



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	-6,94 %	USA	-0,48 %	USD/EUR	-2,52 %	Ropa Brent	-8,76 %
Europa – DJ Stoxx 600	-5,63 %	Europa	-0,04 %	CZK/USD	3,23 %	Gaz	8,41 %
Japonia – Nikkei 225	-9,12 %	CZ	0,30 %	CZK/EUR	0,64 %	Fotowoltaika	-8,17 %
MSCI Emer. Markets	-8,78 %	Polska	0,39 %	PLN/EUR	1,44 %	Złoto	1,97 %
CZ – PX	-3,20 %	Węgry	0,03 %	HUF/EUR	0,41 %	Srebro	-2,92 %
Polska – WIG30	-6,21 %	Turcja*	4,72 %	TRY/EUR	-10,07 %	Miedź	-4,06 %
Węgry – BUX	-0,04 %	* BofA Merrill Lynch index					

WRZESIEŃ W PIGUŁCE

Główne wydarzenia na świecie

- Światowe rynki akcji odczuły negatywny nastrój w październiku, a najszerzy globalny indeks akcji MSCI All Country World stracił 7,6%. Przyczyn tego spadku jest kilka. Po pierwsze dynamika światowej gospodarki spowalnia, co jest widoczne już od początku tego roku i potwierdzają to dane o PKB za trzeci kwartał ze strefy euro czy Chin.
- Drugą przyczyną spadku akcji jest polityka amerykańskiego banku centralnego, FED stale podnosi stopy procentowe, zmniejszając wielkość swojego bilansu rozrośniętego dzięki polityce luzowania ilościowego w (po)kryzysowych latach. Wynikiem tego jest silniejszy dolar w stosunku do praktycznie wszystkich walut i ogólne zaostrzenie warunków monetarnych w USD.
- Trzecim powodem jest trwająca i eskalująca wojna handlowa między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Według szacunków ekonomistów nie miałyby ona jednak większego wpływu na globalny wzrost PKB, ale istnieje ryzyko dalszego pogłębienia się negatywnego trendu i osłabienia dynamiki handlu międzynarodowego.
- Ponadto, biorąc pod uwagę inne negatywne czynniki lokalne, takie jak Brexit, włoski budżet czy turecki kryzys, nie jest zaskakujące, że światowe rynki akcji nie doświadczają najkorzystniejszego czasu.

Sytuacja na rynkach finansowych

- Dolar amerykański w środowisku zwiększonej awersji do ryzyka, jako kluczowy „bezpieczny port”, wyraźnie umocnił się. Indeks DXY, który mierzy wydajność dolara względem głównych światowych walut, umocnił się o 2,1 %. Od początku roku indeks ten zyskał już 5,4 %. W stosunku do euro dolar w październiku zyskał 2,5 % i osiągnął poziom 1,131 dolara za euro.
- Korona czeska w środowisku zwiększonej awersji do ryzyka traciła. W stosunku do euro osłabła o 0,8 % do poziomu 25,92 CZK/EUR a w stosunku do dolara o wyraźne 4,3 % do poziomu 22,90 CZK/USD.
- Dla globalnych rynków akcyjnych październik był miesiącem negatywnym. Indeks MSCI All Country World zanotował stratę 7,6 % (w dolarach).
- Z perspektywy regionalnej lepsze stopy zwrotu notowały giełdy rynków rozwiniętych (MSCI World -7,4 %) niż giełdy rynków rozwijających się (MSCI Emerging Markets -8,8 %). Przy czym rynki rozwijające się od początku roku notują stratę -18%.
- W poszczególnych krajach zysk zanotowały tylko akcje w Brazylii (Bovespa +10,2 %) za sprawą oczekiwań, że nowym prezydentem zostanie skrajnie prawicowy kandydat Jair Bolsonaro. Tak też się stało w drugiej turze wyborów. Nieznaczny zysk zanotowały jeszcze akcje rumuńskie (BET +1,3 %). Największą 10% stratę zanotowały akcje chińskie, na które wpłynął słaby wzrost PKB w trzecim kwartale na poziomie 6,5 %.
- Indeks praskiej giełdy PX stracił 3,2 %, a miesiąc zakończył na poziomie 1067 punktów.
- Polskie obligacje skarbowe wciąż nieznacznie umacniały się, tym razem o 0,4 %, węgierskie obligacje rządowe pozostały na wartościach z września. Tureckie obligacje rządowe kontynuowały stopniowe wychodzenie z kryzysu, w październiku zyskały średnio 4,6 %. Od początku roku jednak indeks tureckich obligacji jest wyraźnie na minusie -8,4 %.
- Obligacje korporacyjne w środowisku o zwiększonej awersji do ryzyka nie radziły sobie. Indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego stracił 0,2 %, natomiast indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro stracił 1,2 %.
- Cena ropy Brent spadła o 8,8 % do poziomu 75 dolarów za baryłkę.

**WRZESIEŃ W PIGUŁCE****Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?**

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w październiku po znacznym spadku nieznacznie zwiększyliśmy udział składnika akcji zwiększając ilość pozycji na rozwijających się rynkach akcyjnych. Ze względu na indeksy porównawcze (benchmark) krok ten oznacza przesunięcie z nieznacznej niedowagi w akcjach do alokacji neutralnej.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w porównaniu z benchmarkiem mamy neutralną wagę w akcjach, niedowagę w obligacjach i odwrotnie przeważenie w inwestycjach alternatywnych i gotówce.
- W ramach części akcyjnej nadal preferujemy rynki rozwijające się (emerging markets) niż rynki rozwinięte (developed markets) głównie z powodu bardziej korzystnych wycen oraz znacznie wyższego tempa wzrostu gospodarczego.

Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Nasze oczekiwania na pozostałą część 2018 roku i na rok 2019 są w naszym podstawowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Wciąż trwa solidne tempo wzrostu światowej gospodarki. Od początku roku obserwowane jest lekkie spowolnienie, swoje maksimum gospodarka osiągnęła pod koniec 2017 roku. Prawdopodobnie niewielkie spowolnienie trwać będzie przez kolejne dwa lata.
- Na ten moment nie oczekujemy globalnej recesji, jednak prognozuje się trend zniżkowy. Aktualny konsensus na przyszły rok liczy się ze wzrostem gospodarczym na poziomie 3%. Głównymi siłami napędzającymi ten wzrost będą wciąż azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.
- Trend inflacyjny na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. W krajach rozwiniętych inflacja powinna oscylować wokół 2% czyli zgodnie z celami banków centralnych.
- Amerykański bank centralny FED prawdopodobnie będzie kontynuował stopniowy wzrost stóp procentowych, które z historycznego punktu widzenia są nadal bardzo niskie. Europejski Bank Centralny wciąż utrzymuje zerowe stopy procentowe i zgodnie z wrześniowym oświadczeniem najprawdopodobniej z końcem roku zakończy program skupu obligacji tzw. luzowania ilościowego (ang. quantitative easing). Nadal wydaje się, że strefa euro pozostanie co najmniej rok bez podnoszenia stóp.
- Jeśli chodzi o globalną sytuację na rynkach akcji, uważamy, że po spadkach w październiku, szczególnie wschodzące rynki akcji mają bardzo interesujący potencjał zysku w nadchodzącym okresie. Ten pogląd opiera się głównie na bardziej atrakcyjnych wycenach. Jednak dynamika światowej gospodarki prawdopodobnie nieco spadnie w ciągu najbliższych dwóch lat, więc mamy neutralną opinię na temat globalnych akcji.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne inwestycyjnego i nieinwestycyjnego stopnia uważamy, że po znaczącym wzroście cen w poprzednich latach, w tym w 2017 r., najlepszy okres mają już prawdopodobnie za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych – marże kredytowe, są nadal blisko historycznego minimum.
- W każdym przypadku musimy nadal liczyć się ze zwiększoną krótkoterminową zmiennością lub wahaniami cen rynkowych wszystkich ryzykownych aktywów na czele z akcjami.
- Głównymi zagrożeniami wynikającymi z naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza oczekiwanego rozwoju globalnych rynków finansowych w 2018 i 2019 roku są 1) poważne zaostrenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami, 2) sytuacja polityczna we Włoszech - stosunek nowego rządu do strefy euro i polityki fiskalnej, 3) szybsze niż oczekiwano spowolnienie chińskiej gospodarki, 4) ryzyko recesji gospodarczej w Turcji w przyszłym roku w związku z kryzysem walutowym, 5) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki z cyklicznego szczytu, który został osiągnięty pod koniec ubiegłego roku.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka w trzecim kwartale spowolniła bardziej niż oczekiwano, a wyprzedzające wskaźniki pokazują, że koniec roku może być jeszcze słabszy. Jednak na razie nie przeszkadza to EBC.

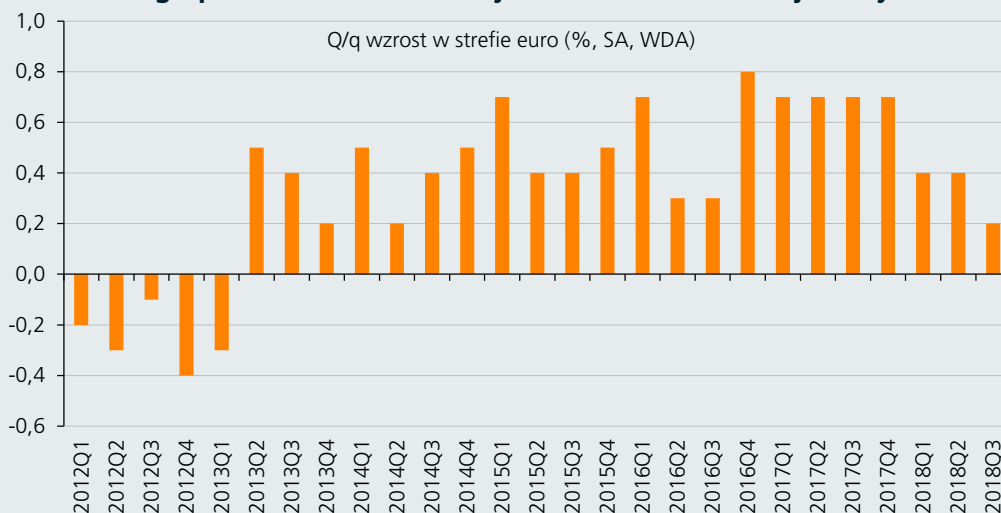
Pierwsze dane o wzroście gospodarczym w trzecim kwartale były bardzo słabe – zamiast oczekiwanego przez analityków wzrostu na poziomie 0,4% q/q, w strefie euro osiągnięto tylko 0,2% q/q. Jedyną gospodarką, w której wzrost w stosunku do poprzedniego kwartału przyspieszył była Francja (0,4% q/q). W Hiszpanii wzrost pozostał na tym samym poziomie (0,6% q/q), we Włoszech wciąż tempo spadało, w trzecim kwartale tempo gospodarki w ogóle nie rośnie (w 2Q18 +0,2% q/q). Niemcy jeszcze nie opublikowały swoich danych, ale ze wzrostu w całej strefie euro można wywnioskować, że ich wzrost musiał być wyraźnie słabszy niż 0,5% q/q osiągnięte w drugim kwartale. Struktura wzrostu również nie została jeszcze opublikowana, wyjątkiem jest Francja. Jednak nie jest ona reprezentatywnym przykładem, gdyż jak wyżej była ona jedyną gospodarką której tempo wzrostu gospodarczego przyspieszyło. W każdym razie w 3Q18 inwestycje rosły tak samo jak w 2Q18, tzn. w tempie 0,8% q/q, wkład eksportu netto ro wzrostu był mały, ale w odróżnieniu od 2Q18 był dodatni (0,2 p.b.) a wzrost popytu domowego przyspieszył (z -0,1% q/q do +0,5% q/q).

