

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	-3,92 %	USA	0,14 %	USD/EUR	-1,80 %	Ropa Brent	-9,56 %
Europa – DJ Stoxx 600	-1,48 %	Europa	1,39 %	CZK/USD	4,99 %	Gaz	-3,92 %
Japonia – Nikkei 225	0,20 %	Czechy	1,55 %	CZK/EUR	3,09 %	Fotowoltaika	-1,21 %
MSCI Emer. Markets	-1,77 %	Polska	0,55 %	PLN/EUR	3,02 %	Złoto	-4,21 %
Czechy – PX	-3,89 %	Węgry	-0,14 %	HUF/EUR	2,28 %	Srebro	-17,38 %
Polska – WIG30	-4,30 %	Turcja*	2,00 %	TRY/EUR	3,15 %	Miedź	-0,08 %
Węgry – BUX	-5,53 %						

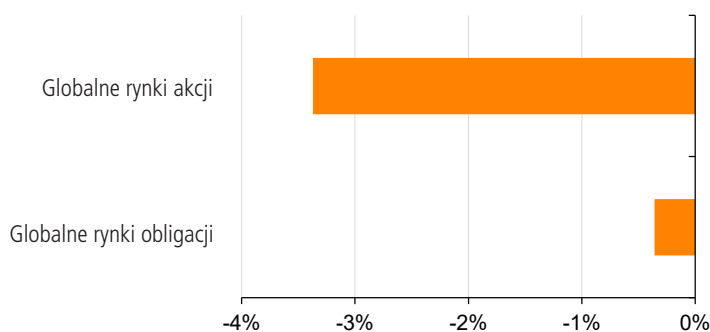
\* BofA Merrill Lynch index

## WRZESIEŃ W PIGUŁCE

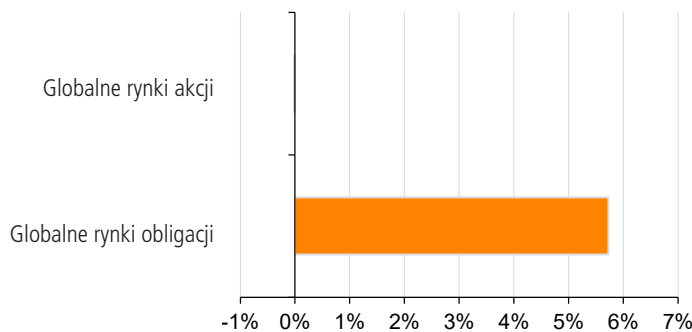
### SZYBKI PODSUMOWANIE SYTUACJI WE WRZESNIU

Światowe rynki akcji we wrześniu skorygowały niezwykle silne wzrosty z poprzednich pięciu miesięcy, najszerzy światowy indeks giełdowy, MSCI All Country World, stracił 3,4%. Jednocześnie nie widzieliśmy żadnego istotnego katalizatora, który mógłby pobudzić sprzedaż. Prawdopodobnie była to po prostu wypłata uzbiieranych zysków. Indeks MSCI All Country od początku roku znajduje się dokładnie na zerowym poziomie. Światowe rynki obligacji również nie radziły sobie dobrze we wrześniu, najszerzy indeks obligacji na świecie, Bloomberg Barclays, stracił 0,4%. Jednak od początku roku światowe rynki obligacji nadal przypisują ponadstandardową stop zwrotu 5,7%.

Stopy zwrotu we wrześniu



Stopy zwrotu od początku roku



Źródło: Bloomberg, Conseq

### SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

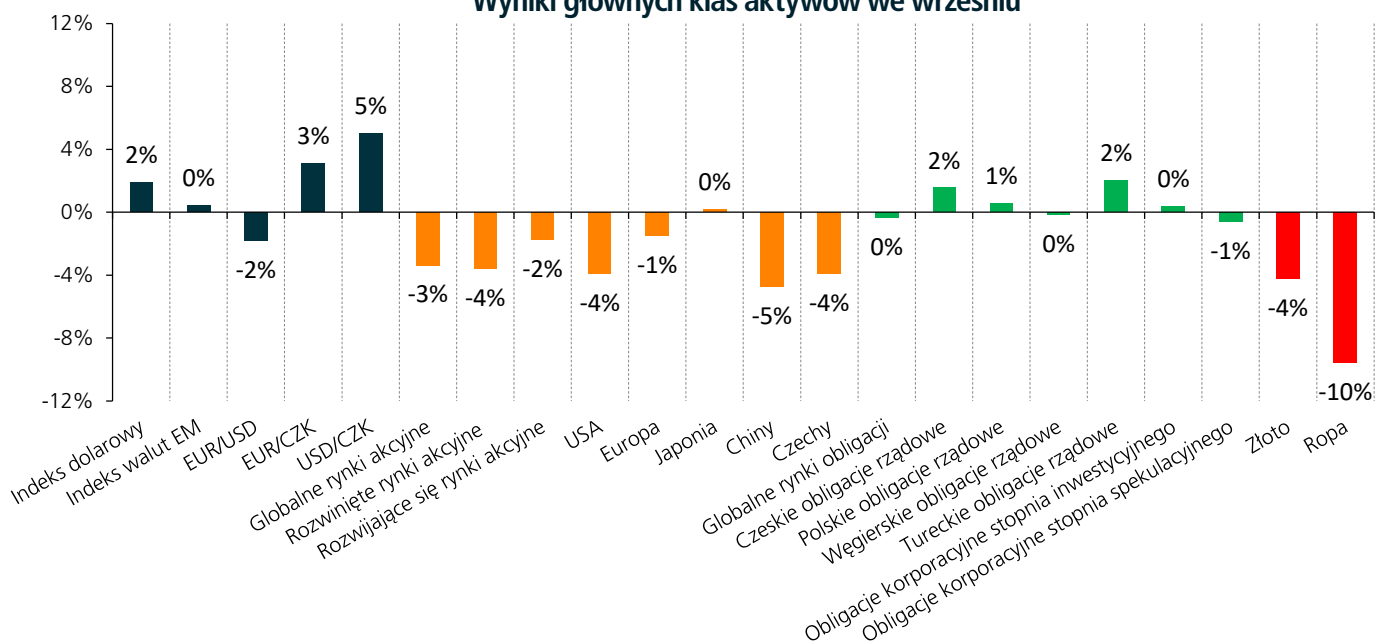
- Dolar we wrześniu wraz ze wzrostem awersji do ryzyka i spadkiem cen ryzykownych aktywów logicznie się wzmocnił. W rezultacie, indeks dolara DXY, który mierzy zachowanie dolara w stosunku do koszyka głównych walut światowych, umocnił się o 1,9%. W stosunku do euro dolar umocnił się o 1,8% do 1,172 dolara za euro. Jednak waluty gospodarek wschodzących względem dolara paradoksalnie lekko się umocniły, ich indeks wzrósł o 0,4% w stosunku do dolara.
- Czeska korona osłabiła się znacząco: wobec euro o 3,8% do 27,21 CZK/EUR natomiast wobec dolara o 5,9% do 23,24 CZK/USD.
- Najszerzy światowy indeks giełdowy MSCI All Country World stracił 3,4%. Z perspektywy regionalnej, tym razem rynki wschodzące odniosły relatywnie większe sukcesy niż rynki rozwinięte, a indeks MSCI Emerging Markets spadł o 1,8%. Indeks giełdowy gospodarek rozwiniętych MSCI World stracił 3,6%.
- Największe straty zanotowały akcje w Europie Środkowej (CECEEUR -8,4%), Rosji (RTSI -6,4%) i Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America -5,5%). Z drugiej strony, z monitorowanych rynków tylko Turcja odnotowała zysk (BIST 100 + 6,2%).
- Według indeksu PX praska giełda straciła 3,9%, a indeks PX zakończył miesiąc na poziomie 868 pkt..
- Światowe rynki obligacji nadal spadały, globalny indeks obligacji Bloomberg Barclays stracił na wartości o 0,4%. Jednocześnie średnia rentowność globalnych obligacji do wykupu według Bloombergu pozostała na poziomie 0,90% na koniec sierpnia.
- Globalny indeks obligacji skarbowych osłabił się nieznacznie o 0,1%. Tym razem obligacje korporacyjne straciły więcej. Globalny indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym stracił na wartości 0,8%, a globalny indeks korporacyjny o ratingu spekulacyjnym (high-yield) o 1,9%.

