



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	3,03 %	USA	0,76 %	USD/EUR	-0,76 %	Ropa Brent	4,27 %
Europa – DJ Stoxx 600	-2,39 %	Europa	-0,57 %	CZK/USD	1,54 %	Gaz	4,82 %
Japonia – Nikkei 225	1,38 %	CZ	0,22 %	CZK/EUR	0,71 %	Fotowoltaika	15,69 %
MSCI Emer. Markets	-2,90 %	Polska	0,24 %	PLN/EUR	0,23 %	Złoto	-1,81 %
CZ – PX	-1,78 %	Węgry	-0,29 %	HUF/EUR	1,84 %	Srebro	-7,20 %
Polska – WIG30	0,39 %	Turcja*	-11,70 %	TRY/EUR	31,78 %	Miedź	-4,99 %
Węgry – BUX	4,17 %	* BofA Merrill Lynch index					

SIERPIEŃ W PIGUŁCE

Najważniejsze wydarzenia na świecie

- 2 sierpnia Czeski Bank Narodowy podniósł główną stopę procentową – dwutygodniowy kurs repo – o ćwierć punktu procentowego do 1,25%.
- W sierpniu nastąpiło wyraźne pogłębienie tureckiego kryzysu. Wszystkie tureckie aktywa, na czele z lirą, uległy znacznemu osłabieniu. Niestety, na razie władze tureckie oraz bank centralny nie podjęli żadnych fundamentalnych i wiarygodnych kroków, aby stawić czoła kryzysowi.

Sytuacja na rynkach finansowych

- Dolar amerykański wykazywał nieznacznie tendencję rosnącą. Indeks DXY, który mierzy wydajność dolara względem głównych światowych walut, wzrósł o 0,6%. W stosunku do euro zyskał 0,8% do poziomu 1,160 dolara za euro (resp. osłabienie euro w stosunku do dolara).
- Korona czeska miała natomiast tendencję spadkową. W stosunku do euro straciła 0,5% do poziomu 25,74 CZK/EUR, a w stosunku do dolara 1,3% do poziomu 22,09 CZK/USD.
- Sierpień na globalnych rynkach akcyjnych był miesiącem umiarkowanie korzystnym, a indeks MSCI All Country World zanotował niewielki zysk 0,6% (w dolarach).
- Z perspektywy regionalnej niewielkie zyski zanotowały rynki akcyjne krajów rozwiniętych (MSCI World +1,0%) – napędzane głównie przez amerykański rynek akcyjny, z drugiej strony rynki krajów wschodzących, przy obecnym negatywnym nastroju wobec nich straciły (MSCI Emerging Markets -2,9%).
- W poszczególnych krajach bardzo dobrze radziły sobie akcje w USA (S&P 500 +3,0%), Indiach (Sensex +2,8%) i na Węgrzech (BUX +4,2%). Z drugiej strony straty zanotowały akcje w strefie euro (Euro STOXX 50 -3,8%), Wielkiej Brytanii (FTSE 100 -4,1%), Rosji (RTSI -6,9%) i Turcji (BIST 100 -4,4%).
- Polskie obligacje rządowe ponownie nieco się umocniły, tym razem o 0,2%, węgierskie obligacje rządowe straciły -0,3%. Turecki kryzys nadal silnie obciążał obligacje skarbowe, które w sierpniu straciły -11,7%, a od początku roku ich strata wynosi -22,9%.
- Rentowność obligacji korporacyjnych oscylowała wokół zera, indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego pozostał na poziomie z końca lipca, natomiast indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro nieznacznie stracił 0,2%.
- Ropy Brent odzyskała tendencję wzrostową z poprzednich miesięcy, w sierpniu jej cena wzrosła o 4,3% do poziomu 77 dolarów za baryłkę. W ciągu ostatnich 12 miesięcy cena ropy wzrosła o 48%.

Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w sierpniu nie przeprowadziliśmy żadnych poważnych operacji.
- Niedoważenie akcji obecnie uważamy za strategiczne, ponieważ sądzimy, że w kontekście aktualnego globalnego cyklu gospodarczego szczyt został już osiągnięty pod koniec zeszłego roku, a w ciągu najbliższych dwóch lat światowa gospodarka nieco zwolni (całkowicie potwierdziły to dane o PKB kluczowych gospodarek za pierwsze dwa kwartały), podobnie jak dynamika wzrostu zysków korporacyjnych.