Te ostatnie dane nie zaskakują: francuska sprzedaż detaliczna w 3Q18 była jedyną w ramach wielkich gospodarek strefy euro, która rosła. Wrześniowe wyniki sprzedaży detalicznej (Hiszpania -0,6% m/m, Niemcy i Francja +0,1% m/m) oznaczają, że francuska sprzedaż zyskała w 3Q18 1% q/q, a hiszpańska i niemiecka zanotowała spadek o 1 procent. W ujęciu rocznym wygląda to następująco – Niemcy +0,3% r/r, Francja +2,3% i Hiszpania -1,5% r/r. Włochy na razie nie opublikowały swoich danych ze względu na stagnację PKB, ale żadnych wielkich wyników nie osiągnęli.

Produkcja przemysłowa wciąż jest słaba. W strefie euro w sierpniu wzrosła o 1 procent m/m, jednak nie zrekompensowała to poprzednich strat zanotowanych w czerwcu i w lipcu (po -0,7% m/m w każdym miesiącu). Niemiecki przemysł jest wciąż najgorszy w strefie euro – niemiecka produkcja w tym roku rosła tylko w ciągu dwóch miesięcy, w sierpniu po dwóch miesiącach spadków nastąpiła stagnacja, także nie dziwi, że w ujęciu rocznym jest o pół procenta niższa (i tylko o 7% wyższy niż przed trzema laty). W pozostałych dużych gospodarkach przemysł w 3Q18 rósł, najwięcej, o prawie 2% r/r, we Francji.

Wskaźniki wyprzedzające nie pokazują, żeby obecna utrata dynamiki miała zmienić się na lepsze. Europejski indeks PMI w sektorze produkcyjnym spadł w październiku do najniższej wartości od 26 miesięcy (do poziomu 52 punktów), a, co gorsze, wydaje się, żeby ta słabość rozszerza się również na usługi – według wstępnych danych PMI w usługach spadł w październiku do dwuletniego minimum (53,3 punktu) a optymizm w tym sektorze jest na najniższym poziomie od końca 2014 roku. Innymi słowy, wzrost w 4Q18 oczywiście nie będzie lepszy niż w kwartale trzecim, naszym zdaniem będzie mniejszy. Jedynym miękkim wskaźnikiem, który polepszył się w październiku było zaufanie konsumentów (-2,7 punktu). Jednak, jak widać w ostatnich latach, został on całkowicie odłączony od rozwoju kluczowych twardych kategorii, takich jak sprzedaż detaliczna.

Wzrost gospodarki w strefie euro był w trzecim kwartale najsłabszy od 4 lat



Źródło: Eurostat



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Inflacja według pierwszych danych w październiku przyspieszyła do najwyższego poziomu (2,2%) od grudnia 2012, ale wynik ten osiągnięto za sprawą wzrostu cen energii. Inflacja bazowa pozostała niezmienną na poziomie 1,1%, co oznacza, że już ponad rok oscyluje w przedziale 0,8 - 1,1% (a od marca 2013 nie była powyżej 1,2%).

EBC wciąż twierdzi, że nic się nie stało. Na swym posiedzeniu pod koniec października Mario Draghi powiedział, że widzi słabszą dynamikę wzrostu, jednak o dramacie nie można jeszcze mówić. Stwierdził również, że wraz ze wzrostem płać zwiększa się wykorzystanie zasobów a rynek pracy ulega dalszej poprawie, nie ma powodu, aby wątpić, że inflacja stopniowo osiągnie swój cel. Problem w tym, że powtarza to już od dwóch lat, a twarde dane (inflacja, PKB) nie są wsparciem dla jego optymizmu.

USA

Gospodarka wciąż radzi sobie dobrze, rośnie w tempie ponad 3% rocznie. Inflacja utrzymuje się w okolicach celu Fedu, który kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki.

