

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	1,31 %	USA	-0,12 %	USD/EUR	-2,58 %	Ropa Brent	-2,07 %
Europa – DJ Stoxx 600	0,23 %	Europa	1,69 %	CZK/USD	3,73 %	Gaz	-3,25 %
Japonia – Nikkei 225	1,15 %	CZ	1,72 %	CZK/EUR	1,03 %	Fotowoltaika	4,23 %
MSCI Emer. Markets	-1,69 %	Polska	0,93 %	PLN/EUR	0,92 %	Złoto	0,88 %
CZ – PX	1,44 %	Węgry	1,32 %	HUF/EUR	0,93 %	Srebro	7,55 %
Polska – WIG30	-0,86 %	Turcja*	6,41 %	TRY/EUR	-6,39 %	Miedź	-1,26 %
Węgry – BUX	1,21 %						

* BofA Merrill Lynch index

LIPIEC V PIGUŁCE

GŁÓWNE WYDARZENIA NA ŚWIECIE

- Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego odbyło się 25 lipca. Wyniki tego spotkania były zgodne z oczekiwaniami inwestorów. Z jednej strony EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a z drugiej pośrednio wskazał, że ze względu na utrzymującą się niską inflację poniżej celu inflacyjnego, słaby wzrost gospodarczy i pogarszające się perspektywy, stopy procentowe mogą ulec dalszej obniżce. Większość inwestorów uważa, że stopy procentowe mogą zostać obniżone na najbliższym wrześniowym posiedzeniu. EBC pośrednio wskazał również, że może ponownie uruchomić program luzowania ilościowego (QE), tj. zakupy obligacji rządowych i korporacyjnych. Według szacunków rynku decyzja może zostać ogłoszona na październikowym posiedzeniu.
- Wzrost gospodarczy w USA przekroczył oczekiwania inwestorów, ponieważ PKB wzrosło o 2,1% w drugim kwartale. Konsensus rynkowy wyniósł 1,8% (w ujęciu kwartalnym i rocznym). Było to jednak znaczące spowolnienie w porównaniu do pierwszego kwartału, kiedy wzrost wyniósł 3,1%.
- Wzrost gospodarczy w strefie euro spowolnił w II kwartale z 0,4% do 0,2% q/q. To spowolnienie wspiera gołębią postawę EBC.
- Bank Centralny USA spotkał się 31 lipca i obniżył stopę funduszy federalnych o 0,25% do docelowego przedziału 2,00 do 2,25%, zgodnie z oczekiwaniami inwestorów. Fed uzasadnił swoją decyzję znanymi czynnikami, takimi jak nieco słabsza inflacja, nieco spowalniająca gospodarka USA, a przede wszystkim niepewność globalna, zwłaszcza w postaci wojny handlowej z Chinami. Jednocześnie Fed przestał przesadzać z bilansem, więc nie będzie już zmniejszał wolumenu dłużnych papierów wartościowych w swoim portfelu.
- Zgodnie z oczekiwaniami 1 sierpnia Czeski Bank Narodowy pozostawił stopy procentowe na obecnym poziomie, kluczowa dwutygodniową stopę repo pozostała na poziomie 2,0%. Prezes Rusnok potwierdził, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest teraz długoterminowa stabilność stóp. Nie widzą przyczyny obniżek stóp, których rynek już częściowo oczekuje.
- Utrzymująca się gołębia postawa kluczowych banków centralnych spowodowała odpowiednio dalszy znaczny wzrost cen obligacji, odpowiednio spadek rentowności do terminu zapadalności. Obecna sytuacja na globalnym rynku obligacji jest bezprecedensowa. Około jedna czwarta wszystkich obligacji ma obecnie ujemny zwrot, więc ceny są na najwyższych w historii poziomach. Cała niemiecka krzywa dochodowości jest teraz ujemna. Nawet kilka wysokodochodowych obligacji korporacyjnych denominowanych w euro przynosi obecnie ujemne zwroty. Biorąc pod uwagę prawdopodobną kontynuację łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych, w tym ewentualne odnowienie programu luzowania ilościowego EBC, tj. skupu obligacji, prawdopodobne jest, że rentowności obligacji będą nadal spadać a ich ceny osiągną nowe szczyty.