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

- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w porównaniu z benchmarkiem mamy nieznacznie niedowagę 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.
- Globalne ożywienie gospodarcze trwa i jest mocno zsynchronizowane we wszystkich regionach świata. Obecnie następuje najsilniejszy globalny wzrost gospodarczy od czasu globalnego kryzysu finansowego w latach 2007-2009. Globalny wskaźnik PKB powinien w tym roku oscylować wokół poziomu 3,5%.
- Z drugiej jednak strony zakładamy, że dynamika lub tzw. momentum gospodarki światowej obecnie znajduje się w szczytowym okresie bieżącego cyklu koniunkturalnego i w nadchodzących miesiącach będzie nadal nieznacznie się obniżać.
- Dane światowych gospodarek o PKB za drugi kwartał potwierdzają, że globalna gospodarka jest w dobrej kondycji, szczególnie dynamika PKB w USA była bardzo przyzwolona i w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej nie dojdzie do żadnego gospodarczego ochłodzenia, choć rzeczywiście nastąpiło niewielkie spowolnienie (np. w strefie euro, Japonii i Chinach).
- Trend inflacyjny na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. W ostatnich miesiącach inflacja prezentuje tendencję wzrostową w znacznej mierze za sprawą wyższej ceny ropy, jednak obecnie nie wydaje się, by inflacja miała w jakikolwiek sposób przekroczyć ten poziom, pomimo bardzo niskiego poziomu bezrobocia w światowej gospodarce. Ogólnie rzecz biorąc, inflacja w kluczowych gospodarkach światowych oscyluje wokół celów inflacyjnych, przy czym niektóre gospodarki są wyraźnie poniżej celu (np. Japonia i strefa euro w zakresie inflacji bazowej).
- 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 czerwcowym 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 rynku akcji, uważamy, że po dziewięciu latach globalnej hossy, z punktu widzenia najszerzego światowego indeksu MSCI All Country World, akcje z pewnością mają już za sobą najlepsze czasy. Dynamika światowej gospodarki oraz wzrost zysków korporacyjnych prawdopodobnie ulegną w ciągu najbliższych dwóch lat nieznacznemu spowolnieniu z cyklicznego maksimum, co będzie negatywnym czynnikiem dla wyników giełdowych. W całym 2018 roku, w naszym bazowym scenariuszu oczekiwanego rozwoju spodziewamy się jedynie nieznacznie pozytywnych wyników globalnych rynków akcyjnych (ok. 5% w dolarach).
- Jeśli chodzi o wyceny światowych rynków akcji lub wycen cen akcji na rynku w odniesieniu do podstawowych zmiennych takich, jak zyski (P/E), sprzedaż (P/S) lub wartość bilansową kapitału własnego (P/B), ponownie na podstawie najszerzego światowego indeksu MSCI All Country World są one obecnie, w porównaniu do wycen historycznych, nieco powyżej średniej, więc spodziewamy się stopniowego, umiarkowanego spadku wartości tegorocznych wycen.
- 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) znaczące pogorszenie sytuacji walutowej, inflacyjnej i gospodarczej w Turcji 2) poważne zaostrenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami oraz USA i Unią Europejską, 3) sytuacja polityczna we Włoszech - stosunek nowego rządu do strefy euro i polityki fiskalnej, 4) pogorszenie sytuacji ekonomicznej kluczowych gospodarek w Ameryce Łacińskiej (Wenezuela, Brazylia i Argentyna), 5) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki z cyklicznego szczytu, który został osiągnięty pod koniec ubiegłego roku, 6) nieoczekiwany i znaczny wzrost inflacji i oczekiwań inflacyjnych, 7) znacznie szybsza normalizacja polityki monetarnej kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ) w porównaniu do obecnych oczekiwań oraz 8) wyraźniejsze w stosunku do bieżących oczekiwań spowolnienie chińskiej gospodarki lub kryzysu kredytowego.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wzrost w strefie euro w drugim kwartale osiągnął poziom 0,4% q/q, jest to wynik (dzięki Niemcom) nieznacznie wyższy od poprzedniego (0,3% q/q). Nic nie wskazuje na to, że w drugim półroczu dojdzie do przyspieszenia tego tempa. Wręcz odwrotnie.

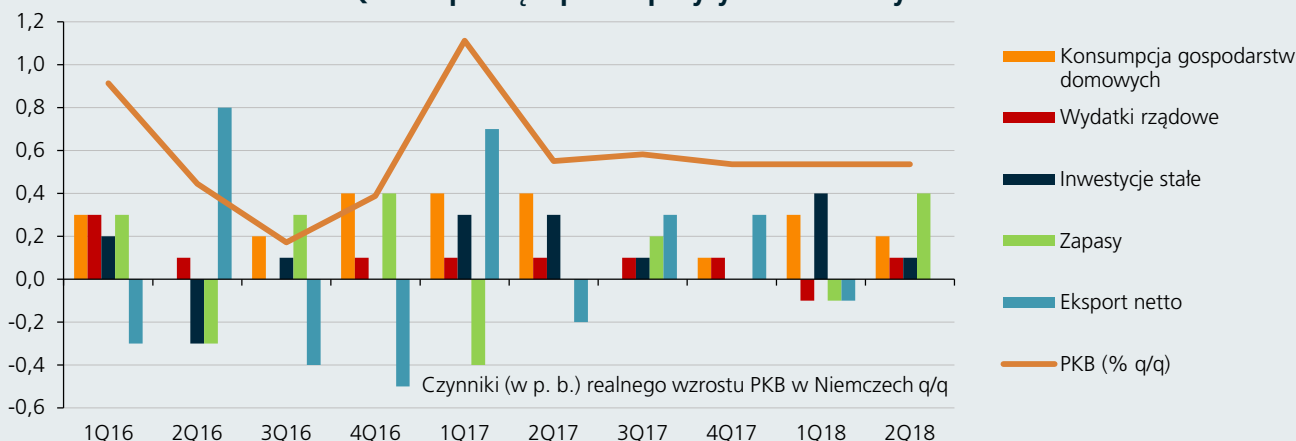
Nawet po publikacji danych dotyczących wzrostu gospodarki niemieckiej w drugim kwartale tempo wzrostu gospodarczego w UGW niewiele się zmieniło. Niemiecka gospodarka rosła szybciej (0,5% q/q), niż oczekiwano, jednak tempo wzrostu w pozostałych wielkich gospodarkach (Francja 0,2% q/q, Włochy 0,2% q/q, Hiszpania 0,6% q/q) jak i całej strefy euro w stosunku do pierwszego kwartału zmieniło się niewiele (o 0,1 p.b. do 0,4% q/q). Wzrost w gospodarce niemieckiej był nieoczekiwanie dobry, nie ze względu na stałe czynniki, tylko za sprawą wyraźnego wzrostu zapasów. Te w ujęciu kwartalnym zyskały 0,4 p.b., i były suwerennym liderem wśród czynników wzrostu. Trudno będzie to powtórzyć w drugiej połowie roku, najprawdopodobniej już w trzecim kwartale można spodziewać się odwrotnego efektu.