Po silnym drugim kwartale, amerykańska gospodarka w trzecim kwartale radziła sobie tylko nieznacznie gorzej. Annualizowany kwartalny wzrost w stosunku do 4,2% w 2Q18, osiągnął w trzecim kwartale wynik 3,5%, był to wynik, oczywiście poprzedniego kwartału, najszybszej ekspansji w ostatnich 4 latach. Jest to zupełnie odwrotny rozwój sytuacji niż w strefie euro. Z perspektywy głównej siły napędowej wzrostu w stosunku do drugiego kwartału nic się nie zmieniło – wydatki konsumenckie zyskały 2,7 p.b. (w 2Q18 2,6 p.b.) i pozostały głównym motorem wzrostu. Zapasy po ujemnym wkładzie w 2Q18 teraz zyskały ponad 2 p.b. Odwrotnie sytuacja wygląda w przypadku wkładu eksportu netto, który w 2Q18 był nadspodziewanie pozytywny (1,2 p.b.), w trzecim kwartale wrócił do normalnego poziomu (-1,8 p.b.).

Dane miesięczne opublikowane w październiku były dobre, jednak ze względu na to, że mamy do dyspozycji dane dotyczące wzrostu całej gospodarki w 3 kwartale, były one mniej ciekawe niż zazwyczaj. **Produkcja przemysłowa** we wrześniu zyskała 0,3% m/m, w trzecim kwartale zyskała zaskakująco silny jeden procent. Sektor wytwórczy pracował podobnie jak w sierpniu – w obu miesiącach wzrósł o ćwierć procenta w ujęciu miesięcznym, w całym poprzednim kwartale wzrósł o 0,8%. Ze względu na kurs dolara jest to całkiem zaskakujący, lecz pozytywny wynik.

Zamówienia dóbr trwałych (bez samolotów i sprzętu wojskowego) traciły drugi miesiąc z rzędu, tak jak w sierpniu, we wrześniu były nisko, -0,2% i -0,1% m/m. Jest to jednak zasadnicze spowolnienie w stosunku do poprzednich mocnych 4 miesięcy – od kwietnia do lipca zamówienia w sumie wzrosły o 5 procent. Możliwe, że to spowolnienie, które potwierdził również wkład stałych inwestycji w danych o wzroście PKB w 3Q18 (-0,04 p.b., pierwszy ujemny wkład od pierwszego kwartału 2015), ma związek z eskalacją napięcia w światowym handlu, szczególnie z zagrożeniem związanym z eskalacją wojny handlowej między Chinami i USA.

Sprzedż detaliczna (z wyłączeniem samochodów i paliwa) wciąż notuje dobre wyniki, pod koniec trzeciego kwartału zyskała 0,4% m/m a za cały trzeci kwartał 1,2%. Silny wkład popytu krajowego do wzrostu PKB jest odzwierciedleniem tych danych. Wzrost płać pozostaje z perspektywy historycznej relatywnie mały, ale we wrześniu przyspieszył do najwyższej wartości (3,1% r/r) od kwietnia 2009.

Rynek pracy wypada wciąż bardzo dobrze. W październiku powstało 246 tys. miejsc pracy, w ciągu ostatnich trzech miesięcy (październik - sierpień) w sektorze prywatnym powstało w sumie 634 tys. miejsc pracy. **Oficjalna stopa bezrobocia** w październiku wyniosła 3,7%, jest to najniższy wynik od grudnia 1969, jej alternatywna stopa bezrobocia U6 (obejmująca oficjalnie bezrobotnych, pracowników powiązanych z rynkiem pracy jedynie częściowo, pracowników zniechęconych do szukania pracy czy pracowników pracujących jedynie w niepełnym wymiarze godzin, ale chcących i mogących pracować więcej) pozostała na najniższym poziomie (7,4%) od kwietnia 2001 (7,4%). **Ilość wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest najniższa, od co najmniej 1970 roku (okres, dla którego mamy dostępne dane). Jedynym nieco negatywnym czynnikiem na rynku pracy jest to, że **nie wzrasta wskaźnik uczestnictwa**, który pozostaje poniżej 63%, (w październiku 62,9%).



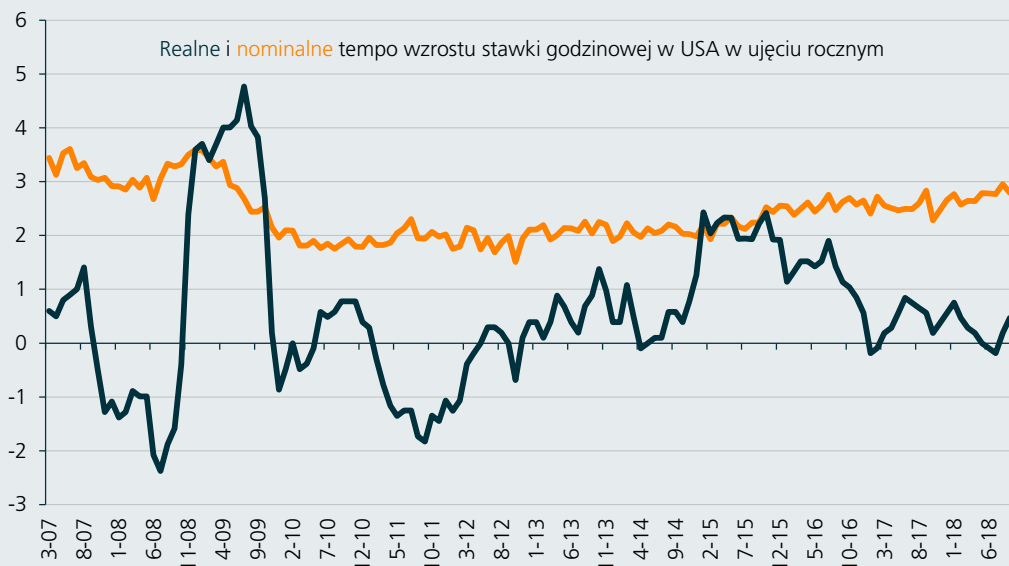
GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Inflacja bazowa PCE we wrześniu w ujęciu rocznym pozostała piątą raz z rzędu na poziomie 2 procent, jednak jej miesięczna dynamika wyraźnie spowolniła – we wrześniu m/m wzrost osiągnął 0,2%, w ostatnich trzech miesiącach średnio tylko 0,12% m/m, jest to najniższy wynik od ponad roku. Popiera to pogląd FED-u, że pod względem stabilności cen rzeczy są pod kontrolą, a zaostrzenie polityki pieniężnej nie jest konieczne.