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

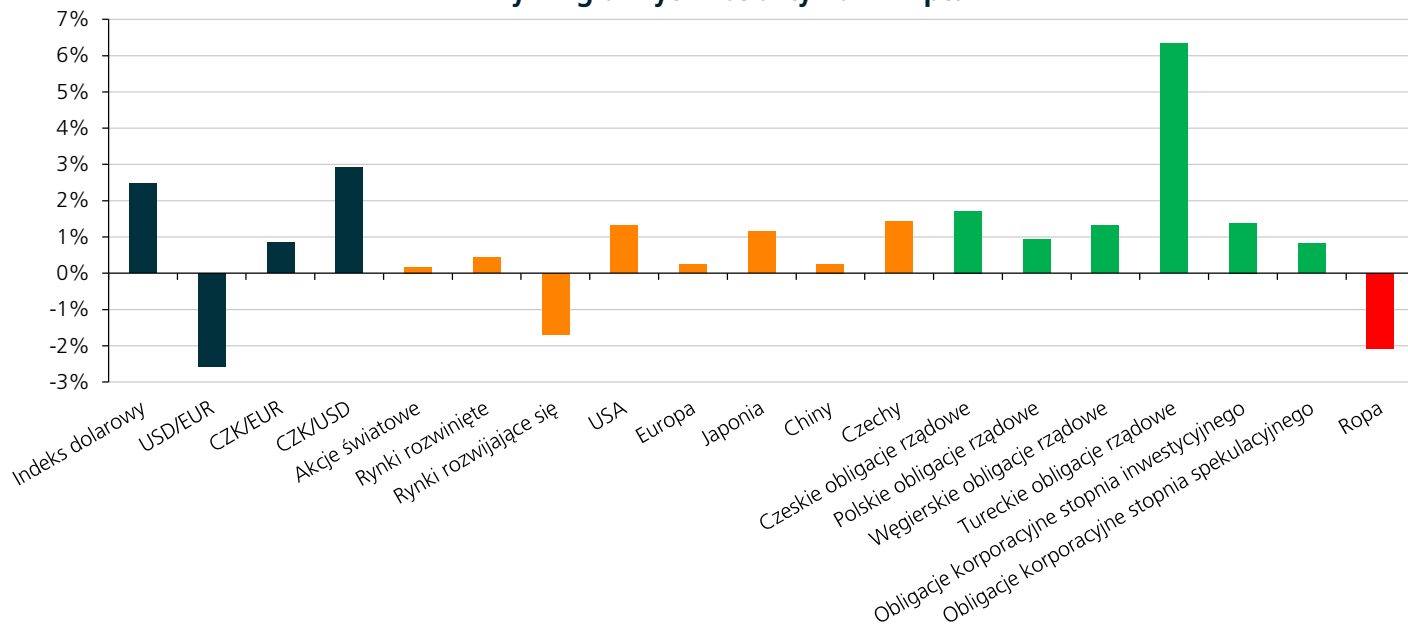
- Indeks dolara DXY, który mierzy wydajność dolara w stosunku do koszyka głównych walut światowych, umocnił się o 2,5%. Dolar umocnił się względem euro o 2,6% do 1,108 USD za euro.
- Korona czeska nie skorzystała na umocnieniu dolara. W rezultacie korona osłabiła się o 0,8% w stosunku do euro i o 2,9% w stosunku do dolara, zamykając miesiąc na poziomie odpowiednio 25,66 CZK / EUR. 23,01 CZK / USD.
- Wyniki akcji oscylowały wokół zera. Najszerzy globalny indeks giełdowy MSCI All Country World uzyskał nieznaczną aprecjację o 0,2%. Z regionalnego punktu widzenia rynki akcyjne krajów rozwiniętych (MSCI World 0,4%) odniosły umiarkowany sukces, podczas gdy rynki akcyjne krajów rozwijających się traciły (MSCI Emerging Markets -1,7%). Globalne rynki akcji są silniejsze o 15% od początku roku.

LIPIEC W PIGUŁCE

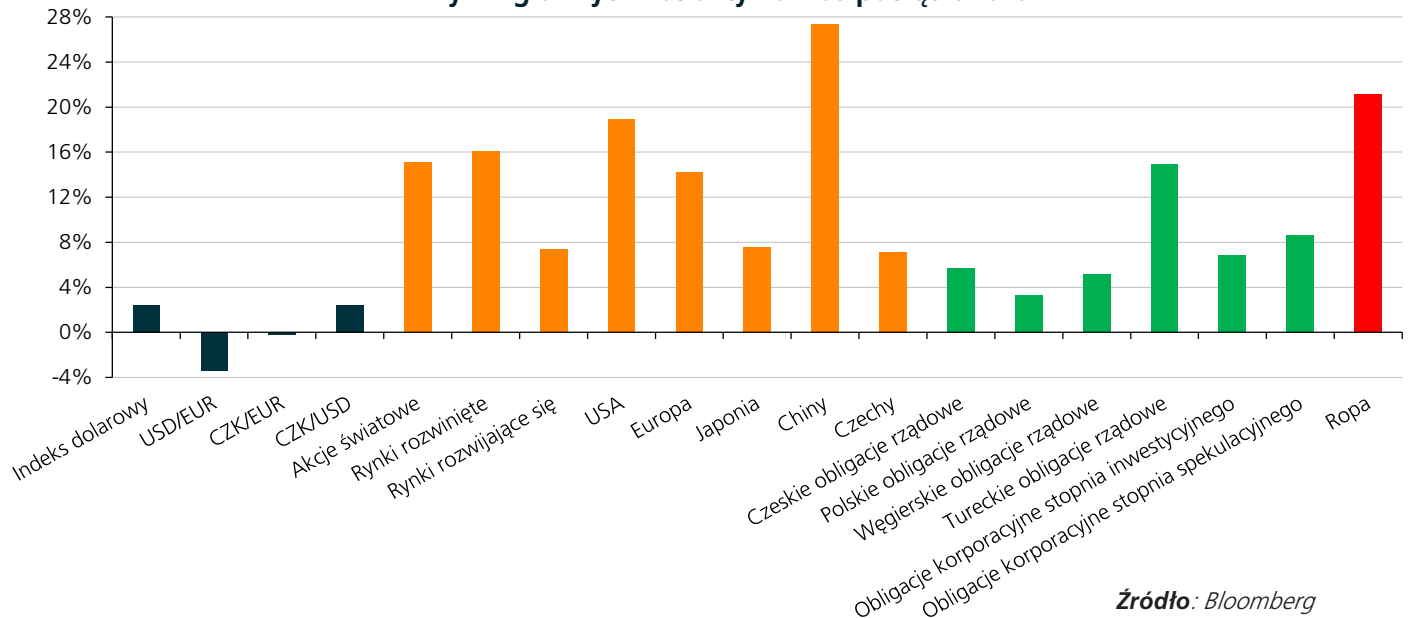
SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- W poszczególnych krajach najlepiej radziły sobie akcje w Turcji (BIST 100 + 5,8%) i Rumunii (BET + 4,4%). Z drugiej strony, największe straty odnotowano na rynku indyjskim (Sensex -4,9%).
- Giełda w Pradze zgodnie z indeksem PX odnotował nieco ponadprzeciętny zysk w wysokości 1,4%. Indeks PX zakończył miesiąc na poziomie 1057 punktów.
- Obligacje nadal rosną. Według czeskiego indeksu obligacji rządowych Bloomberg Barclays czeskie obligacje rządowe zanotowały kolejny bardzo dobry wynik 1,7%. Rentowność do wykupu obligacji o krótkim terminie zapadalności dwóch lat spadła o 0,44% do 1,13%. W przypadku obligacji 10letnich spadek wyniósł 0,30 % do poziomu 1,22 %.
- Dobrze radziły sobie również inne obligacje w regionie. Polskie obligacje skarbowe zyskały 0,9%, a węgierskie 1,3 %. Tureckie obligacje skarbowe zanotowały zysk w wysokości 6,3 %, a od początku roku wzrosły o 15,0 %.
- Pozytywnie wypały również obligacje korporacyjne. Indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego w euro umocnił się o 1,4%, natomiast indeks obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield) o 0,8 %.
- Cena ropy Brent spadła o 2,1 % do poziomu 65 dolarów za baryłkę..