## WRZESIEŃ W PIGUŁCE

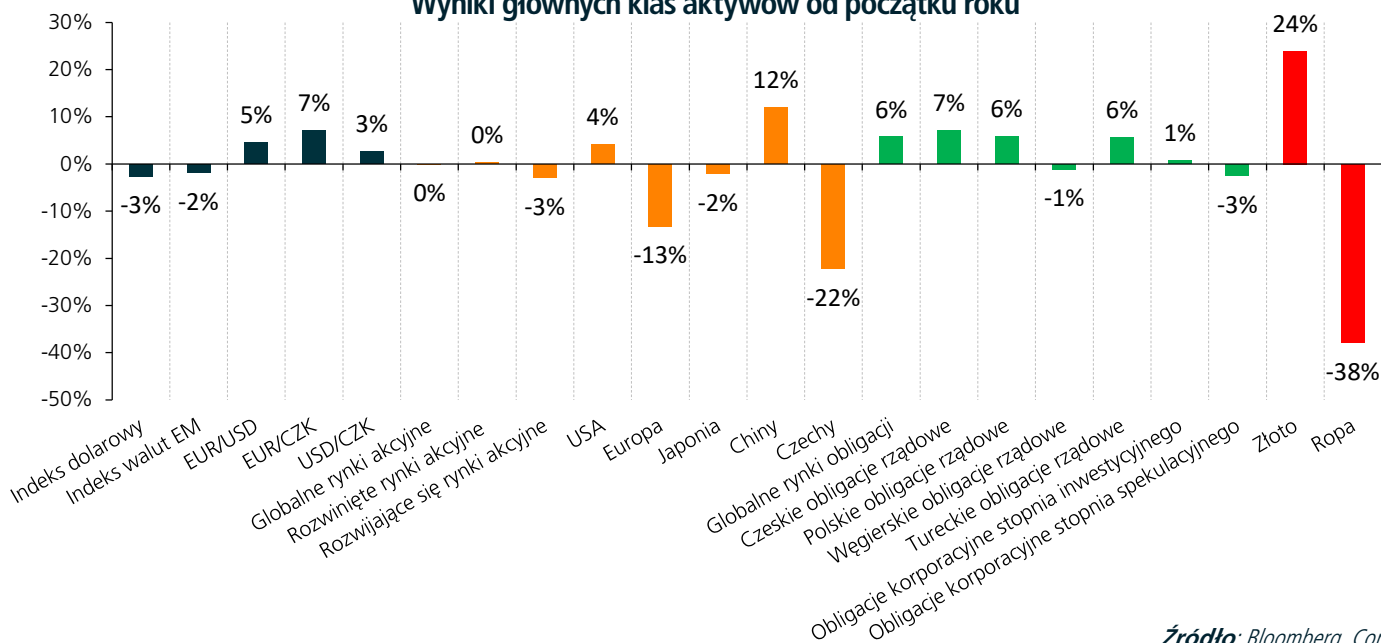
## SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Tym razem euro-obligacje korporacyjne osiągnęły mieszane wyniki, różniące się w zależności od przedziału ratingu kredytowego. Indeks obligacji przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym w euro umocnił się o 0,4%, podczas gdy indeks obligacji przedsiębiorstw o wysokiej rentowności w euro stracił na wartości 0,6%.
- Czeskie obligacje skarbowe tym razem radziły sobie bardzo dobrze, a ich indeks umocnił się o 1,5%. Rentowność obligacji rządowych o krótkim dwuletnim terminie zapadalności spadła o 0,08% do 0,06%.m Rentowność obligacji rządowych o długim 10-letnim terminie zapadalności spadła o 0,25% do 0,86%. Tym samym czeska krzywa dochodowości zmniejszyła swoje nachylenie.
- Polskie obligacje skarbowe umocniły się o 0,5%, węgierskie obligacje skarbowe spadły nieznacznie o 0,1%, a tureckie obligacje rządowe wzmocniły się o 2,0%.
- Globalny indeks towarowy S&P GSCI spadł o 3,6%. Cena ropy Brent spadła o 9,6% do 41 USD za baryłkę. Cena złota spadła o 4,2% do 1888 USD za uncję.
- Indeks zmienności VIX spadł nieznacznie o 0,2% do 26,4 punktu.

## Wyniki głównych klas aktywów we wrześniu



## Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



## WRZESIEŃ W PIGUŁCE

## CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych zdecydowaliśmy pod koniec września o zmniejszeniu udziału globalnego składnika akcyjnego, jednocześnie zmniejszając jego relatywną wagę w stosunku do benchmarków z neutralnego do -25%. Uzyskane środki zainwestowaliśmy w komponent obligacyjny.
- Ogólnie rzecz biorąc, mamy niedoważenie w akcjach i inwestycjach alternatywnych i odwrotnie, przeważenie w obligacjach w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych do wskaźników referencyjnych (indeksów porównawczych).
- W komponencie kapitałowym znacznie niedoważaliśmy Stany Zjednoczone i, odwrotnie, znacznie przeważaliśmy rynki wschodzące, na czele z wschodzącą Azją oraz Europą Środkowo-Wschodnią.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	-	+	-
	Niedoważenie	Przeważenie	Niedoważenie

