pakietu akcji serbskiemu bankowi Komercijalna banka. Firmy handlowe i naftowe radziły sobie jednak bardzo dobrze. Z powodu ataków rakietowych na niektóre z największych rafinerii na świecie producentom ropy naftowej, takim jak OMV i Petrom, udało się podnieść ceny ropy naftowej. Polski indeks trzydziestu największych spółek giełdowych WIG30 wzrósł o 0,9% miesiąc do miesiąca, czeski indeks PX o 0,4%, węgierski indeks BUX o 2%, rumuński indeks BET o 3,7% i słoweński SBITOP zakończył miesiąc bez zmian.

Akcje na rynkach wschodzących po dwóch złych miesiącach wreszcie zyskiwały. We wrześniu indeks Emerging Markets USD zyskał solidnie 1,69%. Nie było dominującej przyczyny tego wzrostu, a giełdy w naturalny sposób wracały do siebie po poprzednich stratach. Rynek mogło pomóc uspokojenie sytuacji związanej z wojną handlową, ale jest to tylko teoretyczny powód, ponieważ nieregularny i poważny charakter tej kwestii pozostaje praktycznie niezmienny. Z perspektywy rynkowej sytuacja w Hongkongu przynajmniej chwilowo się uspokoiła, gdzie pomimo utrzymujących się niepokojów społecznych akcje w dolarach amerykańskich zyskały 1,46%. Dobrze wypadły również akcje indyjskie, które umocniły się o 4,82% w ujęciu miesięcznym. Najlepszy wynikiem może pochwalić się rynek turecki, który wzrósł o 12,58%. Turcja próbuje także wyjść z kryzysu walutowego, który dotknął ten kraj za sprawą autorytarnego stylu przywództwa prezydenta Erdogana.

RYNKI OBLIGACJI

USA I UGW

Po stosunkowo burzliwym sierpniu, kiedy banki centralne, w szczególności EBC, przeżyły spadek rentowności - historyczny w Niemczech, minimalny w USA od kilku lat – sytuacja na rynku obligacji we wrześniu była również interesująca. W pierwszej połowie miesiąca, a dokładniej do posiedzenia EBC 12 września, rentowności wzrosły – dziesięcioletnie w USA osiągnęły 1,9%, a dziesięcioletnie niemieckie -0,45%. Jednak po posiedzeniu EBC, które przyniosło dość znaczne złagodzenie polityki pieniężnej, zaczęły ponownie spadać, a później tendencję tę wspierały dalsze obniżki stóp procentowych przez bank centralny USA. Rentowności nie osiągnęły minimów sierpniowych, ale spadły znacznie niżej niż w połowie września - rentowność dziesięcioletnia w USA wyniosła na koniec września 1,65% (tj. około 15 p.b. powyżej poziomu z końca sierpnia), niemiecka rentowność dziesięcioletnia do -0,60%, co stanowiło 13 p.b. powyżej końca poprzedniego miesiąca.

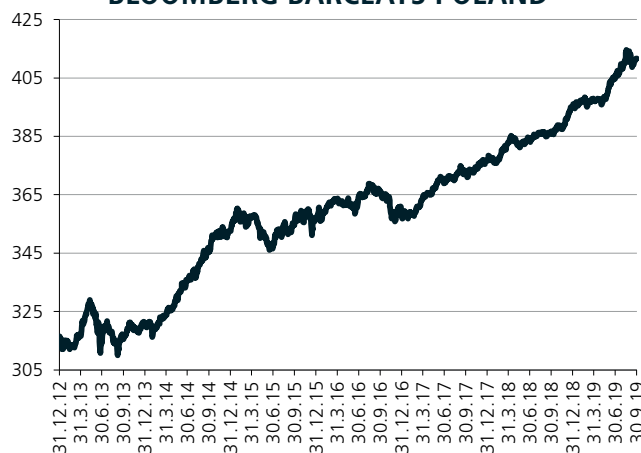
OBLIGACJE KORPORACYJNE

Rynek kredytowy był stosunkowo spokojny we wrześniu. Wsparciu dla inwestycji korporacyjnych i obligacji o charakterze spekulacyjnym sprzyjały korzystne zmiany w innych segmentach ryzyka na globalnych rynkach finansowych, podczas gdy wysoka aktywność na rynku pierwotnym i ponadprzeciętne nowe zadłużenie korporacyjne nie pozwoliło obniżyć marż kredytowych. I odwrotnie, średnie marże kredytowe nieznacznie wzrosły w ujęciu miesięcznym – w przypadku indeksu EUR iBoxx Corporate IG o 4 pkt. do 83 punktów, natomiast indeks stopnia spekulacyjnego o 17 pkt. do 320 punktów. Jeśli chodzi o rynek swapów ryzyka kredytowego (CDS), widoczna była stabilność w segmentach ratingowych - iTraxx Europe (segment IG) i iTraxx Crossover (segment HY), mierzące średnią marżę kredytową, wzrósł o 18 pkt. do 271 punktów.

POLSKO

W przypadku polskich obligacji, sytuacja rozwijała się w sierpniu podobnie jak w Niemczech i Czechach. Rentowności długoterminowe wzrosły o około 0,4 p.p. od połowy sierpnia do połowy września do prawie 2,2%, ale ponownie spadły poniżej 2% po posiedzeniu EBC pod końca miesiąca. Na krótkim końcu rentowności spadły tylko minimalnie (o 5 punktów procentowych do 1,5%) między końcem sierpnia a końcem września. Krajowy rynek obligacji nie zareagował na wydarzenia krajowe, co jest zrozumiałe - słabszy przemysł i spowolnienie wzrostu z jednej strony, a relatywnie wysoka inflacja krajowa z drugiej, równoważą się wzajemnie w zakresie implikacji polityki pieniężnej. Chociaż bank centralny posunął się w gołębiym kierunku, ale nie na tyle, aby pozwolić na złagodzenie polityki pieniężnej na horyzoncie.

