



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	-9,18%	USA	2,15%	USD/EUR	1,32%	Ropa Brent	-8,36%
Europa – DJ Stoxx 600	-5,55%	Europa	0,93%	CZK/USD	-1,70%	Gaz	-36,25%
Japonia – Nikkei 225	-10,45%	CZ	0,62%	CZK/EUR	-0,90%	Fotowoltaika	-1,94%
MSCI Emer. Markets	-2,92%	Polska	1,09%	PLN/EUR	-0,06%	Złoto	5,01%
CZ – PX	-7,68%	Węgry	0,88%	HUF/EUR	-0,77%	Srebro	10,26%
Polska – WIG30	-0,88%	Turcja*	1,14%	TRY/EUR	5,02%	Miedź	-4,28%
Węgry – BUX	-2,42%	* BofA Merrill Lynch index					

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

Główne wydarzenia na świecie

- Amerykański Bank Centralny Fed w dniu 19 grudnia, zgodnie z oczekiwaniami inwestorów, podniósł główną stopę procentową o ćwierć punktu procentowego (0,25%) do pasma docelowego w wysokości 2,25-2,50%. Była to czwarta podwyżka stawek w 2018 r. i dziewiąta w bieżącym cyklu podwyżek stóp procentowych, który rozpoczął się w grudniu 2015 r. Fed równocześnie obniżył prognozę wzrostu stóp procentowych w 2019 roku z trzech do dwóch i pozostawił prognozę jednej podwyżki w 2020 roku. Posiedzenie Fedu nie przyniosło większego zaskoczenia.
- Czeski Bank Narodowy na posiedzeniu w dniu 20 grudnia utrzymał podstawową stopę procentową na niezmiennym poziomie 1,75%, zgodnie z oczekiwaniami inwestorów. Jednak biorąc pod uwagę wciąż silną dynamikę czeskiej gospodarki i słabszą koronę, inwestorzy oczekują, że ČNB podniesie główną stopę procentową do 2% na następnym posiedzeniu w lutym.
- Stany Zjednoczone doświadczyły najgorszego grudnia od czasu Wielkiego Kryzysu w 1931 roku. Indeks S&P 500 stracił 9,2 %. Światowe rynki akcyjne według indeksu MSCI All Country World spadły o 7,2 %. Za spadkami akcji nie stała żadna fundamentalna informacja, nasiliły się wcześniejsze obawy o dynamikę globalnego wzrostu gospodarczego w 2019 roku.

Sytuacja na rynkach finansowych

- Wzrost negatywnego sentymentu i awersji do ryzyka, zmaterializowany w spadkach akcji, tym razem w porównaniu do tradycyjnych modeli rynkowych, znalazł odzwierciedlenie w osłabieniu dolara amerykańskiego. Indeks DXY, który mierzy wydajność dolara względem głównych światowych walut, spadł o 1,1 %. W stosunku do euro osłabł o 1,3 % do poziomu 1,147 dolara za euro. Natomiast za cały rok dolar umocnił się w stosunku do euro o 4,5 %.
- Również korona czeska w środowisku zwiększonej awersji do ryzyka zachowywała się niestandardowo, gdyż umocniła się zarówno w stosunku do euro jak i dolara. W stosunku do euro zyskała 0,9 % do poziomu 25,73 CZK/EUR, a w stosunku do dolara o 1,7 % do poziomu 22,47 CZK/USD. Za cały rok 2018 korona traciła – nieznacznie o 0,7 % w stosunku do euro oraz o 5,5 % w stosunku do dolara.
- Światowe rynki akcyjne doznały silnych wyprzedaży, indeks MSCI All Country World stracił 7,2 %. Z regionalnego punktu widzenia rynki akcji krajów wschodzących odniosły stosunkowo większy sukces (MSCI Emerging Markets -2,9 %) niż rynki akcji krajów rozwiniętych (MSCI World -7,7 %). Za cały rok 2018 rynki akcyjne patrząc na indeks MSCI All Country World straciły 11,2 %.
- W poszczególnych krajach największe straty zanotowały akcje w USA (S&P 500 -9,2 %), Japonii (Nikkei -10,5 %) i Rumunii (BET -14,8 %). Najmniejszą stratę zanotowały akcje indyjskie (Sensex -0,3 %).
- Indeks giełdy w Pradze PX również zanotował wysoką stratę -7,7 % a rok zakończył na poziomie 987 punktów. Za cały rok 2018 czeski indeks akcyjny stracił 8,5 %.
- Polskie obligacje skarbowe wciąż rosły, grudniowe zisky wyniosły 1,1 % a za cały rok 2018 było to solidne 4,9 %. Również węgierskie obligacje rządowe zyskały, tym razem 0,9 %. Za cały 2018 rok straciły 0,7 %. Tureckie obligacje rządowe nawiązały do poprzednich dobrych miesięcy, w których odrabiały straty z kryzysowych letnich miesięcy, notując zisk w wysokości 1,1 % a za cały rok strata wyniosła jedynie -0,3 %. Niemniej jednak, z uwagi na dramatyczne osłabienie tureckiej liry, wyniki tureckich obligacji rządowych za cały rok 2018 w CZK są zdecydowanie ujemne na poziomie -24,6%.



GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

Sytuacja na rynkach finansowych

- W związku z dużymi spadkami akcji, wyniki obligacji korporacyjnych były względnie korzystne. Indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego zyskał 0,2 %, natomiast indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro spadł o 0,4 %. W całym 2018 roku wyniki obligacji przedsiębiorstw były ujemne z powodu wzrostu marż kredytowych, obligacje stopnia inwestycyjnego straciły 1,1 % a obligacje stopnia spekulacyjnego 3,6 %.
- Cena ropy Brent spadła o kolejne 8,4 % do poziomu 54 dolarów za baryłkę. Za cały rok 2018 cena ropy jest niższa o 19,5 %.

Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w grudniu 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	Hotovost
	=	-	+	+
	Neutralny	Niedoważenie	Przeważenie	Przeważenie

Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Nasze oczekiwania na rok 2019 są w podstawowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Wciąż trwa solidne tempo wzrostu światowej gospodarki. Od początku roku 2018 obserwowane jest lekkie spowolnienie, swoje maksimum gospodarka osiągnęła pod koniec 2017 roku. Prawdopodobnie niewielkie spowolnienie trwać będzie przez kolejne dwa lata.
- Na ten moment nie oczekujemy globalnego gospodarczej recesji, jednak prognozuje się trend zniżkowy. Aktualny konsensus na przyszły rok liczy się ze wzrostem gospodarczym na poziomie 3%. Głównymi siłami napędzającymi ten wzrost będą wciąż azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.
- Trend inflacyjny na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. W krajach rozwiniętych inflacja powinna oscylować wokół 2 %, czyli zgodnie z celami banków centralnych.
- Amerykański Fed w grudniu zgodnie z oczekiwaniami po raz czwarty w roku 2018 podniósł stopy procentowe ,a prawdopodobnie kolejne dwie podwyżki czekają nas w tym roku. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe nadal na poziomie zera a na koniec 2018 roku zakończyła program skupu obligacji (quantitative easing). Ponadto EBC wielokrotnie wskazywał, że utrzyma stopy na poziomie zero przynajmniej do lata przyszłego roku. Biorąc pod uwagę, że dane makroekonomiczne w strefie euro były słabsze niż oczekiwano w ostatnich latach, pierwsza podwyżka może nastąpić jeszcze później, na przełomie 2019 i 2020 roku. Jeśli chodzi o japoński bank centralny, zgodnie z ostatnimi twierdzeniami, utrzyma on zerowe stopy procentowe i zakupy obligacji rządowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopa inflacji jest nadal znacznie poniżej celu inflacyjnego wynoszącego 2%.
- Jeśli chodzi o globalną sytuację na rynkach akcji, uważamy, że po spadkach w ostatnim kwartale 2018 roku, szczególnie wschodzące rynki akcji mają bardzo interesujący potencjał zysku w nadchodzącym okresie. Dynamika światowej gospodarki prawdopodobnie nieco spadnie w ciągu najbliższych dwóch lat, więc mamy neutralną opinię na temat globalnych akcji.
- 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 tegorocznych wyników, lecz spodziewamy się, że rynki wschodzące będą w stanie nadrobić zaległości w nadchodzącym roku.
- W dalszym ciągu mamy stosunkowo ostrożne podejście do czeskiego rynku obligacji rządowych, gdyż stopy zwrotu w terminie do wykupu są nadal stosunkowo niskie w porównaniu do historycznych wartości minimalnych osiągniętych dwa lata temu.
- 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.



GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Głównymi zagrożeniami wynikającymi z naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza oczekiwanego rozwoju globalnych rynków finansowych są 1) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki z cyklicznego szczytu, który został osiągnięty pod koniec 2017 roku, 2) poważne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami, 3) szybsze niż oczekiwano spowolnienie chińskiej gospodarki, 4) sytuacja we Włoszech – ryzyko recesji w 2019 roku, opracowanie budżetu państwa i odpowiednia dynamika długu publicznego oraz 5) twardy i niekontrolowany Brexit.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

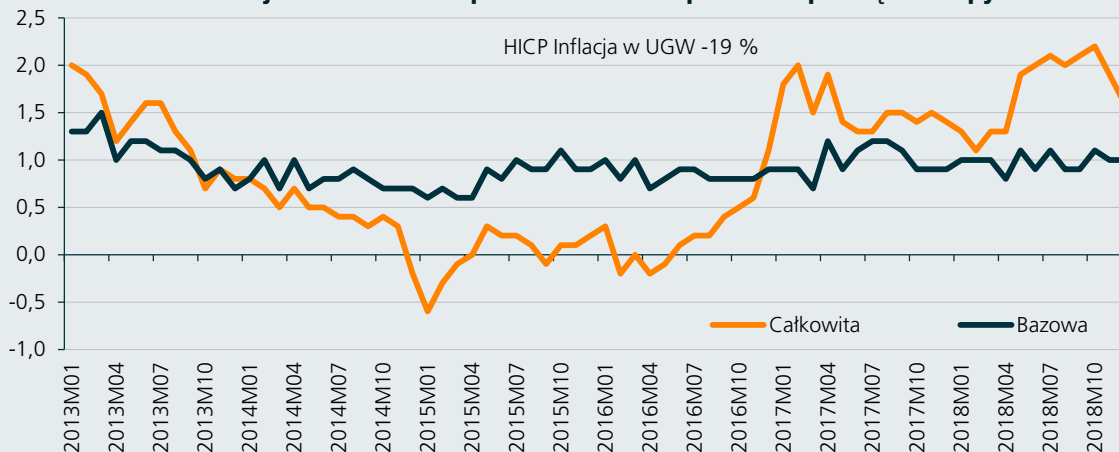
Wzrost gospodarczy w strefie euro w czwartym kwartale w porównaniu do trzeciego, według danych miesięcznych, nie przyspieszył. Inflacja, ze względu na ceny ropy, dalej spadała.

Ostateczne dane dotyczące wzrostu UGW w III kwartale potwierdziły, że wzrost wyniósł 0,2% w ujęciu kwartalnym i 1,6% w ujęciu rocznym. Tempo w ujęciu rocznym było najniższe od 4 kwartału 2014 roku i wyraźnie poniżej tempa osiągniętego w trzecim kwartale 2017 roku (2,8 %). Najniższy od trzeciego kwartału 2014 r. był wkład ze wzrostu zapotrzebowania gospodarstw domowych w wysokości 0,55 punktu procentowego, a wkład eksportu (1,14 p.p.) był najniższy od I kwartału 2016 r. Wzrost w ujęciu kwartał do kwartału był taki sam: wkład gospodarstw domowych był słaby, wkład eksportu netto ujemny (-0,26 p.p.), był to najgorszy wynik od 4Q15.