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

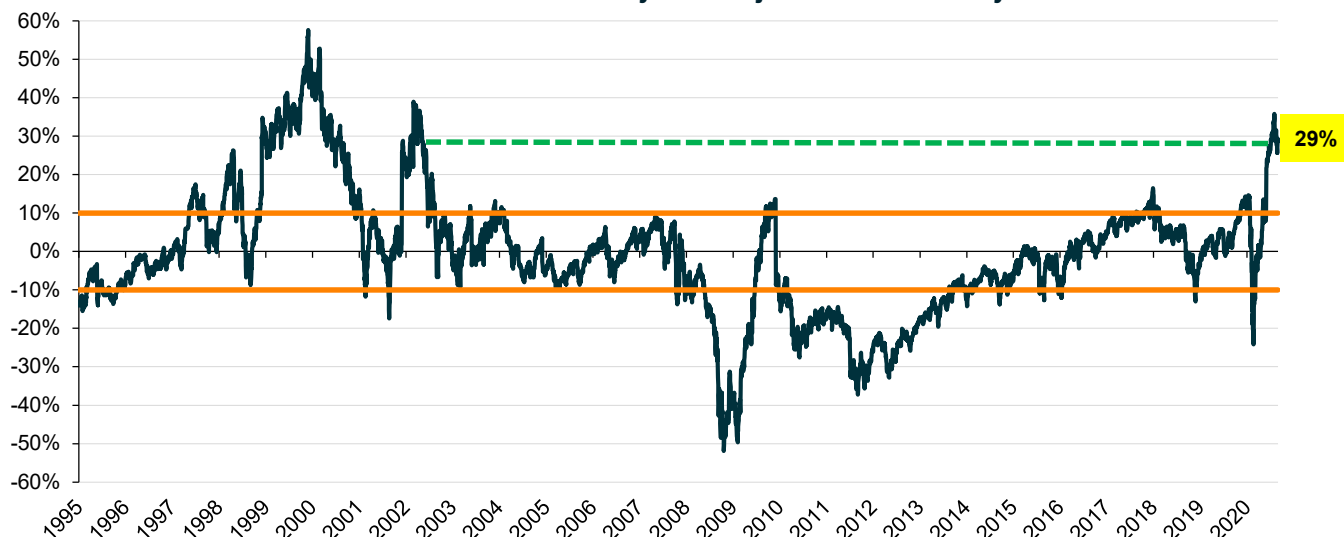
## JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nasze oczekiwania na 2020 r. zostały znacząco zmodyfikowane przez rozprzestrzenianie się epidemii koronawirusa na całym świecie. Scenariusz pozostaje ostrożnie pozytywny jednak biorąc pod uwagę, że od początku roku światowe rynki akcji osiągają obecnie na zerze, dość trudno będzie osiągnąć solidną pozytywną aprecjację w ciągu roku.
- Globalna gospodarka znajduje się w największej recesji od drugiej wojny światowej. Według najnowszej prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, światowy PKB powinien spaść w tym roku o 5%, czyli wielokrotnie więcej niż 1% w czasie światowego kryzysu finansowego w 2009 roku. Ponadto globalny obraz makroekonomiczny nieco się pogorszył we wrześniu, wygląda to na drugą dużą falę pandemii koronawirusa. Szczególnie w Europie. Stopniowe otwieranie się gospodarek zwalnia, a ożywienie gospodarcze w czwartym kwartale będzie słabsze niż oczekiwano miesiąc lub dwa temu.
- Kluczowe jest zatem to, że zdecydowana większość banków centralnych znacznie złagodziła politykę pieniężną w minionym okresie. Amerykański Fed zobowiązał się nawet do nieograniczonych zakupów dłużnych papierów wartościowych, w tym do zakupu obligacji korporacyjnych z ratingiem spekulacyjnym (high-yield). W rezultacie banki centralne znacząco wpłynęły na nastroje inwestycyjne.
- Jeśli chodzi o perspektywę dla globalnych akcji, pod koniec września zdecydowaliśmy się na niedoważenie akcji w naszych portfelach inwestycyjnych. Doprowadziły do tego przede wszystkim trzy powody: 1) dobre wyniki światowych giełd w tym roku, biorąc pod uwagę ogromne skutki globalnej pandemii, 2) bardzo wysokie wyceny akcji, najwyższe od 2002 roku oraz 3) ekstremalnie niepewne globalne perspektywy makroekonomiczne.
- Jeśli chodzi o obligacje, są one obecnie najdroższą globalną klasą aktywów w historii, ze średnią rentownością obligacji do wykupu według Bloomberg'a na koniec sierpnia na poziomie zaledwie 0,90%, pozostając blisko lipcowych minimów. Średnia realna rentowność globalnych obligacji do terminu zapadalności, tj. skorygowana o oczekiwaną stopę inflacji, jest zatem stosunkowo głęboko ujemna. W związku z tym nadal uważamy, że obligacje rządowe krajów stosunkowo wolnych od ryzyka nie dają wiele miejsca na solidną aprecjację w średnim okresie przez następne pięć lat.
- Z drugiej strony, naszym zdaniem obligacje korporacyjne są nadal relatywnie atrakcyjne po wcześniejszym gwałtownym spadku, co nadal dobrze obrazują marże kredytowe, które obecnie pozostają relatywnie dużo powyżej poziomu długoterminowych minimów z przełomu roku. Marże kredytowe są zatem nadal możliwe do dalszego, choć prawdopodobnie tylko nieznacznego, zacieśnienia.
- W każdym razie musimy nadal spodziewać się zwiększonej krótkoterminowej zmienności cen rynkowych wszystkich ryzykownych aktywów, na czele z akcjami.

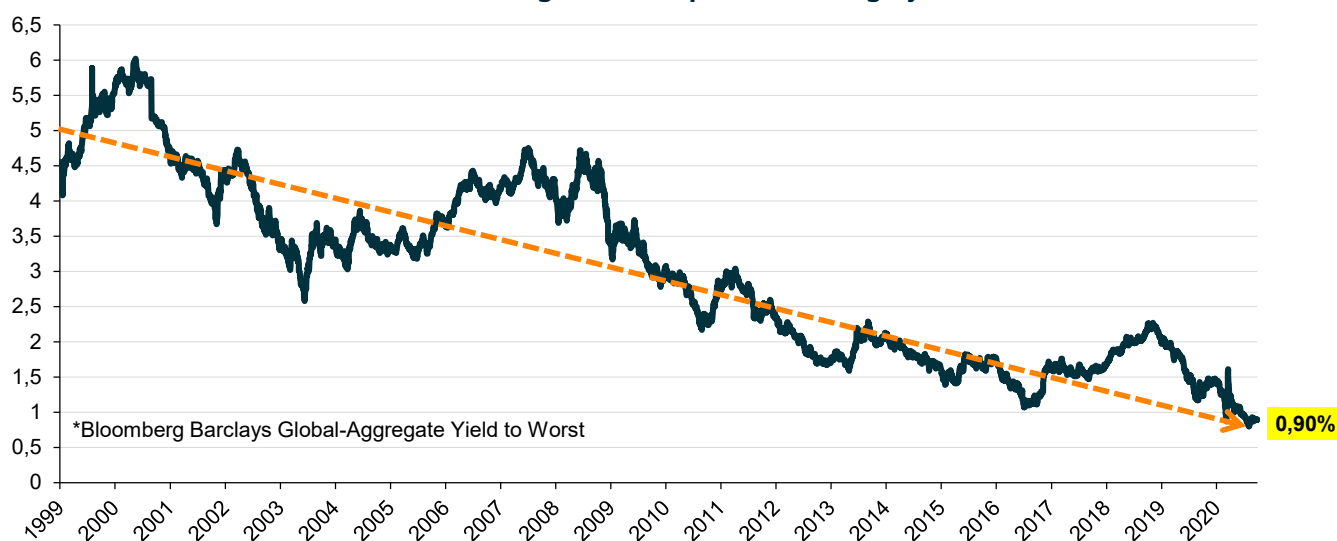
## WRZESIEŃ W PIGUŁCE

## JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

Światowa złożona zastrzeżona wycena akcji – MSCI All Country World Index



Średnia globalna stopa zwrotu obligacji



Źródło: Bloomberg, Conseq

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

Dane ekonomiczne poprawiają się, ale ze względu na ponowny wzrost zachorowań na koronawirusa jest mało prawdopodobne, aby miało to trwać długo. W sektorze usług widoczna jest rosnąca nerwowość, a spadająca inflacja wskazuje na słaby zagregowany popyt.

Według ostatecznych danych, gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW) spadła o 11,8% kwartał do kwartału w drugim kwartale, co było nieco lepszym wynikiem niż w pierwszym szacunku (12,1%), ale także patrząc na wyniki historycznie najgorszy wynik (gorszy niż w USA). Struktura danych pokazała, że do spadku przyczyniły się wszystkie składowe zagregowanego popytu, z wyjątkiem zapasów (wkład +0,07 pp we wzrost kwartał do kwartału) i oczywiście importu (+8,1 pp). Popyt gospodarstw domowych spadł o 6,6 p.p., eksport o 9,1 p.p., a nakłady brutto na środki trwałe o 3,8 pp. Gospodarka strefy euro spadła w ten sposób o 15,5% w pierwszej połowie roku.