FED w październiku nie obradował. We wrześniu ponownie zwiększył stopy procentowe (kluczowa stopa osiągnęła przedział 2-2,25%), a z zapisu zniknęło określenie, że polityka pieniężna jest „akomodacyjna”. Można z tego wywnioskować, że dalsze podwyżki stóp będą prawdopodobnie stopniowe, zwłaszcza, jeżeli potwierdzi się spowolnienie inflacji, które wskazują miesięczne dane o inflacji.

Wzrost płac z perspektywy historycznej jest wciąż słaby, we wrześniu jednak przyspieszył do najwyższego tempa od 9 ½ lat



Źródło: BLS.gov, szeregi czasowe numer CES0500000003, CES0500000013

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka wciąż rośnie bardzo dobrze, ale podobnie jak w innych krajach regionu i tutaj widać oznaki spowolnienia. W połączeniu z inflacją powinien utrzymać się przez dłuższy czas spokój w banku centralnym.

Nowe dane o wzroście PKB nie zostały dotąd opublikowane, z danych miesięcznych, które opublikowano w październiku wynika, że gospodarka wciąż solidnie rośnie, jednak nie jest to tempo z pierwszego półrocza (gdy wzrastała w tempie ponad jednego procenta q/q).

Produkcja przemysłowa spowolniła podobnie jak w innych gospodarkach w regionie. W ujęciu rocznym tempo wzrostu spowolniło we wrześniu do 5,4%, jest to jednak wynik nieznacznie gorszy od średniego wzrostu w ostatnich 12 miesiącach (7% r/r). Spadek dynamiki wzrostu nastąpił zgodnie ze spadkiem indeksu PMI. Ten w sierpniu spadł do 51,4 punktu, następnie do 50,5, jest to najniższy poziom wśród trzech krajów regionu (Polska, Węgry, Czechy). Październikowa wartość (50,4) oznacza, że słabsze wyniki będą odnotowywane w przemyśle do końca tego roku.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

Sprzedaż detaliczna także rosła, jednak we wrześniu zaskoczyła spowolnieniem większym niż oczekiwano. Jej realny wzrost wyniósł tylko 3,6% r/r, oczekiwano dwukrotności tego wyniku. Fundamenty wspierające popyt krajowy nie pogorszyły się – płace rosą bardzo dobrze (we wrześniu nominalnie +6,7% r/r). Równie dobrze wygląda sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w sierpniu pozostała bardzo niska, osiągnęła nowe historyczne minimum (5,7%). po korekcie sezonowości spadła po raz pierwszy w historii poniżej 6%. W kolejnych miesiącach nie przewiduje się spowolnienia popytu krajowego.

Pomimo silnego wzrostu gospodarczego, niskiego bezrobocia i wysokiego wzrostu płac, inflacja bazowa pozostaje bardzo nisko. Dane z września pokazały, że inflacja bazowa wyniosła tylko 0,8% - jest to wynik o 0,2 p.b. lepszy niż w lipcu, ale wciąż wyraźnie poniżej celu banku centralnego. Trwa paradoksalny rozwój inflacji, który nie cieszy banku centralnego. Wstępne dane za październik zostały opublikowane 31.10., ale żadnej zmiany nie przyniosły: inflacja ogólna wyniosła 1,7%, tj. mniej niż oczekiwano (1,8%), to także wynik o 0,1 p.b. niższy niż we wrześniu. Inflacja bazowa za październik jeszcze nie jest znana, można jednak oczekiwać, że nie wzrosła.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na posiedzeniu w październiku zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe bez zmiany na poziomie 1,5%, na którym znajdują się od marca 2015. Nie można było oczekiwać innego rozwiązania – poziom inflacji jest paradoksalny, ale realny. Prezes NBP Adam Glapiński skorygował swoją wypowiedź („Nigdy nie zapowiadałem stabilności do końca 2020 roku, odważnie zapowiadałem natomiast, że - z olbrzymim prawdopodobieństwem - stopy pozostaną stabilne do końca 2019 roku”), jednak ze względu na rozwój inflacji w Polsce i w strefie euro nie można oczekiwać, że podwyżka stóp procentowych jest bliższa niż miesiąc czy dwa miesiące temu.

RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Rozwój sytuacji w Stanach Zjednoczonych w październiku stał pod znakiem dalszego umiarkowanego wzrostu przychodów z obligacji rządowych USA. Ze względu na ciągłe zacieśnianie polityki pieniężnej i wskazania FED, że zaostrzenie będzie kontynuowane, cała krzywa przesunęła się dalej w górę w porównaniu do września, kiedy zmiana wyniosła 20 punktów bazowych, teraz natomiast znacznie mniej (do 5 p.b.). Dwuletnia rentowność wyniosła 2,85%, dziesięcioletnia 3,15%. Krzywa jest zatem najbardziej płaska od 2007 roku.