Ostatni kwartał ubiegłego roku nie wygląda lepiej. **Wzrost produkcji przemysłowej w październiku osiągnął poziom tylko 1,2% r/r**, jest to jedynie niewiele lepszy wynik niż 0,8% we wrześniu; w każdym razie tempo wzrostu jest najniższe od 2016 r. Przemysł wytwórczy wzrósł o 1,5% r/r i 0,2% m/m. indexy PMI w listopadzie i grudniu nie pokazują wyniku dużo lepszego dla dwóch ostatnich miesięcy roku: po 51,8 punktu w listopadzie, w grudniu indeks PMI spadł do 51,4 punktu, jest to wartość najniższa od lutego 2016. Dodając do tego, że optymizm co do przyszłego rozwoju spadł do najniższego poziomu od sześciu lat, w nadchodzących miesiącach trudno o optymistyczne nastawienie do przemysłu. Pogłębiający się pesymizm potwierdza **niemiecki indeks OFI, który w grudniu osiągnął najniższy poziom (101 punktów) od dwóch lat.**

W sektorze usług spadek PMI był jeszcze bardziej dramatyczny, z 53,4 w listopadzie do 51,4 w grudniu, jest to najniższy poziom od listopada 2014. Nowe zamówienia i optymizm co do przyszłości obniżyły się do najniższego poziomu od czterech lat. Jedyną pozytywną wiadomością jest to, że spadek indeksu usług w grudniu został podciągnięty przez Francję (55,1 w listopadzie 49,6 w grudniu), co daje nadzieję, że indeks powróci na wyższy poziom po ustąpieniu protestów żółtych kamizelek. Jednak biorąc pod uwagę dalszy spadek zaufania gospodarstw domowych w całej Europejskiej Unii Walutowej (EMU), w najlepszym wypadku będzie to powrót do poziomu z listopada.

Inflacja w strefie euro pod koniec roku spadła za sprawą cen ropy



Źródło: Eurostat



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Spadek zaufania gospodarstw domowych nie jest zaskakujący: **poprzez spadek, zbliża się do poziomów, gdzie spodziewalibyśmy się tego ze względu na realny wzrost wydatków konsumenckich. Sprzedaż detaliczna w ramach UGW** nadal rośnie bardzo powoli. Na początku czwartego kwartału dodały one realnie 1,7% r / r, co oznacza, że w ciągu ostatnich trzech miesięcy ich średnia stopa wzrostu wyniosła zaledwie 1,4% (a skumulowany wzrost w ostatnich 3 miesiącach wyniósł zasadniczo zero). W rzeczywistości nie jest to zgodne z historycznie najwyższą stopą optymizmu gospodarstw domowych, którą ten wskaźnik osiągnął w połowie zeszłego roku.

Inflacja ogółem, według pierwszych danych spadła w grudniu do 1,6% z powodu niższego wzrostu cen energii (9,1% r/r w listopadzie vs 5,5% w grudniu). Główny element inflacji nie zmienił się: podobnie jak w listopadzie i grudniu inflacja bazowa pozostała na poziomie 1%, co oznacza, że inflacja bazowa nie osiągnęła poziomu 0,8-1,8% już od września 2017 roku.

EBC, na swym ostatnim posiedzeniu w 2018 r., pomimo słabej inflacji, która nie ruszyła się od dłuższego czasu, potwierdził **koniec programu luzowania ilościowego**. Jeśli chodzi o pierwszą podwyżkę stóp procentowych, EBC nie zmienił swojego stanowiska – prezes EBC Mario Draghi powtórzył na konferencji prasowej, że termin pierwszego zacieśnienia zależy od czasu (nie wcześniej niż w lecie), a także od danych ekonomicznych.

USA

Gospodarka rozwija się bardzo dobrze, rośnie w tempie ponad 3% rocznie, a jedynym słabym punktem są inwestycje. Inflacja utrzymuje się wokół celu banku centralnego.