Miesięczne dane publikowane w UGW we wrześniu pokazały dalszą poprawę sytuacji gospodarczej, ale także spadek inflacji.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

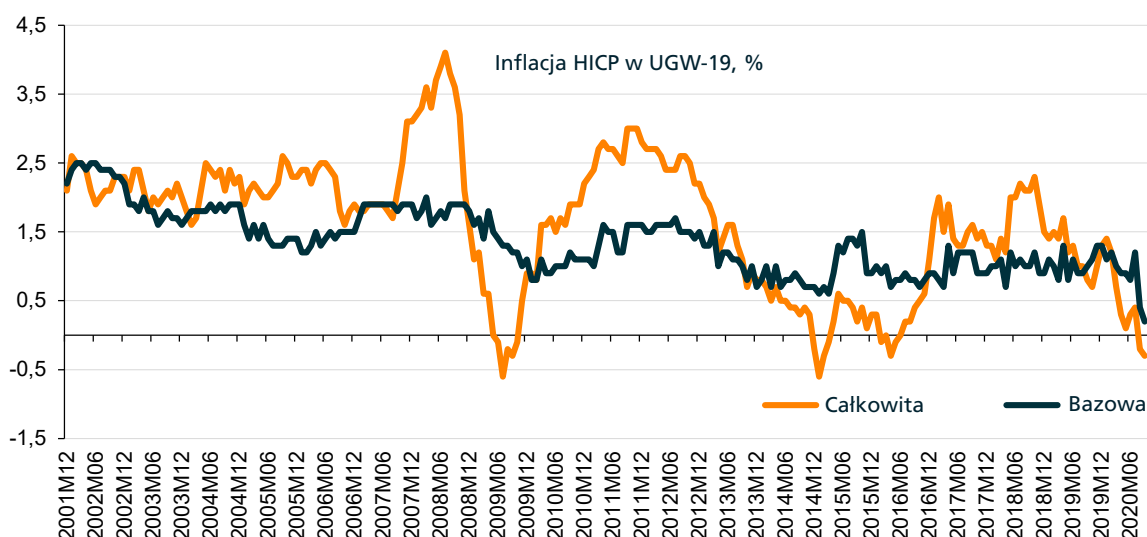
## UGW

**Sprzedż detaliczna**, po znaczącym spadku w marcu i kwietniu oraz równie silnym ożywieniu w maju i czerwcu, **osiągnęła dodatnie dynamiki rok do roku (+ 1,3% r/r) na koniec II kwartału. W lipcu spadły one jednak o 1,3% m/m**, co oznaczało, że ich dynamika rok do roku spowolniła do + 0,4%. Biorąc pod uwagę rozwój zaufania konsumentów w sierpniu (-14,7 pkt, tyle samo co w czerwcu) i wrześniu (-13,9), co odzwierciedla obawy o dalsze nasilenie się pandemii koronawirusa i groźbę zaostżenia restrykcji rządowych, **ale głównie ze względu na bezrobocie** ( pogarszającej się dalej, do 8,1% w sierpniu, czyli o 0,9 pp więcej niż w marcu) w kolejnych miesiącach można spodziewać się raczej dalszego pogorszenia tempa wzrostu sprzedaży. **W lipcu produkcja przemysłowa uległa dalszej poprawie.** Po spadku o prawie jedną trzecią w marcu i kwietniu oraz po wzroście o prawie jedną czwartą w maju i czerwcu, poprawił się o dalsze 4,7% w lipcu; spadek rok do roku zwolnił w ten sposób z 12% na koniec drugiego kwartału do 7,7% na początku trzeciego kwartału. Najgorzej wypadają Niemcy (-11,6%), najlepiej Hiszpania (6,8%). Jednak zaufanie do przemysłu jest już na poziomie z marca (-11,1 w porównaniu do marca -11,2 pkt; luty 2020: -6,2 pkt).

**Główne wskaźniki ogólnie uległy poprawie.** Zaufanie konsumentów, jak już wspomnieliśmy, było we wrześniu istotnie słabsze niż w lutym (luty -6,6 pkt, wrzesień -13,9 pkt), pomimo poprawy w ostatnich miesiącach (w tym samego września). **Niemiecki indeks IFO** wzrósł od kwietniowego dołka 74,3 punktu (maj 79,7, czerwiec 86,3, lipiec 90,4 i sierpień 92,5) do 93,4 punktu we wrześniu, czyli dosłownie zaledwie kilka punktów mniej niż jego wartość z lutego br. (95,8). Jednak ocena bieżącej sytuacji poprawiła się znacznie mniej od kwietnia (79,4) (wrzesień: 89,2; luty 2020: 98,8) niż oczekiwano (kwiecień: 70, wrzesień: 97,7). Na razie znaczna część poprawy indeksu IFO wynika z oczekiwań na lepszą przyszłość. Według ostatecznych danych, wskaźnik **PMI w przemyśle** we wrześniu uległ dalszej poprawie (53,7 vs. sierpień 51,7), głównie za sprawą ponad dwuletnich rekordów w Niemczech i we Włoszech (56,4 i 53,2 pkt). Zwiększyły się również nowe zamówienia, te eksportowe najbardziej od lutego 2018 r., co jest dość dziwne, biorąc pod uwagę rozwój kursu euro. Zaufanie w przyszłość osiągnęło najwyższy poziom od kwietnia 2018 r. (głównie we Włoszech, ale wiara w przyszłość wzrosła również w Niemczech). Z drugiej strony, zatrudnienie nadal spadało, choć w najwolniejszym tempie od lutego. Gorzej sytuacja wygląda w dominującym sektorze usług. Według wstępnych danych, indeks usług spadł w sierpniu do najniższego poziomu od czterech miesięcy (47,6 vs. 50,5 pkt w sierpniu), w wyniku ponownego wzrostu liczby nowych przypadków COVID19.

**Bezrobocie** skorygowane o sezonowość, jak już wspomniano, wzrosło w sierpniu do 8,1%, najwyższego poziomu od lipca 2018 r. Bezrobocie powoli rośnie we wszystkich głównych gospodarkach, czego należało się spodziewać, biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą. Od początku kryzysu wzrost stopy bezrobocia był znacznie mniejszy, niż gdyby nie było masowej pomocy (wtedy bezrobocie na pewno przekroczyłoby dziś 10%), ale widać, że sytuacja na rynku pracy się pogarsza. W Hiszpanii sytuacja jest relatywnie najgorsza, a bezrobocie wróciło do wartości z wiosny 2018 r.

## Inflacja bazowa w strefie euro nadal spada z powodu usług i towarów przemysłowych.



Źródło: Eurostat, <http://bit.ly/1Zmnnigq>

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

**Według pierwszych szacunków inflacja zasadnicza spadła we wrześniu do nowego najniższego poziomu w historii, a presja dezinflacyjna jeszcze się nasiliła.** We wrześniu, według wstępnych danych, zarówno inflacja zasadnicza, jak i bazowa spadły, w przypadku inflacji bazowej z 0,4% w sierpniu (co było wówczas najniższym w historii) do 0,2% (nowe historyczne minimum). Nastąpiło dalsze spowolnienie dynamiki cen usług (lutycz: 1,6% r / r, sierpień: 0,7%, wrzesień: 0,5%) oraz pogłębienie deflacji w przedziale cenowym dóbr przemysłowych (lutycz: 0,5%, sierpień: -0,1%, wrzesień: -0,3%). Obydwa wskazują na dalsze presje dezinflacyjne.