Produkcja przemysłowa wciąż pozostaje słaba. Pod koniec drugiego kwartału **niemiecka produkcja przemysłowa** spadła o 0,9% m/m, co oznacza, że w pierwszej połowie roku w ogóle nie rosła. W ujęciu rocznym jej wzrost w czerwcu wyniósł tylko 2,5%, jest to wyraźne spowolnienie w stosunku do wyniku na koniec poprzedniego roku, kiedy niemiecki przemysł rósł tempem 6,6% r/r. Nie jest także zaskoczeniem, że **produkcja przemysłowa strefy euro** w czerwcu nie była zbyt dobra (spadek o 0,7% m/m, wynik ten był nieoczekiwanie słaby). Jej wzrost w ujęciu kwartalnym w drugim kwartale był zerowy, tempo w ujęciu rocznym osiągnęło poziom pod koniec pierwszej połowy roku podobny jak w Niemczech tylko 2,5%. Wydaje się, że sytuacja szybko nie ulegnie zmianie. **Niemieckie zamówienia przemysłowe pod koniec pierwszego półrocza spadły o 4% m/m**, był to największy spadek od stycznia 2017 (-4,8% m/m). Wraz z relatywnie słabymi wiodącymi wskaźnikami (oprócz IFO, patrz niżej) wskazuje to na trwającą słabość niemieckiego przemysłu.

Również **sprzedaż detaliczna** w drugim kwartale nie osiągnęła imponujących wyników. Sprzedaż detaliczna w kwietniu spadła o 0,2% m/m, a nawet zyskując w maju i czerwcu 0,3% m/m, tempo wzrostu w drugim kwartale było niższe niż w pierwszym. W ujęciu rocznym tempo wzrostu na koniec pierwszej połowy roku wyniosło tylko 1,2% r/r i ze względu na inflację (patrz niżej) i rynek pracy (spowolnienie tempa spadku bezrobocia, która w lipcu 2018 była tylko o 0,9 p.b. niższa niż w czerwcu 2017, tj. 8,2%) nie można oczekiwać, że powróci tempo wzrostu na poziomie 3%. Pokazały to pierwsze dane z lipca.

Aktualnie nic nie wskazuje na to, by tempo wzrostu miało się zwiększyć. Wiodące wskaźniki nadal pozostają na poziomach zgodnych ze wzrostem gospodarczym o 0,3, max. 0,4% q/q. Nieprodukcyjny wskaźnik PMI w sierpniu wzrósł do dwumiesięcznego maksimum, ale jego wartość (54,4 punktów) była tylko o 0,2 p.b. wyższa niż wartość osiągnięta w lipcu. W sektorze produkcyjnym wynik ten był jeszcze gorszy - indeks PMI spadł do 21-miesięcznego minimum (54,6 punktów). Ogólny wskaźnik ze względu na wyższą wagę usług niż przemysłu pozostał na poziomie z lipca (54,3 w sierpniu vs. 54,2 w lipcu). Indeks IFO niespodziewanie podskoczył w sierpniu w górę, ale głównie w segmencie oczekiwań (o trzy punkty do 101,2 punktu, najwyżej od stycznia), jest to ewidentnie wynik zawieszenia broni w sporze handlowym ze Stanami Zjednoczonymi po wizycie Junckera w USA. Sytuacja w kraju jednak się nie zmieniła.

Wzrost Niemiec w 2Q18 za sprawą zapasów pozytywnie zaskoczył





GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Ogólna inflacja w lipcu dalej nieznacznie wzrastała (do 2,1%), jest to wynik lekko powyżej celu EBC („blisko, ale poniżej 2%”). Wzrost ten był jednak, podobnie jak w maju i czerwcu, wynikiem wzrostu cen energii – ceny paliw zyskały 6,1% r/r w maju, 8% r/r w czerwcu a 9,4% w lipcu. Inflacja bazowa pozostaje na poziomie 1,1%, tj. dokładnie na poziomie z kwietnia tego roku, a o 0,1 p.b. niższym niż w lipcu 2017. Wraz ze słabym wzrostem gospodarczym oddala się moment, kiedy inflacja osiągnie cel EBC. W sierpniu inflacja ten obraz potwierdziła, zarówno ogólna jak i bazowa spadły w stosunku do wyniku z lipca według pierwszych danych zgodnie o 0,1 p.b.

EBC na stagnację inflacji bazowej nie reaguje, nawet słownie. Oczywiście nie dziwi to, przecież dopiero w czerwcu ogłoszono koniec programu skupu aktywów na koniec tego roku – krótki zwrot z niedawno ustalonego kursu z pewnością nie zostałyby dobrze przyjęte przez rynek. Z ostatniego posiedzenia pod koniec lipca nie dowiedzieliśmy się absolutnie niczego nowego – Draghi odmówił sprecyzowania co oznacza, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do „lata 2019” a także nie określił jaka będzie polityka reinwestycja EBC po zakończeniu programu QE. Próbując zachować spokojną twarz w świetle słabych danych dotyczących wzrostu i inflacji oraz w świetle ryzyka (wojna handlowa Trumpe, chaotyczny Brexit), był zmuszony przyznać, że nie poczyniono żadnych postępów w zakresie inflacji.