W trzecim kwartale gospodarka USA utrzymała bardzo wysokie stopy wzrostu (3,4% kw / kw, annualizowane). Było to nieco wolniej niż w drugim kwartale (4,2%), ale poza tym było to tempo nie widziane od trzeciego kwartału 2014 roku. Struktura niewiele się zmieniła, a największym czynnikiem wzrostu jest konsumpcja gospodarstw domowych (według ostatecznych danych w wysokości 2,4 p.b.). Wyraźnie do wzrostu przyczyniły się inwestycje brutto (2,5 p.b.), ale tylko dzięki zasobom (2,3 p.b.). Same stałe inwestycje dodały jedynie 0,21 punktu procentowego, to najmniej od końca 2015. Znaczący wzrost zapasów i wzrost popytu gospodarstw domowych znalazły odzwierciedlenie w eksporcie netto, przy ujemnym wkładzie 2 p.b. był najwyższy od drugiego kwartału 1985 roku.

Miesięczne dane opublikowane w grudniu były dość dobre, z wyjątkiem działalności inwestycyjnej. **Produkcja przemysłowa** w listopadzie zyskała 0,6% m/m, październik został zrewidowany w dół z 0,1% do -0,15 m/m, co wpłynęło na optymizm związany z dobrymi danymi z listopada. Przemysł wytwórczy spadł o 0,1% m/m, poprzednie trzy miesiące po rewizji wyniosły średnio 0,5% m/m. Ze względu na sytuację w europejskim przemyśle, rozwój po drugiej stronie Atlantyku jest dość zaskakujący.

Zamówienia dóbr trwałych (bez samolotów i sprzętu wojskowego) spadły trzy razy w ciągu ostatnich czterech miesięcy, w tym spadek w listopadzie (-0,6% m/m). W czwartym kwartale są one stabilne wobec trzeciego kwartału. W związku z zawirowaniami na rynku w grudniu oraz z powodu upadku rządu federalnego USA (ze względu na spór o finansowanie muru na granicy meksykańsko-amerykańskiej), sytuacja wokół inwestycji firm prawdopodobnie nie poprawi się.

Sprzedaż detaliczna (z wyłączeniem samochodów i towarów innych niż paliwa) nadal utrzymuje się na dobrym poziomie, w czwartym kwartale zyskała 1,5% w ciągu dwóch miesięcy, a jej roczna stopa wzrostu w ciągu ostatnich trzech miesięcy, zgodnie z oczekiwaniami, powróciła znacznie powyżej 5%. **Wzrost płac** pozostaje historycznie stosunkowo powolny, ale w listopadzie wzrost osiągnął 3,1% r/r w drugim miesiącu, najwyższy od kwietnia 2009 r.

Rynek pracy jest nadal bardzo dobry. W listopadzie stworzył 161 tysięcy miejsc pracy w sektorze prywatnym, w ciągu ostatnich trzech miesięcy 529 tys. miejsc pracy. **Oficjalna stopa bezrobocia** w listopadzie osiągnęła 3,7% (taki sam wynik jak w październiku i wrześniu), jest to najniższy wynik od grudnia 1969, jej alternatywna stopa bezrobocia U6 (obejmująca oficjalnie bezrobotnych, pracowników powiązanych z rynkiem pracy jedynie częściowo, pracowników zniechęconych do szukania pracy czy pracowników pracujących jedynie w niepełnym wymiarze godzin, ale chcących i mogących pracować więcej) pozostała niewiele powyżej 17-letniego minimum (7,4%), i osiągnęła poziom 7,6%. Ilość **wniosek o zasiłek dla bezrobotnych oscyluje wokół 220 tys./tydzień** - jest to wartość najniższa, od co najmniej 1970 roku (okres, dla którego mamy dostępne dane). Jedynym nieco negatywnym czynnikiem na rynku pracy jest to, że **nie wzrasta wskaźnik uczestnictwa**, który pozostaje poniżej 63%, (w październiku 62,9%).