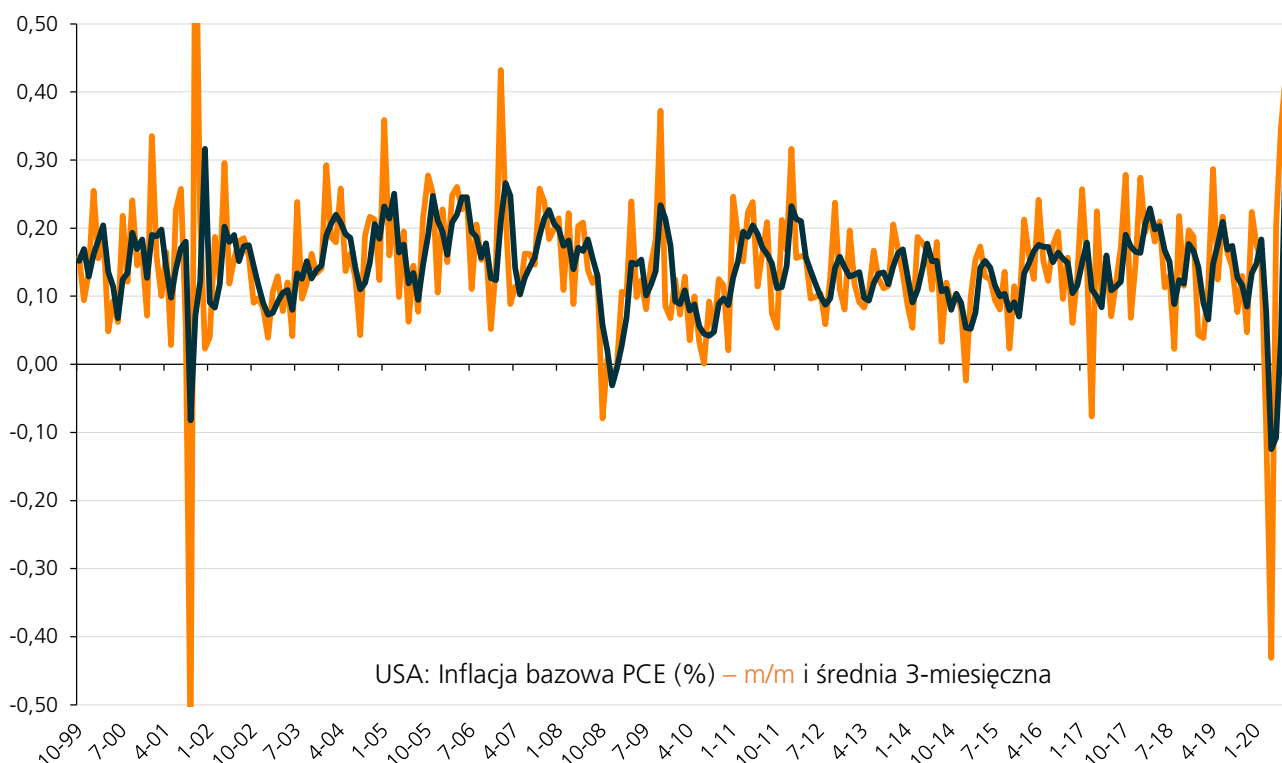
**EBC zebrał się 10 września i nie zmienił swojego nastawienia w polityce pieniężnej.** Nawet ze względu na rekordowo niską inflację bazową, którą zanotowano w sierpniu (a potem we wrześniu). Bank centralny wspomniiał, że prawdopodobnie kupi cały wolumen w ramach OIPE („Pandemic Emergency Purchase Programme”), tj. 1350 mld. EUR (zwiększono go o w czerwcu 2020 r. z poprzednich 750 mld euro). Bank centralny również opublikował nową prognozę we wrześniu, ale były tylko niewielkie zmiany w porównaniu z poprzednią prognozą. W tym roku bank centralny spodziewa się spadku gospodarki o 8% (poprzednia prognoza -8,7%), a w przyszłym roku ponownie o 5% (w 2022 o 3,2%). Inflacja pozostanie niska, osiągając średnio 1,3% w 2022 r., zgodnie z nową prognozą, czyli poniżej celu EBC; oznacza to, że EBC nie spodziewa się zacieśnienia polityki pieniężnej. I nic dziwnego.

## USA

**Rynek pracy nadal się poprawia, a inflacja ma za sobą najszybszy kwartał od 30 lat. Poza przemysłem większość wskaźników miesięcznych jest na poziomach z lutego lub blisko nich. Bank centralny zachowuje spokój.**

Według ostatecznych danych, gospodarka amerykańska spadła nieco mniej w II kw. (-31,4% q/q w ujęciu rocznym) niż według pierwszego (-32,9%) i drugiego (31,7%) szacunku, ale jest to oczywiście bezprecedensowy spadek. Struktura wzrostu była identyczna z tym, co widzieliśmy w poprzednich danych. Największy wpływ na spadek miały wydatki konsumpcyjne na usługi (-22 p.b.), inwestycje trwałe (-5,3 p.b.) i eksport (-9,5 p.b.). Dodatni wkład pochodził od rządu, ale był to tylko pomijalnie mały wkład (+0,8 p.b.) i oczywiście z importu (+10,1 p.b.).

## Wzrosła miesięczna dynamika inflacji bazowej w USA



Źródło: FRED databáze (<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPILFE>)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

Dane opublikowane we wrześniu 2020 roku znów były dobre. **Zamówienia na dobra trwałe**, po spadku o ok. 35% m/m w marcu i kwietniu, wzrosły o 15% w maju, kolejne 7,7% w czerwcu i nawet 11,2% w lipcu. Chociaż w zasadzie stagnacja nastąpiła dopiero w sierpniu (+ 0,4%), to wciąż jest tylko 5,4% niższa niż pod koniec lutego. Wyłączając kategorię samolotów i kategorię sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie reprezentują wartość zastępczą dla stałych inwestycji większości firm, otrzymujemy jeszcze lepsze liczby: za marzec i kwiecień spadek o ok. 8%, przez kolejne 4 miesiące wzrost w takim stopniu (+ 1,5% m / m, + 4,3% m / m, + 2,5% m / m + 1,7% m / m), że na koniec sierpnia zamówienia były już 1,9% powyżej poziomu z lutego. Co zaskakujące, taki wzrost tego wskaźnika nastąpił od maja, zwłaszcza w obliczu niepewności co do sytuacji **produkcji przemysłowej**. Wprawdzie między majem a sierpniem wzrosła o ok. 11% (tylko w sierpniu o 0,4% m/m), to nadal jest o prawie 8% niższa rok do roku (także w porównaniu do lutego 2020 r.). Całkowita **sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw, po spadku o 17% w marcu i kwietniu, wzrosła o jedną piątą w ciągu kolejnych dwóch miesięcy. W lipcu i sierpniu wzrost spowolnił (1,1% i 0,7%), ale pozostał dodatni, a sprzedaż detaliczna osiągnęła 3,1% powyżej poziomu z lutego na koniec lata i prawie 4% powyżej poziomu z końca sierpnia 2019 r.

Wynika to przede wszystkim z ciągłego masowego wsparcia fiskalnego, które jest niezwykle hojne (dla wielu osób wsparcie jest nawet wyższe niż zarobki). Choć początkowo wsparcie to miało się skończyć pod koniec lipca, prezydent Trump przedłużył je dekretem (choć nastąpiło obniżenie składek).

**Amerykański rynek pracy poprawia się, ale nadal jest daleki od normy.** Stopa bezrobocia spada (spadła do 7,9% we wrześniu), spada również stopa bezrobocia U6 (dotyczy to nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż chcieliby oraz tych, którzy z braku nadziei na znalezienie pracy zrezygnowali z poszukiwania pracy), która we wrześniu wyniosła 12,8%. To są pozytywne dane. Jednak rozwój pomocy i wniosków o zasiłek jest negatywny. Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych utrzymują się nieco poniżej 900 tys., co nadal wskazuje na bezprecedensową utratę miejsc pracy, podczas gdy bieżące wnioski o wsparcie są o 13 mln niższe niż w maju, ale wartości nieco poniżej 12 mln w połowie września są również zupełnie bezprecedensowe i wskazują na trwałą „wolę” na rynku pracy.

**Bazowa inflacja PCE w ujęciu rocznym pozostaje niska i znacznie poniżej celu Fed.** Jednak dobrą wiadomością dla Fed jest to, że wzrost w ostatnich trzech miesiącach (0,3% m / m w czerwcu, 0,4% w lipcu i 0,3% w sierpniu) to najszybszy kwartalny wzrost poziomu cen od marca do maja 1990 roku. Powinno to stopniowo przynosić wyższą inflację rok do roku, która obecnie wynosi zaledwie około 1 procenta.