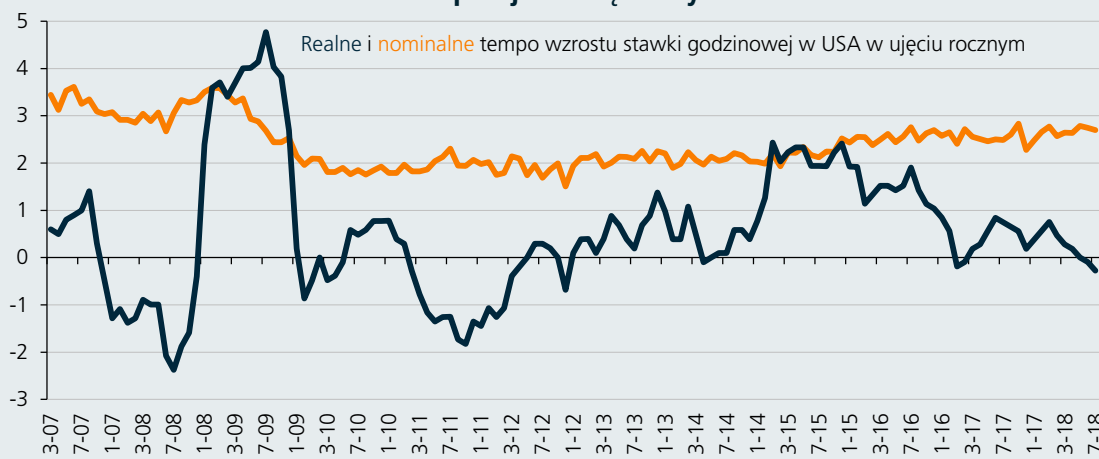
USA

GGospodarka amerykańska odnotowała najszybszy wzrost w 2Q18 w ciągu 4 lat, w dużej mierze z powodu czynników nie do utrzymania w dłuższym okresie czasu. Inflacja bazowa PCE, kluczowa dla FEDU wciąż na poziomie około 2% rocznie.

Drugi szacunek wzrostu gospodarczego USA w drugim kwartale tego roku sprawił amerykańskiemu prezydentowi radość. Gospodarka wzrosła o 4,2 q/q, niewielka korekta w górę w stosunku do pierwszych szacunków (4%). Najistotniejszym segmentem były wydatki konsumpcyjne, które zyskały 2,6 p.b., i eksport netto (z wynikiem 1,2 p.b.). W pierwszym przypadku chodzi o efekty reformy podatkowej (=ulgi), w drugim silny wkład eksportu netto pochodził z samego eksportu w związku z potrzebą przesunięcia części eksportu w czasie tak, by uniknąć odwetu celnego ze strony UGW i Chin. Oba czynniki są nie do utrzymania, a w przypadku eksportu na USA wpłynie jeszcze silny dolar. Inwestycje stałe zyskały 1,1 p.b., tyle ile straciły zapasy (-1 p.b.). To właśnie negatywny wynik zapasów wpływa na przesunięcie części popytu zagranicznego; w świetle słabego wzrostu przemysłu wytwórczego (patrz poniżej) wydaje się jasne, że to dodatkowe i nieoczekiwane (od czasu przesunięcia) zapotrzebowanie zostało zaspokojone przez istniejące zapasy.

Dane miesięczne opublikowane w sierpniu były słabsze. Produkcja przemysłowa w lipcu zyskała tylko 0,1% m/m. Jako, że w maju spadła o 0,8% m/m a w czerwcu wzrosła o 1%, jest oczywiste, że kwartalna dynamika wzrostu nie jest wyjątkowa. W danych z lipca nie został jeszcze w pełni odzwierciedlony efekt silniejszego dolara. W przemyśle wytwórczym jako składowej produkcji całkowitej również nie wiecie się zbyt dobrze – w lipcu zyskał on 0,3% m/m, jest to wynik porównywalny w ostatnich trzech miesiącach (maj – lipiec).

Wzrost płac jest wciąż słaby



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



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Zamówienia dóbr trwałych (bez samolotów i sprzętu wojskowego) po lipcowej korekcie w górę o 0,7% m/m spadły o 1,7% m/m. Oznacza to, że w ostatnich trzech miesiącach kończących się w lipcu razem straciły ponad procent. Pytaniem jest, czy nie jest to już konsekwencja wojny handlowej zainicjowanej przez prezydenta Trumpa, która ma wpływ na nastroje i decyzje inwestycyjne. W każdym razie dane za lipiec nie są pozytywne dla działalności inwestycyjnej.

Sprzedaż detaliczna (z wyłączeniem samochodów i paliwa) podobnie jak w całym drugim kwartale równie dobrze radziła sobie na początku trzeciego kwartału. W lipcu zyskała 0,4% m/m, w ujęciu kwartalnym jest to niewiele niższe tempo niż to, które widzieliśmy w drugim kwartale (1,5% q/q). Oczywiście, istotnym czynnikiem mającym wpływ na ten wynik jest reforma podatkowa prezydenta Trumpa, która de facto jest wymianą przyszłego wzrostu długu publicznego na bieżące zapotrzebowanie gospodarstw domowych. **Wzrost płac** pozostaje wciąż wolny – nominalna stawka godzinowa na początku drugiej połowy roku wzrosła o 2,7%, jednak za względu na wyższą inflację w lipcu spadła najwięcej (-0,3% r/r) od października 2012. Pomimo tego, rynek pracy wypada wciąż bardzo dobrze. W czerwcu powstało 234 tys. miejsc pracy, a w lipcu 170 tys. **Oficjalna stopa bezrobocia** w lipcu osiągnęła poziom 3,9%, jest to wynik bliski 18-letniemu minimum, 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) również spadła do najniższej wartości (7,5%) od kwietnia 2001. **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 lipcu 62,9%).