Wyniki głównych klas aktywów w lipcu



Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



LIPIEC W PIGUŁCE

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w kwietniu nie dokonaliśmy większych zmian. W porównaniu z benchmarkiem mamy neutralną wagę w akcjach, niedoważenie w obligacjach i przeważenie w inwestycjach alternatywnych i gotówce.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy	Gotówka
	=	-	+	+
	Neutralny	Niedoważenie	Przeważenie	Przeważenie

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nasze oczekiwania na resztę roku 2019 są w podstawowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Światowa gospodarka swoje maksimum osiągnęła pod koniec 2017 roku. Od początku roku 2018 obserwowane jest lekkie spowolnienie. Dane o PKB z kluczowych gospodarek – USA, strefy euro i Chin – za pierwsze dwa tegoroczne kwartały potwierdziły nieznaczne spowolnienie i według wskaźników wyprzedzających takich jak indeks PMI spowolnienie będzie jeszcze trwać w drugim półroczu.
- Aktualna prognoza spółki FocusEconomics szacuje wzrost gospodarki światowej w 2019 roku na poziomie 2,8%, szacunek ten z biegiem czasu nieznacznie spada. W każdym razie w tym momencie nie spodziewamy się globalnej recesji gospodarczej. Na ten moment nie oczekuje się globalnej gospodarczej recesji. Głównymi siłami napędzającymi ten wzrost będą wciąż azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.
- Inflacja w USA i strefie euro jest nieco niższa niż chcieliby bankierzy centralni. Rozwój inflacji na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. W krajach rozwiniętych inflacja powinna pozostać w tym roku około 2% celów inflacyjnych banków centralnych.
- Jeśli chodzi o kluczowe banki centralne, Fed i EBC przeszły do jeszcze bardziej swobodnej polityki pieniężnej. Fed obniżył stopy procentowe na posiedzeniu w lipcu, możliwe są również kolejne obniżki. ECB najprawdopodobniej obniży stopy procentowe we wrześniu, w grę wchodzi również odnowienie programu luzowania ilościowego, czyli skupu obligacji. Z drugiej strony nie widzieliśmy ostatnio żadnych zmian w japońskim banku centralnym. Bank Centralny Japonii będzie nadal utrzymywał zerowe stawki i zakupy obligacji rządowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopy inflacji w Japonii są nadal znacznie poniżej celu inflacyjnego 2%.
- Jeśli chodzi o globalne perspektywy kapitałowe, do końca lipca globalne rynki akcji były o 15% silniejsze. Ostatnia dramatyczna zmiana retoryki Fed i EBC była dla nich bardzo silnym pozytywnym impulsem. Uważamy, że ten pozytywny czynnik cen akcji jest już zawyżony. Wojna handlowa między USA a Chinami będzie prawdopodobnie kluczowym czynnikiem w nadchodzącym okresie i prawdopodobnie utrzyma się przez długi czas. Uważamy jednak, że trudno przewidzieć ten czynnik. Jest prawdopodobne, że dalszy rozwój wypadków będzie dość nerwowy i możemy sobie wyobrazić wszystkie scenariusze rynkowe: utrzymujący się (umiarkowany) wzrost, konsolidacja na obecnym poziomie lub nawet ponowny spadek, jeśli sytuacja się zmieni. Ogólnie rzecz biorąc, nadal mamy neutralną opinię na temat akcji. Ten pogląd jest poparty trzema podstawowymi czynnikami. Po pierwsze, obraz makroekonomiczny nie zmienił się pod koniec zeszłego roku, kiedy rynki uległy gwałtownym spadkom. Światowa gospodarka lekko zwalnia, co jest szczególnie widoczne w strefie euro i Chinach. Po drugie, wyceny takie jak P/E, P/B lub P/S są na poziomie historycznych średnich, czyli neutralne, odpowiednio, uczciwie wycenione akcje. Czyli akcje nie są zbyt tanie, ani zbyt drogie. Po trzecie, globalna dynamika zysków przedsiębiorstw zwalnia. O ile w drugiej połowie ubiegłego roku było niezwykle wysokie o około 25 procent, według aktualnych danych dynamika spadła do zera, od którego w kolejnych kwartałach nieznacznie się odbije według szacunków analityków.
- Z perspektywy alokacji regionalnej bardziej preferujemy rynki rozwijające się (emerging markets) niż rynki rozwinięte (developed markets) głównie z powodu 1) korzystniejszych wycen, 2) znacznie wyższej dynamiki PKB, 3) wyższego oczekiwanego tempa wzrostu zysków korporacyjnych oraz 4) znacznie gorszych ubiegłorocznych wyników, różnica wyniosła 6% na korzyść rynków rozwiniętych.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne inwestycyjnego i nieinwestycyjnego stopnia uważamy, że po znaczącym wzroście cen w poprzednich latach, najlepszy okres mają już prawdopodobnie za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych – marże kredytowe, są nadal blisko historycznego minimum.
- W każdym przypadku musimy nadal liczyć się ze zwiększoną krótkoterminową zmiennością lub wahaniami cen rynkowych wszystkich ryzykownych aktywów na czele z akcjami.
- Głównymi zagrożeniami wynikającymi z naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza oczekiwanego rozwoju globalnych rynków finansowych są 1) poważne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami i ewentualnie UE, 2) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki na czele z Chinami, 3) twardy Brexit bez porozumienia.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