W centrum strefy euro sytuacja wyglądała podobnie jak we wrześniu nieciekawie. Niemieckie dziesięcioletnie obligacje pod koniec października (w porównaniu z końcem września) zanotowały spadek o około 7-10 p.b., i osiągnęły poziom poniżej 40 p.b. W ciągu miesiąca pod wpływem rynkowych turbulencji, trwającego pesymizmu w stosunku do Włoch i słabych danych makroekonomicznych na chwilę spadły nawet poniżej 35 p.b., tj. do najniższego poziomu od początku września. Na peryferiach sytuacja była jak zwykle ciekawsza. Włoskie obligacje z powodu konfliktu na drodze Rzym – Bruksela w październiku dziesięcioletnia rentowność wzrosła do 3,7%, była to najwyższa wartość od lutego 2014. Pod koniec miesiąca z powodu oznak, że konflikt uda się rozstrzygnąć, spadły ponownie do 3,5%.

Obligacje korporacyjne

Na rynku obligacji korporacyjnych w październiku negatywny rozwój ryzykownych aktywów wywarł presję na zwiększenie marż kredytowych, szczególnie w segmencie stopnia spekulacyjnego. Kluczowymi czynnikami dla tego rozwoju były utrzymujące się wzrosty stopy wolnej od ryzyka (zaostrzenie polityki pieniężnej Fed), globalnie, słabsze wyniki przedsiębiorstw i oznaki spowolnienia gospodarczego w wielu regionach. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG we wrześniu spadła o 9 pkt. do 88 punktów. W przypadku indeksu poziomu spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) zysk wyniósł 45 pkt do 338 punktów. Marże kredytowe kontraktów CDS zyskały nieznacznie mniej niż obligacje korporacyjne.



RYNKI OBLIGACJI

Polski rynek obligacji

Na polskiej krzywej rentowności przynajmniej w październiku coś się działo, choć warto wspomnieć tylko dlatego, że poprzednie miesiące były kompletnie nudne. W pierwszej połowie miesiąca dziesięcioletnia rentowność wzrosła do ponad 3,3%, czyli najwyższej od maja, mimo, że agencja S&P podwyższyła ocenę Polski w połowie miesiąca. Na stopy zwrotu wpłynęła również nerwowość związana z sytuacją we Włoszech. W drugiej połowie miesiąca po opadnięciu napięcia szybko spadła do 3,1%. Jakościowo podobny był również rozwój na krótkim końcu krzywej.

Turecki rynek obligacji

Zwrot ku lepszemu, który tureckie aktywa rozpoczęły we wrześniu, w październiku przyśpieszył. Wyraźne zyski, które do tej pory przedstawiały tylko częściową korektę rozległych strat z poprzednich miesięcy, zanotowały zarówno kurs tureckiej liry, jak i obligacje rządowe. Jednoznacznie najważniejszą informacją było uwolnienie więzionego przez dwa lata amerykańskiego pastora A. Brunsona, które było warunkiem koniecznym do uspokojenia relacji między Turcją a Stanami Zjednoczonymi. USA zlikwidowało nałożone sankcje i międzynarodowi inwestorzy fakt ten przyjęli zdecydowanie pozytywnie. Na scenariusz makroekonomiczny pozytywnie wpłynęła poprawa rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, która w sierpniu wzrosła z chronicznego deficytu znacząco do czarnych wartości ze względu na spadek dynamiki importu. Na wrześniową inflację na wszystkich poziomach negatywnie wpłynęła dotychczasowa amortyzacja kursu walutowego. Spowolnienie gospodarcze i ostre zaostrzenie polityki pieniężnej przez bank centralny powinny jednak prowadzić do stopniowego zmniejszenia dynamiki inflacji, dlatego inwestorzy zaczęli wybiegać poza obecne liczby. Spowodowało to spadek popytu na obligacje tureckich obligacji do 250 p.b. (przede wszystkim ze względu na krótsze terminy zapadalności) - krzywa dochodowości na koniec miesiąca wahała się od 17,5 do 23%. Kurs TRY za październik w stosunku do koszyka walut (EUR, USD) umocnił się o silne 9,2%, znacznie zwiększając wrześniowy zysk; mierzony od początku 2018 r. był jednak nawet o 43% słabszy.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

WALUTY

W październiku trwało umocnienie dolara w stosunku do euro. Ze względu na słabe dane o tempie wzrostu i inflacji w strefie euro oraz mocne dane makro z USA, tj. dzięki utrzymującym się oczekiwaniom na rozbieżność polityki pieniężnej, dolar osiągnął najsilniejszą wartość (1,13) od lata 2017 roku. W ten sposób nasz scenariusz został spełniony, że w przypadku, gdy kurs euro w stosunku do dolara ruszy się w stronę centralnego poziomu 1,15, to będzie to ruch w dół.

Oslabienie w październiku dotknęło także **polskiego złotego**, który z wartości 4,28 z początku miesiąca dotarł do granicy 4,34 na jego końcu.

ROPA

Ropa (Brent) na początku października osiągnęła cenę powyżej 85 dolarów za baryłkę (z powodu sankcji nałożonych przez USA na Iran), potem jednak jej cena niemiłosiernie spadała. Powodem była jednak wyprzedź ryzykownych aktywów, jak również fakt, że zakaz handlu z Iranem będzie wyjątkiem, a OPEC, Rosja i Wenezuela zwiększyły wydobycie na tyle, by pokryć brak Iranu. Ropa pod koniec października spadła do 75 dolarów za baryłkę.