**Bank centralny spotkał się w połowie września**, zgodnie z oczekiwaniami nie nastąpiła zmiana nastawienia w polityce pieniężnej. Była to pierwsza sesja po tym, jak prezes Fed Jerome Powell ogłosił na sympozjum w Jackson Hole w sierpniu, że Fed będzie tolerował inflację wyższą niż 2 procent. W raporcie z posiedzenia również to podkreślono: Fed powiedział, że utrzyma skrajnie luźną politykę pieniężną tak długo, jak długo będzie trzeba, aby średnia stopa inflacji osiągnęła 2% (zakładając, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną zakotwiczone). Dwóch członków FOMC nie zgodziło się z tym stanowiskiem – Neel Kashkari, który wolał, aby FOMC zobowiązał się do nie zacieśniania polityki pieniężnej, dopóki inflacja bazowa nie osiągnie poziomu 2% w sposób trwały, oraz Robert Kaplan, który chciałby większej elastyczności w protokołach na przyszłość. W każdym razie szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej w najbliższych dwóch latach są minimalne.

Kaplan, który chciałby większej elastyczności w protokołach na przyszłość. W każdym razie szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej w najbliższych dwóch latach są minimalne.

## CEE3

## POLSKA

**Polska gospodarka ożywa szybciej niż oczekiwano i choć to w połączeniu ze słabym złotym oznacza, że inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie, bank centralny nie jest jeszcze zaniepokojony taką sytuacją. Przynajmniej nie na zewnątrz.**

**Polska gospodarka skurczyła się o 8,9% q/q w drugim kwartale, przy spadku rok do roku o 8,2%.** To oczywiście bezprecedensowy spadek w Polsce, podobnie jak w innych krajach, ale też mniejszy niż w krajach strefy euro (choć nieco większy niż w pierwszym szacunku, który wyniósł -7,9%). Najistotniejszą przyczyną spadku był (w przeciwieństwie do Czech) znaczący spadek inwestycji (-10,9% r/r) oraz wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych (-10,9% r/r); inwestycje zmniejszyły w ten sposób wzrost o prawie 2 punkty procentowe, popyt gospodarstw domowych o ponad 6 punktów procentowych. Z drugiej strony wzrost eksportu netto zwiększył się o 0,8 pp.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## CEE3

## POLSKA

**Miesięczne dane opublikowane we wrześniu wspierają optymizm na drugą połowę bieżącego roku. Produkcja przemysłowa** poprawia się. Po spadku o około 29% w marcu i w kwietniu, wzrosła o ponad 23% w ciągu następných dwóch miesięcy. W lipcu dodała kolejne 5,9%, a fakt, że rok do roku był już dodatni w sierpniu (1,6%), spowodował niewielki wzrost o 0,5% miesiąc do miesiąca w sierpniu. Wzrost rok do roku jest teraz taki sam, jak w grudniu 2019 r. Indeks PMI, po powrocie powyżej 50 punktów w lipcu, pozostał powyżej 50 punktów w sierpniu (50,6) i wrześniu (50,8). **Oczywiście realna sprzedaż detaliczna odnotowała dramatyczne spowolnienie w marcu i kwietniu w związku z zamykaniem sklepów, ale w kolejnych miesiącach sytuacja się poprawiała.** Nie inaczej było latem. O ile sprzedaż w ujęciu realnym wzrosła o prawie 10% r/r w lutym, to w marcu straciła 7% rok do roku, a w kwietniu nawet 22,6%. W maju roczna stopa spadku zwołniła i osiągnęła „zaledwie” 8,6%, gdy gospodarka zaczęła się ponownie otwierać, a w czerwcu sprzedaż była tylko o niecałe dwa procent niższa niż w tym samym miesiącu 2019 roku. **W lipcu, po 4 miesiącach spadku rok do roku, sprzedaż wróciła do dodatniego wzrostu rok do roku, który osiągnął + 2,7%. W sierpniu stopa ta spadła do 0,4%.** Biorąc pod uwagę rozwój sytuacji gospodarczej w tym roku, jest to z pewnością zaskakująco pozytywny rozwój.

Fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych ustabilizowały się w trzecim kwartale. Płace wzrosły o 3,8% w lipcu i 4,1% w sierpniu. Rynek pracy również poprawił się w trzecim kwartale w porównaniu z drugim kwartałem: stopa bezrobocia skorygowana o sezonowość wyniosła w czerwcu 6,4%, a w sierpniu tylko 6,2% (czyli wciąż prawie o punkt procentowy więcej niż w sierpniu rok temu).

**Inflacja dalej spadła w sierpniu** (z 3% w lipcu do 2,9%), ważniejsza jest jednak informacja, że inflacja bazowa w czerwcu z poziomu 4,3% czyli najwyższego poziomu od listopada 2001r. spadła do równych 4%. Mimo wszystko jest to wartość o 1,8 pp. wyższa niż w sierpniu 2019 r. Jednak według wstępnych danych inflacja zasadnicza ponownie wzrosła we wrześniu (3,2%), przy czym prawdopodobnie ponownie wzrosła również inflacja bazowa.

**Rada Polityki Pieniężnej (RPP)** spotkała się ponownie po wakacyjnej przerwie 15 września. Rynek nie został niczym zaskoczony, stopy utrzymane zostały na historycznie i regionalnie najniższym poziomie 0,1%, kontynuowane są zakupy aktywów (NBP kupił dotychczas obligacje rządowe i obligacje gwarantowane przez rząd za 103 mld zł). Nie dowiedzieliśmy się niczego nowego o perspektywach polityki pieniężnej. RPP zaznaczyła, że ożywienie jest szybsze niż się ogólnie spodziewano, ale przyszłe wydarzenia są otoczone dużą niepewnością (pandemia, nastroje, płace). Członkowie RPP również negatywnie odnieśli się do sytuacji wokół złotego, choć obawy inflacyjne regionalnych banków centralnych, w tym Polski, są obecnie daleko w tyle.

## ROPA

Po tym, jak ropa naftowa (WTI) znalazła się w kwietniu w doskonałej burzy (zamknięcie gospodarek przez koronawirusa i wynikający z tego spadek popytu na ropę, a także konflikt między OPEC a Rosją), która postawiła cenę ropy do fizycznego zużycia na głęboko ujemnym poziomie, sytuacja uspokoiła się w kolejnych miesiącach. W czerwcu, lipcu i sierpniu ropa utrzymywała się w przedziale 37-43 USD. Nie inaczej było we wrześniu: na początku miesiąca spadła do dolnej granicy przedziału, potem wzrosła powyżej 40 USD za baryłkę, natomiast pod koniec września cena powróciła do poziomu 38 USD za baryłkę.

## RYNKI AKCYJNE

Na światowych giełdach odnotowano mniejszą realizację zysków, najszerszy światowy indeks giełdowy, MSCI All Country World, spadł o 3,4%. We wrześniu nie otrzymaliśmy żadnych istotnych informacji cenowych zarówno ze strony poszczególnych spółek, jak i wskaźników ekonomicznych. Inwestorzy skorzystali w ten sposób na wzroście giełdowym z poprzednich miesięcy i zamknęli część zysków. W USA najbardziej poprawiły się sektory technologiczne i energetyczne. W Europie, po aferze związanej z praniem brudnych pieniędzy, nie radził sobie dobrze sektor bankowy, a także turystyka i technologia. Z drugiej strony, sektory konsumenckie i użyteczności publicznej osiągnęły dobre wyniki. Amerykański indeks giełdowy S&P 500 spadł o 3,9% miesiąc do miesiąca, europejski indeks DJ STOXX 600 o 1,5%, a japoński Nikkei 225 wzrósł nieznacznie o 0,2%.