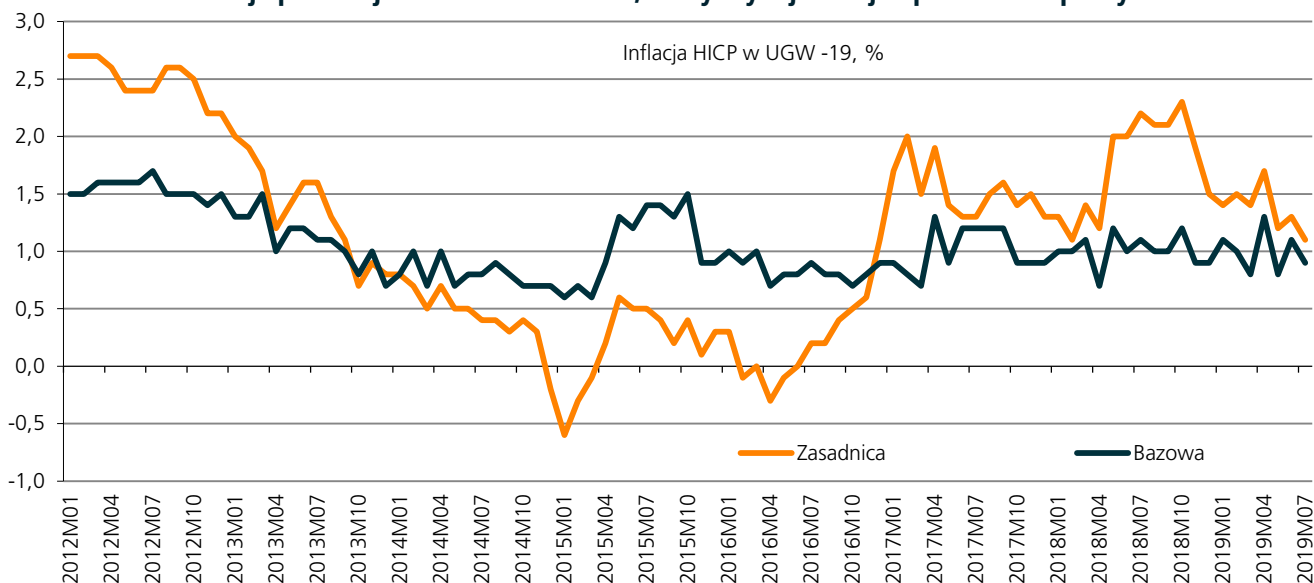
Wzrost gospodarczy był słaby w II kwartale, a popyt gospodarstw domowych jeszcze bardziej zwolnił. Pod wpływem słabszych danych makro, rosnącego ryzyka (brexit, wojna handlowa) i uporczywie niskiej inflacji EBC przygotowuje się do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej.

Niestety pierwsze szacunki wzrostu PKB w II kwartale spełniły nisko postawione oczekiwania. Nadzieja, którą wywołał ujemny wkład zapasów w ostatnim kwartale ubiegłego roku oraz w pierwszym kwartale tego roku, że ożywienie zapasów w 2Q19 pomoże, nie spełniła się. Według Eurostatu wzrost gospodarczy wyniósł zaledwie 0,2% q/q, co stanowi połowę wyniku z 1Q19 i ten sam poziom co w 4Q18. Gospodarka francuska dodała 0,2% q/q (0,3% q/q w 1Q19), gospodarka hiszpańska wzrosła o 0,5% q/q (najlepszy wynik od 3Q18 i zauważalnie słabszy wzrost niż 0,6% q/q w pierwszym kwartale). Mamy już wstępne dane strukturalne dla obu tych gospodarek. We Francji tempo wzrostu popytu gospodarstw domowych zwolniło (do 0,2% q/q), natomiast nastąpiło przyspieszenie inwestycji stałych; eksportu netto ani nie pomógł ani nie zaszkodził. W Hiszpanii popyt gospodarstw domowych rósł w najniższym tempie (0,3% q/q) w tym roku, przy czym negatywny wpływ miały również inwestycje stałe (-0,2% q/q). Z kolei eksport netto miał pozytywny wpływ na wzrost Hiszpanii. Włochy były ostatnim ważnym krajem, który odnotował wzrost gospodarczy w drugim kwartale. Jego tempo wzrostu zaskoczyło, ale nie można mówić o żadnym sukcesie – oczekiwania ustawione na umiarkowany spadek (-0,1% q/q) przekroczyły tylko stagnację (0%).

Oczywiście miesięczne dane publikowane w lipcu nie są teraz zbyt interesujące, biorąc pod uwagę fakt, że dane o PKB są już dostępne. Istotne są tylko PMI, IFO i wskaźniki wybiegające w przyszłość, takie jak niemieckie zamówienia przemysłowe.

Rozwój wskaźników wyprzedzających w lipcu był niejednoznaczny. Pozytywne jest to, że wskaźnik menedżerów zakupów w usługach, który jest dominującą częścią gospodarki w strefie euro, utrzymywał się na poziomie powyżej 50 punktów. Powinno to zapewnić, że gospodarka nie wejdzie w recesję w drugiej połowie tego roku. **Minusem** był przemysł, w którym wskaźnik skierował się dalej na południe: jego lipcowa wartość 46,5 punktu jest najniższa od grudnia 2012 r. I wyraźnie wskazuje, że produkcja przemysłowa spadnie w III kwartale. A niemiecki indeks IFO, który w lipcu spadł do najniższego poziomu (95,7 punktu) od grudnia 2012 r., ponownie potwierdza, że obecny rozwój będzie kontynuowany, tj. że główną przyczyną czerwonych liczb w przemyśle strefy euro, jest słabość w Niemczech. **Rozwój niemieckiej sprzedaży przemysłowej** daje takie same perspektywy. Zmniejszyły się one o 2,2% m/m w maju, co oznacza, że są (0,2%) niższe niż trzy lata temu i o prawie 9% niższe niż przed rokiem (i o 7% niższe niż na koniec ubiegłego roku). Wydaje się, że tak poprawa sytuacji w niemieckim (lub europejskim) przemyśle nie nadejdzie w najbliższej przyszłości.

Inflacja pozostaje daleko od celu EBC, który szykuje kolejne poluznienie polityki



Źródło: Eurostat

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Pierwszy akapit z pewnością wskazał uważnemu czytelnikowi, że inflacja nie wzrosła na początku trzeciego kwartału. Biorąc pod uwagę bardzo powolny wzrost popytu gospodarstw domowych, który wynosi co najwyżej 1% w ujęciu rocznym, nic dziwnego, że inflacja utrzymała się na poziomach, które obserwowaliśmy w ciągu ostatnich pięciu lat. Według wstępnych danych w lipcu inflacja zasadnicza spadła do 1,1%, najniższego poziomu od lutego 2018 r., a następnie inflacja bazowa ponownie spadła poniżej wartości procentowej (0,9%).