RYNKI AKCYJNE

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Na globalnych rynkach akcji w październiku panowały negatywne nastroje, ponieważ globalny indeks akcyjny krajów rozwiniętych MSCI World stracił 7,4 %. Przyczyn nerwowości widzimy kilka, np. spowolnienie tempa globalnej gospodarki, rosnące stopy procentowe w amerykańskim banku centralnym, wpływ wojen celnych na marże zysku lub włoskie i brytyjskie perypetie. Rozpoczęty sezon wyników za trzeci kwartał do tej pory wydaje się być pozytywny, chociaż na przykład Apple pozostaje w tyle za szacunkami analityków. Europejskie akcje nadal tracą na wartości ze względu na trwający skandal emisji samochodów i negocjacje w sprawie zatwierdzenia budżetu Włoch.

Większość rynków Europy Środkowej zostało oszczędzonych przez panujących negatywny nastrój na światowych giełdach. Na zero bądź na niewielkim plusie skończyły giełdy na Węgrzech i w Rumunii (indeks BET +1,3 %). Za relatywnie dobry wynik odpowiedzialne były niższa płynność tamtejszych rynków i wcześniejsze spadki cen akcji, które uatrakcyjniły wskaźniki wartości. Spadki zanotowały przede wszystkim polski rynek akcyjny (indeks WIG30 -6,2 %), jednak związane jest to z globalnym przepływem pieniędzy. Z wyraźnymi stratami miesiąc zakończyły przeważnie spółki z sektora konsumenckiego i bankowego. Po długim czasie relatywnie dobre wyniki oparte na wzroście cen energii elektrycznej, pokazały firmy z sektora utilities. Czeski indeks PX stracił 3,2% w ujęciu miesięcznym. Spadki dotknęły zdecydowaną większość akcji lokalnych.

Nerwowość przelała się na rynki wschodzące, w październiku zanotowały prawie 9% stratę (indeks MSCI Emerging Market Index, mierzony w USD). Straty większości rynków akcyjnych Straty na większości rynków kapitałowych głównych gospodarek wschodzących wynosiły około 10% (w walutach lokalnych), co było spowodowane znacznym negatywnym nastrojem, który miał podobne przyczyny jak na rynkach rozwiniętych. Wyjątkiem była tylko Brazylia, która zyskała ponad 10%. Dobry wynik nastąpił po wyborach prezydenckich, w którym wygrał skrajnie prawicowy kandydat J. Bolsonaro. Inwestorzy zareagowali na zmniejszenie niepewności i z optymizmem patrzą w przyszłość. Presja na rynkach wschodzących pozostaje duża, a wrażliwość rynku na nowe informacje jest wysoka.

MSCI World Index



Źródło: Bloomberg

**PRZEWIDYWANY ROZWÓJ****Polski rynek obligacji**

Rentowność polskich obligacji długoterminowych jest przez większość tego roku bardzo stabilna, na poziomie około 3,20%. Pomimo bardzo silnego wzrostu gospodarczego, polska inflacja bazowa w tym roku w większości spadła, przez co prawdopodobieństwo wzrostu stóp w ciągu najbliższych sześciu kwartałów jest bliskie zeru. Spodziewamy się, że dynamika gospodarcza i silny popyt wewnętrzny stopniowo będą podnosić inflację na wyższy poziom, wobec wyraźniejszego wzrostu popytu na obligacje skarbowe (spadające ceny) przemawia korzystny obraz fiskalny. Według nas ten obraz odzwierciedli się w ograniczeniu aktywności Ministerstwa Finansów, a tym samym zmniejszeniu marży kredytowej w stosunku do wolnych od ryzyka (niemieckich) obligacji rządowych UGW. Polskie obligacje rządowe powinny zatem wyprzedzić niemieckie odpowiedniki w następnym okresie.

Turecki rynek obligacji

Gwałtowny wzrost kluczowych stóp procentowych przez turecki bank centralny (innymi słowy wymagane przez inwestorów ortodoksyjne zacieśnienie polityki pieniężnej) i rząd (nowy średnioterminowy plan gospodarczy, skierowany głównie na walkę z inflacją, zaostrzenie polityki fiskalnej czy wsparcie sektora bankowego) stabilizujące dramatyczną sytuację na rynku tureckich aktywów oraz poprawienie relacji z USA po uwolnieniu w październiku pastora Brunsona były podstawą zmiany negatywnego trendu cen obligacji rządowych i kursu wymiany TRY. Równocześnie widoczne jest już ponowne zrównoważenie przegrzanej gospodarki, o czym świadczą ostatnie dane dotyczące struktury bilansu płatniczego i zmniejszona aktywność kredytowa banków. Ochłodzenie gospodarki (dzięki znacznie podwyższonym stopom procentowym i zaostrzonej polityce fiskalnej) ostatecznie doprowadzi do stopniowego zmniejszenia nadmiernie wysokiej inflacji, co jest warunkiem koniecznym do kontynuacji konstruktywnego rozwoju tureckich aktywów. Chociaż przedstawiciele rządu odrzucają możliwość pomocy ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego, ewentualne dwustronne porozumienia finansowe z sojusznikami i partnerami ze Wschodu (15 milionów dolarów obiecał Katar, w grze pozostają także Chiny i Rosja), wyraźnie zmniejszyłyby potrzeby refinansowania na rynkach obligacji. Byłyby to pozytywny scenariusz dla tureckich aktywów, a kursu wymiany TRY oraz ceny tureckich obligacji rządowych zaczęłyby odrabiać swoje ogromne straty.