## RYNKI AKCYJNE

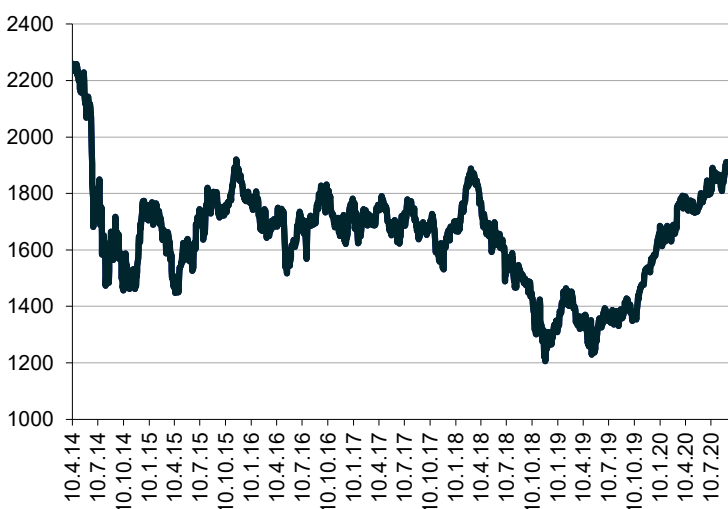
Akcje z regionu Europy Środkowej również zawiodły. Rynki lokalne mają relatywnie większe znaczenie w sektorze bankowym, który stracił we wrześniu. Akcje CME osiągnęły dobre wyniki na praskiej giełdzie, spekulowano na temat rychłego złożenia oferty kupna akcji przez PPF. Akcje wszystkich banków, w tym firmy ubezpieczeniowej VIG, zakończyły się stratami. W przypadku sektora bankowego to samo dotyczyło pozostałych krajów regionu - Polski, Węgier i Słowenii. W Polsce tracił także sektor konsumencki i energetyczny (w wyniku spadku cen ropy naftowej oraz marż rafineryjnych i petrochemicznych). Akcje spółki telekomunikacyjnej Play odnotowały pozytywne wyniki w związku z ofertą kupna 100% akcji przez francuską firmę telekomunikacyjną Iliad. Akcje utility wypadły dobrze w oparciu o przedstawione zarysy transformacji polskiej produkcji energii elektrycznej w kierunku zrównoważonych źródeł, ewentualne finansowanie oraz podział istniejących spółek spółdzielczych. Ciekawym wydarzeniem była polska oferta publiczna spółki e-commerce Allegro, która jest liderem (udział w rynku 36%) sprzedaży internetowej w Polsce. Firma została wyceniona na 44 miliardy złotych, co czyni ją największą spółką notowaną na polskiej giełdzie. Pod koniec miesiąca odbyła się także oferta publiczna na praskiej giełdzie spółki Česká zbrojovka. Jest to firma niecykliczna, o stale rosnącej sprzedaży, wysokiej jakości produktach, dobrym zarządzaniu i zdrowej strukturze kapitałowej. Czeski indeks giełdowy PX stracił 3,9% miesiąc do miesiąca, polski WIG 30 spadł o 5,2%, węgierski BUX o 5,5%, a tylko rumuński BET zdołał utrzymać się w dodatnim paśmie 0,1%.

Niewielka korekta również nie umknęła akcjom rynków wschodzących, kiedy to zagregowany indeks MSCI Emerging Markets USD stracił we wrześniu 1,8%. Zanotowano pierwszy miesiąc strat od marca, kiedy panika koronawirusa osiągnęła szczyt. Chińskie akcje zanotowały słabszy miesiąc po silnym wzroście, ewentualnych ograniczeniach ze strony USA dla chińskich firm technologicznych (Huawei) oraz wprowadzeniu zakazów korzystania z aplikacji TikTok i WeChat. Akcje indyjskie również straciły na wartości, choć znacznie mniej. Zatwierdzone reformy rządowe (w zakresie rolnictwa i rynku pracy) zostały pozytywnie ocenione przez inwestorów. Akcje rosyjskie i brazylijskie nie uniknęły strat we wrześniu. Dobrze zachowywały się akcje spółek koreańskich, meksykańskich i tajwańskich. Nadal jest tak, że sytuacja jest bardzo różna w różnych regionach.

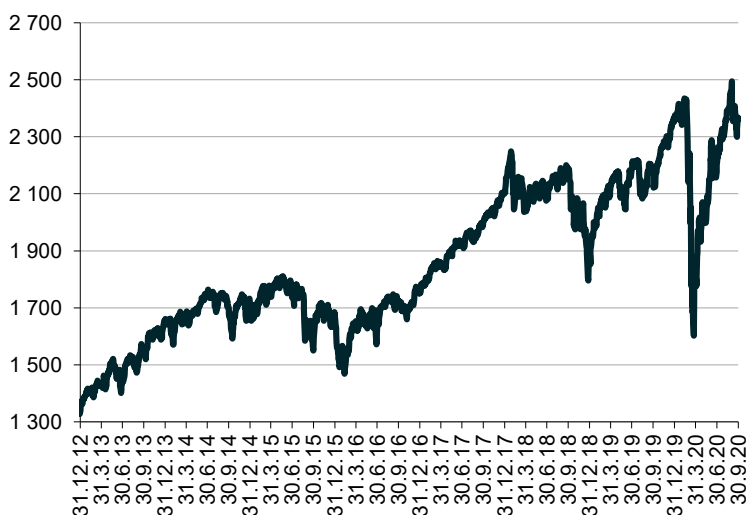
## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



## MSCI WORLD INDEX



## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

We wrześniu po obu stronach Atlantyku nie wydarzyło się nic znaczącego. Niemiecka krzywa dochodowości spadła we wrześniu, jej nachylenie się zmniejszyło. Na krótkim końcu rentowności spadły o około 2 p.b. do -70 p.p., na długim końcu o 10 p.b. do -52 p.p. W Stanach Zjednoczonych zmiany były jeszcze mniejsze, dosłownie nieistotne. Na krótkim końcu rentowności nie zmieniły się od początku września do końca (poziom +13 b.b.), na długim końcu wzrosły o 1,5 pkt do 68 pkt. Rynki obligacji nadal pozostawały pod kontrolą trwającej ultra-wolnej polityki monetarnej Banku Światowego i jego programów luzowania ilościowego, a także braku silniejszych oczekiwań co do długoterminowej presji inflacyjnej.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

We wrześniu sytuacja na rynku kredytowym przebiegała spokojnie, choć poprawa, którą obserwowaliśmy w poprzednich miesiącach, nie powtórzyła się.

Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym denominowane w euro nadal rosły we wrześniu, ale tylko nieznacznie: zmiana tzw. indeksu total return wyniosła +0,08% (w przypadku obligacji spekulacyjnych ten sam wskaźnik spadł o 0,6%). W przypadku instrumentów dolarowych rozwój był ujemny - dla ratingu inwestycyjnego spadek o 0,33%, dla ratingu spekulacyjnego o 1,25%.

Rozwój premii kredytowych dla kontraktów CDS był również inny dla obligacji spekulacyjnych i inwestycyjnych. Według indeksu Markit iTraxx Europe premia kredytowa korporacji wzrosła o 9,6% (był to pierwszy wzrost tych premii od marca). Na poziomie spekulacyjnym składki spadły o 1,7%, ale nadal są o 30% wyższe niż na koniec lutego.

Ogólnie europejski segment obligacji korporacyjnych pozostaje pod silnym wpływem EBC. W ramach programu CSPP stale utrzymuje on tygodniowe zakupy na poziomie od 1 do 2 miliardów euro. We wrześniu kupił prawie 7,5 mld euro, co było najwyższym wolumenem od maja 2017 roku.