Oczywiście EBC nie podoba się fakt, że ten (obecnie stary) obraz inflacji pozostaje niezmienny. Przypomnijmy, że **na czerwcowym posiedzeniu EBC** a) przedłuży okres, w którym z pewnością nie podniesie stawek „do co najmniej do końca pierwszej połowy 2020 r.”, b) przywrócił do gry możliwość odnowienia zakupu aktywów (QE), c) powrócił do gry możliwość odnowienia zakupu aktywów (QE). **Na lipcowym posiedzeniu EBC** dalej przygotowywał rynki do nowego poluzowania polityki pieniężnej. Po pierwsze, EBC potwierdził, że rozpoczął prace nad sposobami dalszego złagodzenia polityki. Po drugie, EBC potwierdził, że jego prognoza, że wzrost gospodarczy przyniesie inflację, nie została spełniona. Po trzecie, Draghi powiedział, że „oczekiwania inflacyjne spadają i EBC tego nie lubi”. Co jest w zasadzie najsilniejszym możliwym sygnałem, że w tym roku nastąpi polityka poluzowania, chyba że nastąpi cud inflacyjny.

USA

Amerykański bank centralny zakończył piruet polityki pieniężnej, pomimo faktu, że inflacja znacznie przyspieszyła w II kwartale, a dane gospodarcze pozostają dobre.

Według pierwszego szacunku gospodarka USA wzrosła w drugim kwartale tego roku o 2,1% (q/q, w ujęciu rocznym), tj. p 1 p.p. wolniej niż w pierwszym kwartale. Na spowolnienie w porównaniu do pierwszego kwartału największy wpływ miały inwestycje, które z dodatniego wkładu w wysokości 1,1 p.p. w pierwszym kwartale przekształciły się w ujemny wkład w wysokości 1 p.p. w drugim kwartale, a eksport netto, który zamiast dodatniego wkładu w wysokości 0,7 p.p. z pierwszego kwartału, taki sam wynik tylko ujemny odpisał. Przeciwnie, ale zgodnie z tym, co sugerowały dane miesięczne, konsumpcja gospodarstw domowych, która wyniosła 2,9 punktu procentowego, wypadła dobrze, był to najwyższy wynik od końca 2017 roku.

Dane opublikowane w lipcu nie są tak interesujące z dzisiejszej perspektywy, ponieważ wszystko jest podsumowane w danych o wzroście PKB. Dlatego tylko krótko. **Zamówienia na dobra trwałe**, z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego, będącego wskaźnikiem inwestycji stałych, wzrosły o 2% m/m w czerwcu, ale było to dalekie od zrekompensowania załamania w kwietniu (-2,8% m/m) i w maju (-2,3% m/m). **Produkcja przemysłowa** uległa stagnacji w czerwcu, co było również skumulowanym wynikiem za cały drugi kwartał. Nic niesamowitego, bez katastrofy. **Sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw po pozytywnym zrewidowanym dodatnim wzroście o 0,4% w maju, wzrosła w czerwcu o 0,7% m/m; sprzedaż za cały drugi kwartał wzrosła o 1,6%. Jest to zgodne z sytuacją na **rynku pracy**. Po silnym pierwszym kwartale, kiedy rynek pracy stworzył 522 tys. prywatnych miejsc pracy, podobny rozwój utrzymał się w drugim kwartale, w którym powstały 469 tys. nowych miejsc pracy. **Oficjalna stopa bezrobocia** osiągnęła w czerwcu 3,7%, a jej alternatywna stopa, która obejmowała, oprócz osób bezrobotnych, również osoby pracujące mniej niż chciały, wzrosła o 0,1 p.p. w porównaniu z majem do 7,2%. Jest to nadal jedna z najniższych wartości od końca 2000 r. **Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych** wyniosły średnio 205 tys. tygodniowo w drugim kwartale, co jest najniższym wynikiem od 1970 r. (okres, dla którego mamy dane). Dobry rozwój rynku pracy znajduje odzwierciedlenie w wynagrodzeniach: wynagrodzenie nominalne wzrosło o 3,1% r/r zarówno w czerwcu, jak i w maju (płaca realna tylko o 1,5%). Stawka nominalna nieco powyżej 3 procent z pewnością nie jest sukcesem, ale jest to maksimum po kryzysie (tj. od dziesięciu lat).

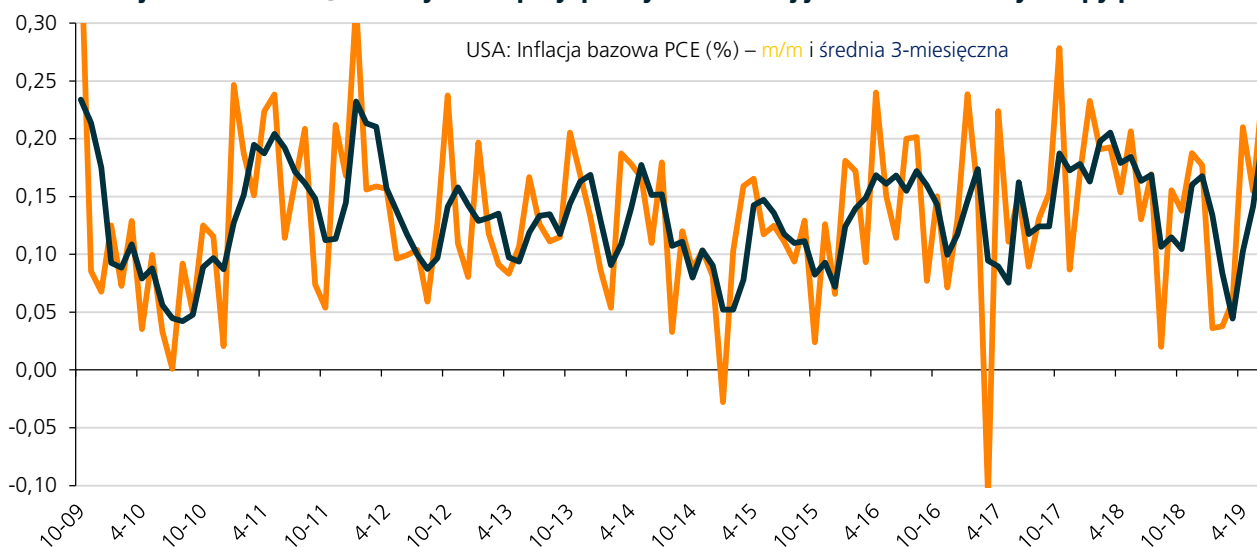
Największa niespodzianka drugiego kwartału, a w szczególności czerwca jest inflacja bazowa (PCE). Po prawie braku wzrostu w pierwszym kwartale i podaniu FEDowi powodu (choć tylko zastąpienia) późniejszego obrotu na retorykę gołębią, przyspieszyła w drugim kwartale, dodając 0,6% q/q. To znacznie więcej niż 2% w ujęciu rocznym. „Inflacja jest niska i dlatego polityka pieniężna musi zostać złagodzona” nie powinna już być wykorzystywana do uzasadnienia, dlaczego polityka pieniężna powinna być dalej łagodzona.