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

WALUTY

We wrześniu dolar nieznacznie umocnił się wobec euro, z wartości powyżej 1,10 osiągnął 1,09. Powody były takie same jak w sierpniu: (1) lepsze opublikowane dane makroekonomiczne z USA w porównaniu do UGW, (2) zagrożenie recesją w największej gospodarce Europy (Niemcy), która wydaje się spadać, oraz (4) szybko zbliżający się termin Brexitu (koniec października) i rosnące ryzyko niekontrolowanego wyjścia z UE.

W przypadku polskiego złotego rozwój był znacznie bardziej niestabilny. Złoty umocnił się z nieco poniżej 4,40 do 4,32 w pierwszej połowie miesiąca, ale ponownie osłabł do 4,39 w drugiej połowie. Powodem rozwoju w pierwszej połowie miesiąca był EBC, w drugiej spekulacje rynkowe, że polski bank centralny ostatecznie obniży stopy procentowe.

ROPA

Ropa (Brent) we wrześniu podskoczyła do 70 dolarów za baryłkę, w związku z atakiem na rafinerie naftowe w Arabii Saudyjskiej. W pozostałej części miesiąca, kiedy stało się jasne, że nie ma eskalacji konfliktu w regionie i że Arabia Saudyjska będzie w stanie stosunkowo szybko wrócić do poziomu produkcji sprzed ataków, szybko się uspokoiła, a cena ropy wróciła do 60 USD za baryłkę.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska inflacja pozostaje wysoka, a polska gospodarka nadal kwitnie, ale łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro i gołębia zmiana polskiego banku centralnego we wrześniu nie dają podstaw, by sądzić, że rentowności powinny wzrosnąć w nadchodzących miesiącach. Naszym podstawowym scenariuszem jest oscylacja wokół bieżących wartości, ale w przypadku ruchu jest to ruch w dół. Nie widzimy dobrych powodów do wzrostu.

WALUTY

Kurs euro w stosunku do dolara rozwija się zgodnie ze scenariuszem ryzyka, który opisaliśmy, tzn. jeśli kurs przekroczy zakres 1,12–1,14, najprawdopodobniej następnie obniży się. Naszym zdaniem jest teraz miejsce na dalsze umocnienie dolara - łagodzenie polityki pieniężnej EBC może być bardzo agresywne, niemiecka gospodarka prawdopodobnie znajduje się w recesji. przedstawiciele FEDu, zgodnie z protokołem z ostatniego posiedzenia, nie opowiadają się automatycznie za dalszymi obniżkami stóp, dane makroekonomiczne w USA są zaskakująco dobre.

W przypadku polskiego złotego oczekujemy umocnienia, nawet bez obietnicy zacieśnienia polityki monetarnej, które stały się nierealne w dającej się przewidzieć przyszłości po ostatnim posiedzeniu RPP. Jednak obecna różnica stóp procentowych i dobra sytuacja makroekonomiczna powinny przekonać rynki, że obecne wartości nieco poniżej 4,40 są zbyt słabe. W kolejnych dwóch kwartałach spodziewamy się powrotu do poziomów 4,20-4,25.

RYNEK AKCYJNY

Zdecydowana większość rynków akcji odnotowała we wrześniu dodatnie zyski pomimo słabszych danych ekonomicznych. Dla przyszłego rozwoju rynków akcji konieczne będzie uważne monitorowanie wyników poszczególnych gospodarek i retoryka wiodących banków centralnych, które będą główną siłą napędową rynków giełdowych w nadchodzącym okresie. Ponadto inwestor będzie musiał śledzić zmiany dotyczące wojen handlowych, które mogą rozprzestrzenić się na kontynent europejski. Jesteśmy **ostrożnie pozytywnie nastawieni do rynków akcyjnych**. 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. Zbliżające się wybory prezydenckie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego lub luźna polityka pieniężna banku centralnego mogą być nieco 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 handlowe, 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 procentowymi.

Pozytywnie odbieramy wiele akcji regionu środkowoeuropejskiego. Największy potencjał widzimy obecnie w słoweńskich i niektórych czeskich akcjach. Z akcji na rynku czeskim pozytywnie patrzymy na akcje producenta wyrobów tytoniowych Philip Morris Czech, akcje AVAST i szybko rozwijającego się właściciela stacji telewizyjnej Nova, grupy medialnej CETV. Wprowadzenie podatku bankowego, o którym spekulowano w ostatnich miesiącach, może stanowić ryzyko dla tytułów bankowych. Ten sam problem podatków sektorowych może również dotknąć ubezpieczycieli lub telekomunikację. Z segmentu START, części praskiej giełdy, jesteśmy pozytywnie nastawieni do akcji producenta ciągów do drukarek 3D Fillamentum, producenta obuwia Prabos, a także producenta bezpilotowego samolotu Primoco. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki obuwniczej CCC, spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, banków Pekao i Alior czy producent odzieży Vistula. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do konglomeratu medycznego MedLife 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.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

- Infolinia: +48 222 089 949
- E-mail: fundusze@conseq.pl
- Strona internetowa: www.conseq.pl