Inflacja bazowa PCE w lipcu nieznacznie przyspieszyła, w ujęciu rocznym osiągnęła 2%, jest to najwyższa wartość od kwietnia 2012. Miesięczna dynamika pozostaje relatywnie wysoka, wzrost kwartalny maj - lipiec wyniósł 0,5%, tj. jego annualizowana wartość wynosi 2%. Inflacja ogólna wzrosła do 2,3% r/r, najwyższej od marca 2012.

FED w sierpniu nie obradował, opublikował jednak zapis z posiedzenia, które odbyło się pod koniec lipca. Potwierdził on, że dalsze zaostrzenie polityki walutowej jest nieuchronne – wielu uczestników posiedzenia stwierdziło, że należy wkrótce podnieść stopy procentowe i będą one stopniowo wzrastać. Nie można jednak oczekiwać podwyżki stóp do 200 p.b., a większość głosujących z Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (ang. Federal Open Market Committee, FOMC) stwierdziła, że w najbliższej przyszłości nie będzie można nazwać polityki pieniężnej akomodacyjną. Największe problemy członków FOMC to spory handlowe - głównie ze względu na ich wpływ na nastroje przedsiębiorców i inwestycje. Innymi słowy święta wojna Trumpa przeciwko wolnemu handlowi.

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka rośnie wciąż bardzo dobrze, w drugim kwartale zyskała ponad 5% r/r. Inflacja pozostaje jednak nisko.

Po tym, jak gospodarka przyspieszyła w pierwszym kwartale do szokujących 1,6% q/q, wiodło jej się równie dobrze w kwartale drugim. Wynika to z pierwszych danych o PKB, które w drugim kwartale wzrosło o 1% q/q. Wzrost w ujęciu rocznym wyniósł 5%, było to tylko kosmetyczne spowolnienie w stosunku do poprzedniego kwartału (5,1% r/r).

Produkcja przemysłowa w lipcu nieznacznie przekroczyła szacunki analityków i zyskała mocne 10,3% r/r. Częściowo wynika to z jednego dnia roboczego więcej. Wzrost przemysłu w pierwszych 7 miesiącach tego roku osiągnął tempo 6,7%, był szybszy niż w tym samym okresie ubiegłego roku 2017 (5,9%), a to świadczy o tym, że przemysł w długim okresie czasu radzi sobie bardzo dobrze. Jest to dość zaskakujące ze względu na spowolnienie, które obserwowaliśmy w Niemczech. W lipcu najszybciej rosła produkcja maszyn i urządzeń oraz produkcja sprzętu transportowego. Sektor budownictwa nieco zwolnił, ale mimo to jego wzrost pozostał bardzo silny (18,7% r/r). Pytanie tylko czy sytuacja utrzyma się – w lipcu wskaźnik PMI zwolnił do 52,9, jest to najniższy wynik wśród trzech krajów regionu (Polska, Węgry, Czechy).



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

Sprzedż detaliczna również radziła sobie na początku drugiej połowy roku bardzo dobrze. W lipcu realnie zyskała 7,1% r/r, jest to wynik powyżej tempa osiągniętego przez ostatnie półtora roku. Wydaje się, że w drugim półroczu siłą napędową polskiej gospodarki będzie popyt konsumpcyjny. Przyczyny silnego tempa wzrostu pozostają te same – zdecydowania rosnące wynagrodzenia (nominalne w lipcu +7,2% r/r) i bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w lipcu pozostała na historycznym minimum (5,9%), po korekcie sezonowości identycznie jak w marcu, kwietniu, maju i czerwcu pozostała na poziomie 6,2%. W kolejnych miesiącach nie przewiduje się spowolnienia popytu gospodarstw domowych.

Pomimo silnego wzrostu gospodarczego, niskiego bezrobocia i wysokiego wzrostu płac, inflacja niewiele wzrosła. Ogólna inflacja w lipcu według końcowych danych wzrosła do 2,0% (w marcu wynosiła jeszcze 1,3%), jednak biorąc pod uwagę zmiany ceny ropy naftowej, oczywistym jest, że nie było to spowodowane wzrostem presji popytowej – ceny paliw zyskały w ciągu roku 18,7% r/r (a ceny żywności 3,1% r/r). Inflacja bazowa w lipcu nie różniła się zbyt od wartości z czerwca (0,6%). Dane z sierpnia potwierdzają, że w ostatnim miesiącu nie doszło do zmiany poziomu inflacji, ogólna inflacja pozostała na poziomie 2%, bazowa na 0,6%. Paradoksalna sytuacja związana z inflacją trwa.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) w sierpniu nie obradowała – najbliższe posiedzenie planowane jest na 3 września. Na ostatnim posiedzeniu w lipcu 2018 pozostawiono stopy procentowe bez zmian na poziomie 1,5%, 40 miesiąc z rzędu. Nie oczekiwano niczego innego, wzrost inflacji jest paradoksalny, ale realny. Prezes NBP Adam Glapiński na konferencji prasowej oznajmił, że do końca roku 2020(!) nie widzi miejsca na wzrost stóp procentowych, dopóki EBC nie podniesie stóp procentowych. RPP jest zadowolona ze wzrostu gospodarczego – „inflacja jest niska, wzrost gospodarczy jest wysoki, nierównowaga nie jest widoczna, bezrobocie jest na historycznym minimum”.

RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Sytuacja w Stanach Zjednoczonych w sierpniu stała pod znakiem niewielkiego spadku rentowności amerykańskich obligacji rządowych. Rentowność 10-letnich obligacji wróciła do poziomu z końca czerwca, tj. do 2,85% (2,95% na koniec lipca). Na krótkim końcu krzywej sytuacja była jeszcze mniej ciekawa, rentowność dwuletnich obligacji pozostały bez zmian lekko poniżej granicy 2,65%. Krzywa spłaszczyła się dalej i pozostaje najbardziej płaska od 2007 roku.