Fed nie utrzymał jednak planów obniżki stóp przy rozwoju inflacji bazowej, o których jeszcze nie było nawet słowa sześć miesięcy temu. Kończąc piruety polityki pieniężnej, które Fed rozpoczął w maju, obniżono stopy procentowe o ćwierć punktu na posiedzeniu pod koniec lipca. To była pierwsza obniżka stóp od 10 lat. Co zaskakujące, na konferencji prasowej Fed uzasadnił to niską inflacją, ale także słabym globalnym wzrostem i niepewnością w handlu zagranicznym. Jak już wspomniano, inflacja jest taka sama jak w momencie, w którym Fed zaostrzył stopy procentowe, a nawet znacznie przyspieszyła w ostatnim kwartale; niepewność w handlu zagranicznym stała się faktem, odkąd Trump objął urząd. Naszym zdaniem prawdziwym powodem cięcia jest chęć rozłóżczenia republikańskiego kandydata na prezydenta.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Inflacja bazowa w 2Q2019 wyraźnie przyspieszyła, niemniej jednak FED obniżył stopy procentowe



Źródło: bls.gov

CEE3

POLSKA

Polski przemysł „wreszcie” podąża przynajmniej za niektórymi wskaźnikami wiodącymi, inflacja dalej przyspiesza.

W Polsce, podobnie jak w Czechach, nie opublikowano jeszcze danych dotyczących wzrostu PKB w II kwartale. Z danych miesięcznych wygląda jednak jak kolejny dobry kwartał, choć nie tak dobry jak pierwszy (+ 1,5% q/q).

Po solidnym, sezonowo skorygowanym wzroście w kwietniu i maju (odpowiednio 6,4% r/r i 5% r/r), **produkcja przemysłowa** wzrosła w czerwcu tylko o 2,7% r/r, a ostatecznie „przynajmniej” zaczęła się rozwijać zgodnie z tym, co PMI mówił jej od dawna. Indeks menedżerów zakupów jest już (w tym w lipcu, kiedy spadł do 47,4, co jest jego najniższą wartością od kwietnia 2013 r.) dziewięć miesięcy poniżej progu, który zwykle oddziela ekspansję od kurczenia się, tj. poniżej 50 punktów. W czerwcu osiągnął 48,4 punktu i można było oczekiwać, że spowolni produkcję, chociaż biorąc pod uwagę fakt, że w ostatnich miesiącach rzeczywista produkcja Indeksu Menedżerów Zakupów niewiele się zmieniła, nie było to duże oczekiwanie.

Sprzedaż detaliczna pod koniec drugiego kwartału tego roku również odnotowała kolejny dobry wynik. Po uzyskaniu 11,9% r/r realnie w kwietniu, co było najszybszym tempem wzrostu od lutego 2012 r., dodała 5,6% w maju i 3,7% w czerwcu. W drugim kwartale popyt gospodarstw domowych z pewnością pomógł we wzroście gospodarczym. Nie jest to jednak zaskakujące - fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych pozostają bardzo dobre. **Płace rosną bardzo dobrze** (w kwietniu nominalnie + 7,1% r/r, w maju + 7,7% r/r, 5,3% w czerwcu), a rynek pracy jest również w bardzo dobrej kondycji. W czerwcu sezonowo skorygowana **stopa bezrobocia** pozostała blisko (5,6%) historycznego minimum (5,5%), bez korekty sezonowej nawet spadła do nowego historycznego minimum 5,3%. Powód, dla którego popyt gospodarstw domowych nie powinien wspierać wzrostu, nie jest również widoczny w nadchodzących miesiącach.

Inflacja nadal przyspieszała w czerwcu i lipcu. Podczas gdy w styczniu tego roku wynosiła zaledwie 0,7%, w czerwcu (według ostatecznych danych) osiągnęła 2,6%, podobną tendencję zaobserwowano w przypadku jej podstawowego składnika: z 0,6% w grudniu 2018 r. inflacja bazowa przyspieszyła do 1,9% w czerwcu. Wstępne dane z lipca pokazały, że inflacja bazowa prawdopodobnie nadal rośnie na początku trzeciego kwartału, ponieważ inflacja zasadnicza nadal przyspieszała z 2,6% w czerwcu do 2,9%, chociaż było to głównie spowodowane przyspieszeniem cen żywności (+ 6,8% r/r). Oczekujemy wzrostu inflacji bazowej o jedną dziesiątą punktu procentowego w porównaniu z czerwcem.