## RYNKI OBLIGACJI POLSKA

We wrześniu polska krzywa rentowności niewiele się zmieniła. 10-letnie polskie rentowności spadły o 6,5 punktu do 1,3% we wrześniu, podczas gdy dwuletnie o 4 p.p. do 0,08%. Jedyną częścią krzywej, w której ruchy były nieco bardziej wyraźne, była część środkowa, gdzie rentowności pięcioletnie i siedmioletnie spadły o 13-14 p.b. do odpowiednio 0,6% i 1%

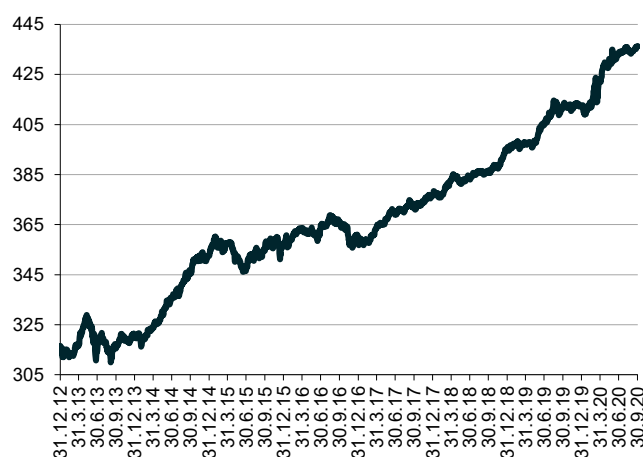
## WALUTY

**Kurs euro do dolara, po osłabieniu z 1,13 do 1,19 w lipcu i oscylowaniu jedynie w wąskim przedziale  $\pm 1$  centa od 1,19 w sierpniu, we wrześniu przeszedł do ostrożnego, stopniowego osłabienia.** Podczas gdy pod koniec sierpnia euro było notowane w stosunku do dolara na poziomie 1,195, na koniec miesiąca było o 2 centy niższe. Przyczyną umocnienia dolara było pogorszenie się sytuacji epidemiologicznej w Europie.

**Korona czeska** stopniowo osłabiała się w pierwszych dwóch dekadach września, ale nie osiągnęła słabszych wartości niż 26,75. Jednak w ostatniej dekadzie gwałtownie podskoczyła do 27,20, czyli do wartości, na których nie była od wiosennej paniki. Przyczyną nie była inflacja czy inne dane makroekonomiczne, ale pogarszająca się sytuacja epidemiologiczna, która spowodowała przywrócenie stanu wyjątkowego na początku października.

Podobnie jak kurs korony czeskiej, rozwijał się również **kurs złotego do euro**. W pierwszych dwóch dekadach kurs był nadal stabilny (4,45), co było tylko niewielkim osłabieniem w porównaniu z końcem sierpnia (4,40). Po tym jednak nastąpiło zerwanie kursu i złoty osiągnął 4,60. Pod koniec miesiąca kurs powrócił nieco niżej, ale ostatni raz 4,55 było widziane w kwietniu. Jeszcze gorzej wypadł **węgierski forint**, który w ostatniej dekadzie września zniwelował nawet wiosenne historyczne minima (365 forintów za euro). Interwencja banku centralnego jeszcze mu nie pomogła.

## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska jest nisko zadłużoną gospodarką o solidnych podstawach i bankiem centralnym, który, co zaskakujące dla wielu, obniżył stopy procentowe do zera. Presja na wzrost dochodów w Polsce może jednak zacząć pojawiać się w scenariuszu ożywienia gospodarczego i utrzymującej się rosnącej inflacji, co już wyraźnie kontrastuje ze skrajnie (jak na polskie standardy) luźną polityką pieniężną. Jednak niskie rentowności w strefie euro prawdopodobnie osłabią silniejszy wzrost polskiej krzywej.

## WALUTY

**Rozwój euro wobec dolara był w lipcu zaskakująco szybki, w sierpniu nudny, a we wrześniu zgodny z oczekiwaniami.**

Oslabienie dolara w kierunku 1,20 było spowodowane przede wszystkim spekulacjami na temat zmiany strategii polityki pieniężnej Fed, która została następnie potwierdzona. Wpływ tego czynnika mógłby mieć trwalszy negatywny wpływ na wartość kursu dolara, byłby też obciążony skrajnie niekorzystną sytuacją fiskalną w USA oraz niepewnością polityczną związaną z wyborami prezydenckimi. W rezultacie oczekujemy kontynuacji tendencji do osłabienia dolara w kolejnych miesiącach.

Z fundamentalnego punktu widzenia **polski złoty** byłby świadkiem wartości znacznie silniejszych niż dzisiaj. Jednak pogarszająca się sytuacja wokół koronawirusa i brak kul w postaci wyższych stóp realnych uniemożliwi silniejsze umocnienie złotego. Obecnie spodziewamy się jedynie powrotu do poziomu 4,40 do końca roku.

## RYNEK AKCYJNY

Sytuacja dotycząca COVID19 nie zmieniła się znacząco na całym świecie w ciągu ostatniego miesiąca, ale liczba nowo zakażonych pacjentów stopniowo rośnie w krajach europejskich. Giełdy we wrześniu, bez większych informacji o wycenie, zamknęły część wcześniej wypracowanych zysków. Przyczyną tego kroku były zapewne zbliżające się wybory prezydenckie w USA, problemy geopolityczne w różnych częściach świata, rosnące zadłużenie rządów i korporacji, nieprzewidywalna sytuacja dotycząca rozwoju COVID 19 w miesiącach zimowych i wiele innych. Dlatego ostrożnie podchodzimy do **rynków akcji w krótkim okresie**. Negatywnych wyników spodziewamy się głównie po firmach amerykańskich, zwłaszcza tych, które są objęte indeksem technologicznym Nasdaq. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się, że wyniki spółek rozwijających się pozostaną w tyle, a akcje spółek wartościowych, takich jak sektor bankowy, przemysł czy ropa i gaz, poprawią się. Oznaczałoby to lepsze wyniki w regionie dla akcji notowanych na rynkach europejskich i wschodzących oraz gorsze wyniki akcji amerykańskich. Generalnie kilkumiesięczny wzrost na światowych giełdach w najbliższych miesiącach i latach przełoży się na niższą oczekiwaną średnioroczną aprecjację, z uwzględnieniem dywidend, o około 5%. Niekorzystnym czynnikiem dla akcji jest ujemna dynamika globalnych zysków spółek, której spadek rok do roku na koniec września wyniósł 29%. Uważamy jednak, że kluczem jest dalsze masowe wsparcie ze strony głównych banków centralnych i pakietów rządowych. Wzrost wskaźników zysków przedsiębiorstw powinien nastąpić dopiero w ostatnim kwartale tego roku.

Uważamy, że pozostawanie w tyle regionu Europy Środkowej i atrakcyjne wskaźniki wartości pozwolą na dobre wyniki w horyzoncie jednego roku. Teraz widzimy największy potencjał wzrostu w regionie Europy Środkowej w przypadku słoweńskich i niektórych czeskich akcji. Naszym zdaniem silne spadki spowodowane rozprzestrzenianiem się COVID 19 w średnim okresie zapewniają bardzo interesujące możliwości inwestycyjne. Lokalne rynki charakteryzują się wysoką stopą dywidendy (mało prawdopodobne w 2020 r.) i stosunkowo niskim długiem. Tytuły bankowe to wysoka kapitalizacja, dobra rentowność kapitału własnego i marża odsetkowa. Na polskim rynku akcji nadal widzimy ryzyko związane z wysoką reprezentacją państwa w akcjach wielu spółek, co często prowadzi do zmian w zarządzaniu, niewłaściwych przejęć lub nieefektywnego zarządzania, często niezależnie od celów akcjonariuszy mniejszościowych. Jesteśmy jednak pozytywni dla polskich firm z sektora konsumenckiego i niektórych banków, które naszym zdaniem mają już wiele negatywnych zdarzeń wycenianych w cenach akcji. Ceniemy wiele słoweńskich firm pod względem wartości. Widzimy ciekawą okazję inwestycyjną w niedawnej ofercie publicznej spółki Česká zbrojovka, która jest dobrze zarządzaną firmą z wysokiej jakości produktami, rosnącym udziałem w rynku i zdrową strukturą kapitałową.

## 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](http://www.conseq.pl).

## DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

[www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)