W centrum strefy euro sytuacja wyglądała nieciekawie, rentowność 10-letnich obligacji niemieckich w sierpniu pozostała na bardzo niskim poziomie, w porównaniu z końcem lipca spadła o kilka punktów w średnim horyzoncie (5 lat) i około 7-8 p.b. na długim końcu (10 lat) krzywej (rentowność 10-letnich obligacji wynosi 0,36%).

Na peryferiach sytuacja była bardziej płynna, szczególnie we Włoszech. Ze względu na to, że nowy rząd ma tendencję do robienia dramatu ze wszystkiego (ostatnio ze statkiem pełnym uchodźców), wzrost zanotowały 10-letnie obligacje włoskie do poziomu powyżej 3,20%, tj. o około 40 p.b. wyżej niż pod koniec lipca. Premia za ryzyko włoskich obligacji dziesięcioletnich do niemieckich osiągnęła najwyższą wartość (290 p.b.).

Obligacje korporacyjne

Sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych była w sierpniu lekko negatywna. Po mocnym lipcu przeważały ponownie negatywne czynniki, które rzutowały na pewny wzrost średnich marż kredytowych w poszczególnych sektorach, zarówno w inwestycyjnym, jak i spekulacyjnym zakresie ratingowym. Najważniejsze z nich to odejście od ryzyka pod wpływem pogłębiającego się kryzysu w Turcji i Argentynie, co częściowo odzwierciedliło się we wszystkich ryzykownych aktywach finansowych. W konsekwencji czynnik techniczny nie został wykorzystany – po miesiącach poniżej przeciętnej ponownie stopniowo zwiększa się aktywność emisyjna spółek na rynkach pierwotnych. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG w sierpniu spadła o 7 pkt. do 81 punktów, w przypadku indeksu poziomu spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) marża wzrosła umiarkowanie o 10 pkt. do 303 punktów. Marże kredytowe kontraktów CDS rosły w przybliżeniu w tempie rynków obligacji korporacyjnych.



RYNKI OBLIGACJI

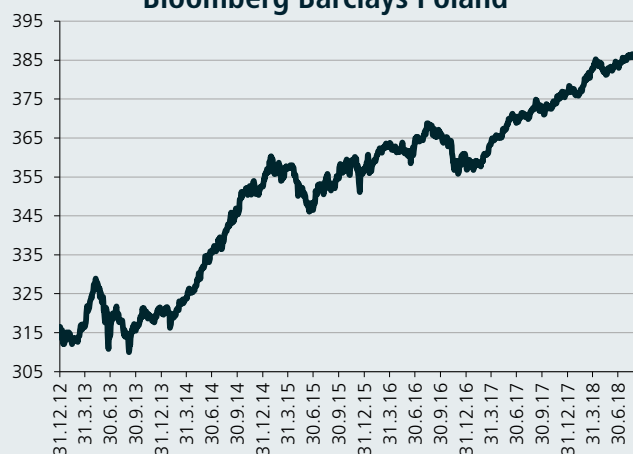
Polski rynek obligacji

Polska krzywa rentowności pozostała w sierpniu bez zmian. Na dłuższym końcu rentowność spadła o około 5 p.b. do 3,15%, na krótkim końcu pozostała bez zmian na poziomie 1,6%.

Turecki rynek obligacji

Sytuacja tureckich aktywów i nastroje rynkowe wobec Turcji w sierpniu eskalowały/skumulowały się w prawdziwą panikę i szaloną ucieczkę inwestorów zarówno od tureckiej liry, jak i od obligacji rządowych, korporacyjnych i akcji. Było to wynikiem faktycznej bezczynności czołowych przywódców (banku centralnego, prezydenta, rządu) w podjęciu szybkich i energicznych działań w celu ustabilizowania sytuacji, na czele ze znacznym zwiększeniem stóp procentowych. Sytuację pogorszyła eskalacja konfliktu ze Stanami Zjednoczonymi (presja USA na uwolnienie zatrzymanego amerykańskiego pastora), która spowodowała podwojenie amerykańskich ceł na import stali i aluminium z Turcji. Turecki minister finansów Albayrak na szybko zorganizowanej konferencji przekonywał inwestorów, że Turcja zareaguje koniecznym i skoordynowanym zacieśnieniem polityki fiskalnej i monetarnej oraz w niezbędny sposób schłodzi w pełnym zakresie przegrzaną gospodarkę. Doprowadziło to do częściowej stabilizacji sytuacji, jednak pod koniec miesiąca negatywny sentyment ponownie przeważał, gdyż tureckie władze nie podjęły żadnych działań. W sierpniu ceny obligacji rządowych dramatycznie spadły, pod koniec miesiąca znajdowały się na poziomie 21,5 – 27,5%. Kurs wymiany TRY w lipcu w stosunku do EUR i USD stracił ponad 33%, od początku roku jego strata powiększyła się do prawie 72%.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCYJNE