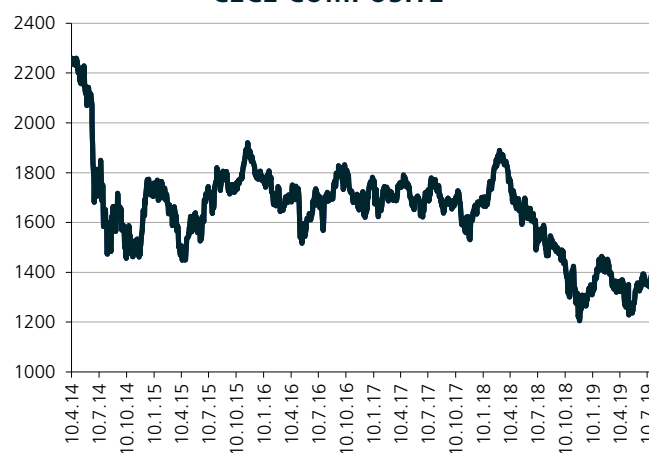
Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na lipcowym posiedzeniu pomimo inflacji zgodnie z oczekiwaniami pozostawił główną stopę na niezmiennym poziomie 1,5%, tj. na poziomie, na którym się znajduje od marca 2015 r. Dzieje się tak pomimo faktu, że nowa prognoza przyspieszyła ścieżkę inflacji i wzrostu. Prezes Adam Glapiński spodziewa się, że inflacja osiągnie najwyższy poziom na początku 2020 r., następnie zacznie spadać, co uzasadnia brak paniki, a stopy mogą pozostać niezmienione. Według gubernatora niezmienione stawki powinny trwać do końca (!) W 2021 r. (!).

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Główne rynki akcji odnotowały niewielkie zyski, odzwierciedlające wciąż niedokończoną sagę wojen handlowych, a jednocześnie pozytywne, łagodne perspektywy polityki pieniężnej wiodących banków centralnych. Amerykański bank centralny (indeks S&P 500 + 1,3%) spotkał się 31 lipca, obniżając kluczową stopę procentową o 0,25 punktu procentowego do docelowego przedziału od 2,00 do 2,25%, zgodnie z oczekiwaniami inwestorów. Fed uzasadnił swoją decyzję znanymi czynnikami, takimi jak nieco słabsza inflacja, nieco spowalniająca gospodarka USA, a przede wszystkim niepewność globalna, zwłaszcza w postaci wojny handlowej z Chinami. Rozpoczęty sezon wyników nie był już zaskakujący, banki inwestycyjne wykazały gorsze wyniki, natomiast sektor opieki zdrowotnej pochwalił się lepszymi. W Europie (indeks DJ STOXX 600 + 0,2%) większość inwestorów uważa, że obniżki stóp procentowych EBC mogą nastąpić na najbliższym wrześniowym posiedzeniu. Jednak nierozwiązany Brexit i wojny handlowe są nadal przerażające, co uniemożliwia udziałom europejskich spółek osiągnięcie wyższych zysków.

MSCI WORLD INDEX



Źródło: Bloomberg

Wyniki rynków środkowoeuropejskich odzwierciedlały wydarzenia światowe. Polskie akcje (indeks WIG30 -2,8%) skopiowały rozwój rynków wschodzących i pogorszyły się możliwe interwencje w obszarze kredytów bankowych denominowanych we frankach szwajcarskich. Akcje przemysłu naftowego, PKN Orlen i Lotos pozytywnie zareagowały na wzrost marż rafineryjnych. Większość akcji notowanych na praskiej giełdzie papierów wartościowych (indeks PX + 1,4%) zakończyła miesiąc na plusie. Akcje CME zyskały ponad 11%, odpowiadając na dobre wyniki kwartalne i spekulacje na temat potencjalnych udziałów w akwizycji. Duże zainteresowanie wzbudziły akcje rumuńskie (BET + 4,4%), które nadal są ciekawie wyceniane w porównaniu do innych rynków w regionie.

Akcje rynków wschodzących skończyły miesiąc stratą, indeks MSCI Emerging Markets USD odpisał 1,69%. W pierwszym miesiącu wakacyjnym zrelaksowaliśmy się od tematu wojen handlowych, więc rynki zwykle reagowały na wydarzenia o charakterze lokalnym. Akcje w Indiach (-4,86%) doświadczyły najgorszego lipca od 17 lat i skorygowały poprzednie zyski powyborcze. Inwestorzy zareagowali na gorsze dane makroekonomiczne wskazujące na spowolnienie gospodarcze. Podobne przyczyny stoją za stratami w Meksyku (-5,32%). Koreańskie ceny akcji (-5%) odzwierciedlają pogorszenie stosunków handlowych z Japonią, co stanowi poważny cios dla silnie zorientowanej na eksport gospodarki. Akcje w Hongkongu spadły o 2,68% w wyniku niepokojów społecznych. Pozostałe główne rynki handlowały stosunkowo spokojnie, na przykład chińskie akcje zakończyły miesiąc z zyskiem 0,26%, a w Brazylii zyskały 0,84% (wszystkie w lokalnych walutach).

RYNKI OBLIGACJI

USA I UGW

Po spadku w maju i czerwcu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych pozostały w lipcu względnie niezmienione, co w przypadku dziesięcioletnich rentowności oznaczało, że pozostały one nieco powyżej 2 procent. Dopiero po gołym spotkaniu FED, na którym po dziesięciu latach nastąpiła pierwsza obniżka stóp procentowych, rentowności ruszyły w dół. Dziesięcioletnie rentowności osiągnęły więc nawet 1,8%, co jest ich najniższą wartością od listopada 2016 r.

W strefie euro sytuacja wyglądała inaczej w pierwszej i drugiej połowie lipca. W pierwszej połowie miesiąca (niemieckie dziesięciolecie) rentowności skorygowały spadki z czerwca, z około -40 punktów osiągnęły -20 punktów. W drugiej połowie miesiąca po posiedzeniu EBC-FED rentowności jednak spadły, i pod koniec miesiąca dziesięcioletnia rentowność doszła do nowego najniższego poziomu -50 punktów bazowych. Na krótkim końcu dwuletnie rentowności spadły do -80 p.b.