Waluty

Z uwagi na fakt, iż kurs wymiany odpowiada naszym wcześniejszym oczekiwaniom, nie wierzymy, że strefa euro popadnie w recesję (tj. nie spodziewamy się dramatycznego zwrotu w polityce monetarnej EBC) nie zmieniamy naszych prognoz wobec kursu euro w stosunku do dolara. Oczekujemy, że w najbliższych dwóch kwartałach kurs euro wobec dolara będzie wahać się około 1,15. Dla wyższych poziomów (= dla słabszego dolara około 1,20) nie znajdujemy większego uzasadnienia w obecnych lub oczekiwanych różnicach w polityce pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku (co jest głównym czynnikiem kursu w ciągu ostatniej dekady). FED będzie kontynuował zacieśnianie polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach, choć w wolnym tempie, a EBC nie zamierza w najbliższej przyszłości zaostrzać polityki. Utrata dynamiki wzrostu w strefie euro oraz uporczywie niższa niż oczekiwano inflacja, zwiększają prawdopodobieństwo, że stopy procentowe EBC pozostaną niezmienną również w 2019 roku. Dlatego, jeśli dojdzie do jakiegokolwiek wahnięcia od granicy 1,15 w nadchodzących miesiącach, spodziewalibyśmy się, że będzie ono w kierunku silniejszego dolara (jak to miało miejsce w październiku). Czynniki średniookresowe nie są już jednak korzystne dla kursu dolara – chodzi głównie o niekorzystny rozwój sytuacji fiskalnej, wspieranej zatwierdzoną reformą podatkową administracji Trumpa, która dodatkowo pogłębia deficytowe zarządzanie amerykańską gospodarką, w połączeniu z deficytem handlowym.

W przypadku polskiego złotego oczekujemy umocnienia. Niska inflacja nie pozwala jednak bankowi centralnemu na podniesienie stóp, co ogranicza możliwości silniejszego złotego. Wartości powyżej 4,30 z końca września nie odpowiadają silnemu wzrostowi gospodarczemu ani ogólnemu stanowi polskiej gospodarki. W najbliższych dwóch kwartałach oczekujemy powrotu do silniejszego poziomu 4,20 PLN/EUR.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek akcyjny

Korekta dokonana na globalnych rynkach akcji była materializacją niektórych ukrytych ryzyk, które już od pewnego czasu sygnalizowali niektórzy inwestorzy. Ceny akcji osiągnęły po niniejszych spadkach bardziej atrakcyjne poziomy. Wskaźniki wartości amerykańskich spółek są obecnie blisko, ale wciąż nieco powyżej, poziomów długoterminowych, podczas gdy dobra gospodarka amerykańska, wzrost zysków przedsiębiorstw i silny konsument są nadal przychylne. Wciąż jednak jesteśmy ostrożni ze względu na stopniowy wzrost stóp procentowych, a niepewność wiąże się również z groźbą wojen handlowych. Wskaźniki kapitałowe akcji spółek europejskich notowane są w pobliżu ich długoterminowych średnich. Akcje powinny korzystać z dobrej koniunktury gospodarczej i nadal luźnej polityki monetarnej EBC. Istnieje jednak pewna ostrożność europejskich firm zagrożonych wojnami gospodarczymi w planowaniu wydatków inwestycyjnych. Pozytywnie oceniamy zarządzanie spółkami z rynków wschodzących, które będą czerpać korzyści z rosnącego konsumenta i konwergencji w kierunku gospodarek rozwiniętych. Główne ryzyka naszego ostrożnie pozytywnego scenariusza bazowego obejmują: nieoczekiwane i znaczące wzrosty inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, szybsze niż oczekiwano stopniowe spowolnienie światowej gospodarki, wojny gospodarcze, w porównaniu do obecnych oczekiwań znacznie szybsza standaryzacja polityki monetarnej banków centralnych (FED, EBC, BOJ, PBoC), wysokie zadłużenie peryferyjnych państw strefy euro, główne zagrożenia geopolityczne na czele z Bliskim Wschodem i Wenezuelą, a dla rynków rozwijających się silny amerykański dolar w połączeniu z rosnącymi stopami procentowymi.

Z akcji czeskiego rynku pozytywnie patrzymy na akcje Moneta, którego celem jest zdobycie pozycji cyfrowego lidera na czeskim rynku, akcje Erste Bank i Vienna Insurance Group. Pozytywnie nastawiamy się do nowych akcji AVAST. Inwestorzy, według nas, zaczną stopniowo doceniać ogólnoswiatową dywersyfikację przychodów, szeroką gamę produktów oferowanych przeciwko cyberatakami na rosnącym rynku, poprawę wolnych przepływów pieniężnych i wszystko to w połączeniu ze światową marką. Na rynku czeskim obecnie nie spodziewamy się znaczącego spadku którejkolwiek z akcji będących w obrocie. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, banków Pekao i Alior, czy firmy leasingowej Prime Car Management. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do akcji rumuńskiego funduszu restytucyjnego Fondul Proprietatea, konglomeratu medycznego MedLife, spółek gazowych Romgaz i Petrom oraz producenta wina Purcari, w Słowenii są to akcje firmy farmaceutycznej Krka, 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