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



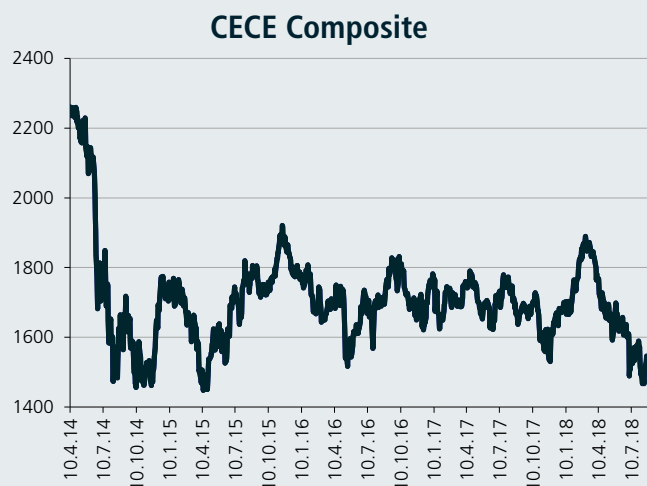
Źródło: Bloomberg

W sierpniu najlepiej wiodło się akcjom spółek amerykańskich (S&P 500 +3%). Akcje spółek europejskich (indeks DJ STOXX 600 -2,4%) i rynków rozwijających się (indeks MSCI Emerging Markets -2,9%, w USD) zakończyły miesiąc ze stratą. Głównymi czynnikami, które wpłynęły na stopy zwrotu amerykańskich akcji w stosunku do innych regionów były umacniający się dolar, stopniowe zwiększanie stóp procentowych przez bank centralny FED, zagrożenie wojnami handlowymi i z nimi związane częściowe przesunięcie kapitału do USA. W czasie wakacji nie pojawiło się zbyt wiele raportów korporacyjnych, więc ruch na giełdzie był napędzany przez raporty makroekonomiczne i polityczne.



RYNKI AKCYJNE

W regionie Europy Środkowej najlepiej radziły sobie akcje węgierskie (indeks BUX 4,2%), przyczyniły się do tego akcje spółki farmaceutycznej Gedeon Richter (+11,5%) oraz koncernu paliwowego MOL (+6,6%). Akcje Gedeon Richter pozytywnie zareagowały na informację o braku dowodów odnośnie skutków ubocznych leku Esmya w połączeniu z innymi lekami. Akcje Mol korzystały z relatywnie wysokich marż paliwowych i z wysokich cen ropy. Nieznacznie na plusie miesiąc zakończył polski indeks akcyjny WIG30. Przeciwno wyższym zyskom był negatywny sentyment w regionie (zwłaszcza w Turcji) oraz oczekiwane zrównoważenie indeksów giełdowych, w których dojdzie do przesunięcia polskich akcji z rynków wschodzących na rynki rozwinięte. Przy spadku wagi mogłyby nastąpić negatywne skutki. Na minusie zakończyła miesiąc większość akcji czeskich. Zyski zanotowała spółka softwarowa Avast oraz bank Moneta.



Źródło: Bloomberg

Rynki rozwinięte wciąż traciły, od styczniowego maksimum łącznie prawie 20%. Z większych gospodarek dobrze radziły sobie tylko akcje indyjskie, ich zysk zbliża się do 3%. Trwające wyprzedaże są odzwierciedleniem niepewności inwestorów, co do przyszłej sytuacji, w której dominuje ryzyko polityczne – chodzi o coraz większą wojnę handlową między Chinami i USA, zbliżające się wybory w Brazylii bez wyraźnego faworyta bądź bezprecedensową wyprzedaż tureckich aktywów i związane z tym pogorszenie stosunków z Zachodem oraz pogorszenie postrzegania tamtejszej sytuacji politycznej. Pod presją znalazła się spora część walut rozwijających się gospodarek, które w stosunku do dolara z podobnych przyczyn wyraźnie straciły. Walutom tym nie sprzyja podnoszenie stóp procentowych przez amerykański bank centralny, które z jednej strony relatywnie zwiększa atrakcyjność dolara, jednak z drugiej strony zwiększa również koszty finansowania tych gospodarek.

WALUTY

W sierpniu dolar amerykański w stosunku do euro osiągnął granicę 1,13, to jego najmocniejsza wartość od ponad roku. Było to nie tylko odzwierciedleniem oczekiwanej rozbieżności w polityce pieniężnej, ale przede wszystkim odbicie panującej paniki ze względu na eskalację kryzysu w Turcji. Po tym, jak doszło do uspokojenia sytuacji na rynkach rozwijających się, powrócił do wartości pod koniec lipca, tj. 1,17.

Na wszystkie lokalne waluty wpłynęła wyprzedaż spowodowana kryzysem tureckim. Polski złoty w pierwszej połowie sierpnia stracił na wartości (na chwilę nawet do 4,34), w drugiej połowie miesiąca wrócił do wartości początkowej, tj. 4,27.

ROPA

Ropa (Brent) w pierwszej połowie sierpnia spadła do poziomu 70 USD/baryłkę, aby pod koniec miesiąca po doniesieniach o amerykańskich sankcjach przeciwko Iranowi ponownie osiągnąć 76 USD/baryłkę.

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

Po tym jak dziesięcioletnie polskie obligacje osiągnęły najniższy poziom (3%) od listopada 2016 r. nastąpiła pewna korekta wzrostu. Spadek polskiej inflacji bazowej w pierwszych pięciu miesiącach (a w kolejnych dwóch pozostała na poziomie 0,6%, tj. bardzo nisko), zmniejszył prawdopodobieństwo wzrostu stóp w kolejnych sześciu kwartałach do zera. Z drugiej strony silny wzrost gospodarczy (aczkolwiek później popychający inflację do wyższych poziomów) będzie nadal znajdował odzwierciedlenie w korzystnym obrazie fiskalnym, a mianowicie w działalności związanej z niższą aktywnością 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