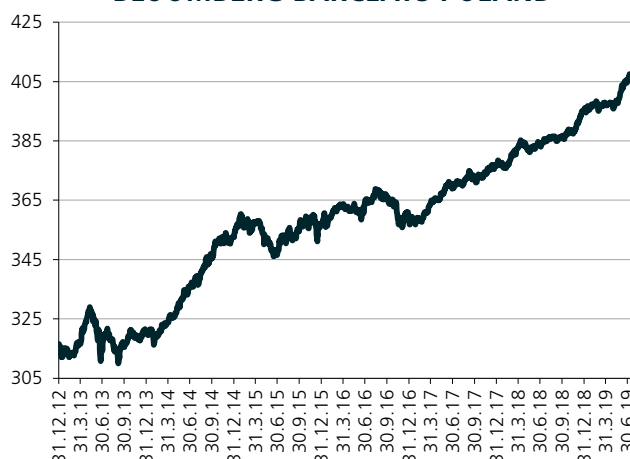
OBLIGACJE KORPORACYJNE

W lipcu, podobnie jak w czerwcu, zmiany na rynku kredytowym były pozytywne zarówno w strefie euro, jak i w USA. Inwestycyjne i spekulacyjne obligacje korporacyjne denominowane w euro wzrosły odpowiednio o 0,2% i 0,7% (wskaźnik całkowitego zwrotu). W przypadku instrumentów dolarowych klasa inwestycyjna wzrosła o 0,5%, a spekulacyjna o 0,6%. W przypadku premii kredytowych za obligacje korporacyjne w euro rozwój w lipcu nie był tak jednoznaczny - według indeksu Markit iTraxx Europe premie za obligacje o ratingu inwestycyjnym spadły o prawie 5%, natomiast premie za obligacje o ratingu spekulacyjnym wzrosły o prawie 8%. Rozwój spekulacyjnych premii CDS był dla nas niespodzianką, ponieważ perspektywy łagodzenia polityki pieniężnej obu dużych banków centralnych miały być dla nich pozytywne.

POLSKO

Zgodnie z rozwojem w Niemczech, rentowności w Polsce również spadły. Na krótkim końcu niewiele się wydarzyło, ponieważ polski bank centralny, pomimo szybko rosnącej inflacji popytu, zdecydowanie przestrzega niezmiennych perspektyw stóp procentowych (dwuletnie rentowności spadły tylko o 0,05 p.p. do 1,55%). Na długim końcu nastąpił jednak kolejny spadek, tak jak w czerwcu o ćwierć punktu procentowego. Dziesięcioletnie rentowności osiągnęły 2,2%, czyli najniższą wartość od wiosny 2015 r.

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

WALUTY

W lipcu dolar umocnił się względem euro osiągając poziom 1,11 na koniec miesiąca. Choć prawdą jest, że amerykański bank centralny obniżył stopy procentowe i wskazał, że może to nie być ostatnia obniżka, ale rynek wyraźnie zauważył gołębi nastrój we Frankfurcie. W istocie Europejski Bank Centralny wysłał wyraźne sygnały na swoim posiedzeniu, że również poluźni politykę w tym roku i że może to również polegać na wznowieniu zakupów aktywów.

ROPA

Ropa (Brent) w lipcu nie doznała większych ruchów, cały miesiąc pozostawała w wąskim przedziale 58 ± 2 dolary za baryłkę.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska inflacja nadal rośnie, a polska gospodarka wciąż się rozwija. Jednak brak nawet śladowych elementów jastrzębia w banku centralnym i łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro wskazują tylko jeden kierunek w przypadku polskich rentowności. W dół.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

WALUTY

Zmiany kursu euro względem dolara dość dobrze odpowiadają naszym oczekiwaniom z poprzednich edycji tego materiału i dlatego nie widzimy powodu, aby zmieniać nasze perspektywy. Chociaż dolar umocnił się do 1,11 w lipcu, uważamy, że nastąpi jego osłabienie w drugiej połowie roku i kurs powróci do 1,13-1,15. To prowadzi nas do oczekiwań, że Fed, najwyraźniej kierowany przyczynami nieinflacyjnymi i makroekonomicznymi, jeszcze bardziej obniży stopy, podczas gdy EBC może również poluzować trochę politykę, ale, o ile gospodarka nie ostygnie znacząco, tylko ostrożnie, być może werbalnie.

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

RYNEK AKCYJNY

Lipcowe wyniki rynków giełdowych niewiele wskazywały, a inwestorzy w nadchodzących miesiącach będą nadal podążać za retoryką wiodących banków centralnych, która będzie głównym motorem dla giełd w nadchodzącym okresie. Oprócz działań banku centralnego, rynki akcji będą obserwować sytuację globalnej gospodarki i monitorować ryzyka dla handlu międzynarodowego. Mamy neutralny pogląd na rynek akcyjny. Pod koniec tego roku możemy spodziewać się przyspieszenia marż zysku, co sprawi, że wskaźniki wartości akcji staną się bardziej atrakcyjne, a teraz są one zbliżone do długoterminowych średnich historycznych. Akcje europejskie mogą odzwierciedlać słabe euro i nadal łagodną politykę 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 gospodarcze, w porównaniu do obecnych oczekiwań znacznie szybsza standaryzacja polityki monetarnej kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ, PBoC), wysokie zadłużenie peryferyjnych państw strefy euro, główne zagrożenia geopolityczne na czele z Bliskim Wschodem, Argentyną i Wenezuelą, a dla rynków rozwijających się silny amerykański dolar w połączeniu z rosnącymi stopami procentowym.

Pozytywnie odbieramy wiele akcji regionu środkowoeuropejskiego. Największy potencjał widzimy obecnie w słoweńskich i niektórych czeskich akcjach. Z akcji na rynku czeskim, ze względu na rosnące stopy procentowe i silnego konsumenta, pozytywnie patrzymy na akcje Erste Bank i Vienna Insurance Group oraz producenta wyrobów tytoniowych Philip Morris Czech. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do nowych akcji AVAST i szybko rozwijającego się właściciela Nova, grupy medialnej CETV. Wprowadzenie podatku bankowego, o którym spekulowano w ostatnich miesiącach, może stanowić ryzyko dla tytułów bankowych. Ten sam sektorowy problem podatkowy może również wpływać na ubezpieczycieli lub telekomunikację. Z segmentu START, części praskiej giełdy, jesteśmy pozytywnie nastawieni na akcje producenta ciągów do drukarek 3D Fillamentum, producenta obuwia Prabos, a także producenta bezpilotowego samolotu Primoco. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki 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