Jesteśmy przekonani, że dotychczasowy negatywny rozwój sytuacji jest zbyt gwałtowną reakcją rynku liczącego się ze scenariuszem, że nie będzie widocznej poprawy sytuacji w Turcji i przywrócenia w niej równowagi gospodarczej. Uważamy, że obecna partia rządząca, kierowana przez prezydenta Erdogana, zdaje sobie sprawę z powagi sytuacji i zacznie działać racjonalnie w polityce gospodarczej z zamiarem przywrócenia równowagi przegrzanej gospodarce poprzez zaostrzenie luźnej polityki fiskalnej. Według ostatnich danych dotyczących handlu zagranicznego i działalności kredytowej banków to już się dzieje. Uzupełni to już ustalone zaostrzenie polityki pieniężnej (oczekujemy, że bank centralny zwiększy we wrześniu stopy procentowe o 2,5 – 5 punktów procentowych powyżej poziomu 20%) i dzięki schłodzeniu gospodarki ostatecznie doprowadzi do stopniowego zmniejszenia obecnie wysokiej inflacji i zmniejszenia deficytu na rachunkach obrotów bieżących. Chociaż przedstawiciele rządu odrzucają możliwość pomocy ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego czy ewentualne dwustronne porozumienia finansowe z sojusznikami i partnerami ze Wschodu (15 milionów dolarów obiecał Katar, w grze pozostają także Chiny i Rosja), które znacznie zmniejszyłyby potrzeby refinansowania na rynkach obligacji. Ten scenariusz byłby żywą wodą dla tureckich aktywów i kursu wymiany TRY, a ceny tureckich obligacji rządowych zaczęłyby odrabiać swoje ogromne straty. Obligacje ze stopami zwrotu na poziomie 20 – 27 oferują ogromny potencjał, który jest podkreślany rekordowo niskim i zasadniczo bardzo niedowartościowanym kursem wymiany, a obecnie znacząco w niedowadze zagranicznych inwestorów.

Uważamy, że tureckie aktywa wkrótce zatrzymają tendencje spadkową, a w przyszłym roku zobaczymy tendencje stopniowego odwrótu tureckich obligacji skarbowych z bardzo wysokich wartości (a tym samym wzrostu ich cen), umacniający się bądź minimalnie stabilizujący się kurs waluty.

Waluty

W związku z osiągnięciem naszego tegorocznego celu i biorąc pod uwagę, że nowe informacje nie prowadzą nas do ponownej oceny naszego poglądu, spodziewamy się, że kurs EUR/USD pozostanie na poziomie około 1,15 przez pozostałą część bieżącego roku. Dla wyższych poziomów (= dla słabszego dolara) nie znajdujemy uzasadnienia w obecnych lub oczekiwanych różnicach w polityce pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku (co jest głównym czynnikiem kursu w ciągu ostatniej dekady). FED w drugiej połowie roku również przystąpi do podwyższenia stóp procentowych, po tym jak inflacja ustabilizuje się lekko poniżej 2%. Natomiast EBC nie widzi żadnego powodu do zaostrzenia polityki i prawdopodobnie nie stanie się to również w 2019 roku. Utrata dynamiki wzrostu, którą w pierwszym półroczu pokazały wskaźniki wyprzedzające i którą potwierdziły dane wzrostowe oraz niższa niż oczekiwano inflacja, zwiększają prawdopodobieństwo, że stopy procentowe pozostaną niskie przez dłuższy okres czasu. Czynniki średniookresowe nie są jednak tak dobre dla dolara – ponieważ jest to szczególnie niekorzystne zjawisko fiskalne, wspierane zatwierdzoną reformą podatkową administracji Trumpa, która prawdopodobnie wyraźnie pogłębi deficytowe zarządzanie amerykańską gospodarką, w połączeniu z deficytem handlowym.

W przypadku polskiego złotego oczekujemy poprawy. Niska inflacja nie pozwala jednak bankowi centralnemu na podniesienie stóp, co ogranicza możliwości silniejszego złotego, ale nawet wartość 4,27, którą osiągnął w sierpniu nie odpowiada silnemu wzrostowi gospodarczemu ani ogólnemu stanowi polskiej gospodarki. W tym roku oczekujemy powrotu do poziomu 4,20.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek akcyjny

Prowadzimy selektywny nadzór nad rynkami akcji. W przypadku akcji amerykańskich nie widzimy powodów do wyraźnego wzrostu cen akcji. Na korzyść przemawia dobra kondycja gospodarki amerykańskiej, wzrost zysków korporacyjnych oraz reforma podatkowa Donalda Trumpa. Wskaźniki wartości wahają się jednak powyżej długoterminowych historycznych średnich, następuje stopniowy i powolny 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) oraz 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 podoba nam się większość akcji instytucji finansowych. Dobre otoczenie makro z rosnącymi zyskami powinno być pozytywną zachętą dla zysków operacyjnych większości banków i firm ubezpieczeniowych. Największy potencjał widzimy w akcjach Monet, którego celem jest zdobycie pozycji cyfrowego lidera na czeskim rynku. W tym roku Monet powinien ustabilizować przychody z odsetek, przy czym silna poduszka kapitałowa umożliwi hojne wypłaty dywidendy przynajmniej w tym i przyszłym roku. Akcje Erste Bank i Vienna Insurance Group powinny również korzystać z atrakcyjnych wskaźników wartości i rosnących stóp procentowych. Pozytywnie nastawiamy się do nowych akcji AVAST. Inwestorzy zaczną 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, chociaż np. dla akcji CEZ nie widzimy znaczącego bodźca dla dalszego wzrostu cen. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, producenta mięsa Tarczyński, 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, w Słowenii są to akcje producenta urządzeń gospodarstwa domowego Gorenje, firmy farmaceutycznej Krka 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