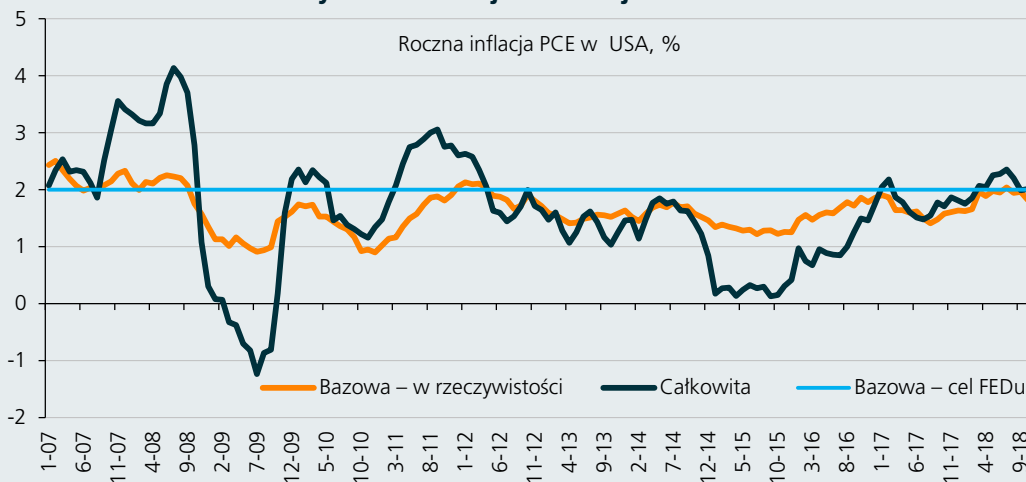
GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Inflacja bazowa PCE w listopadzie zwołała do 1,9%, jest to wartość o 0,1 p.b. wyższa niż w październiku oraz druga najniższa wartość od lutego 2018. Inflacja całkowita spadła do poziomu najniższego od stycznia 2018, osiągnęła wartość 1,8%, a to za sprawą niższych cen ropy. Wydaje się zatem, że inflacja jest ustabilizowana, że nawet najszybszy wzrost płac od czasów kryzysu finansowego ani (zgodnie z opisanymi powyżej kryteriami) najbardziej pracowity rynek pracy od dłuższego czasu nie wpływa.

FED ponownie podwyższył stopy na grudniowym posiedzeniu, docelowy zakres Fed funds wynosi obecnie od 2,25% do 2,50%. Ryzyko dla perspektyw ekonomicznych zostało uznane przez FOMC jako zrównoważone. Wbrew ocenie FOMC po listopadowym posiedzeniu, w grudniu zmieniono: 1) Komisja oczekuje teraz na pewne „zacieśnienie polityki monetarnej”, oraz 2) potrzebę monitorowania rozwoju sytuacji gospodarczej i finansowej (co jest oczywiście reakcją na panikę rynkową w grudniu).

Amerykańska inflacja bazowa jest stabilna



Źródło: BEA.gov

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka rozwija się solidnie według miesięcznych danych z końca ubiegłego roku, ale wiodące wskaźniki wskazują, że w najbliższych miesiącach sytuacja ulegnie pogorszeniu.

Nowe dane o PKB nie zostały opublikowane w grudniu. Miesięczne dane były zaskakująco dobre, oprócz wiodących wskaźników w przemyśle. **Produkcja przemysłowa** pomimo słabych Niemiec trzyma się dobrze, w listopadzie po raz trzeci z rzędu rosła w tempie nieco wyższym niż 5% (dokładnie 5,5%), był to wynik nadspodziewanie dobry: indeks PMI po raz pierwszy od dłuższego czasu spadł poniżej 50 (49,5). Jednak według prognoz sytuacja ta nie powinna się utrzymać: w grudniu wskaźnik PMI zanotował dalsze spadki i osiągnął wynik 47,6 punktów.

I odwrotnie, przewiduje się, że sprzedaż detaliczna będzie rosła w zdecydowanym tempie przez większość 2019 roku. Po słabym wrześniowym wyniku, w październiku i listopadzie wzrosty były solidne - w październiku ich wzrost był ponad dwukrotnie większy (7,8%) w porównaniu z wrześniem (3,6% realnie), w listopadzie tempo było nieco wolniejsze (6,9 %). To, wraz z wciąż zaskakująco dobrą produkcją przemysłową, sugeruje, że czwarty kwartał nie będzie w Polsce powolny pod względem wzrostu PKB. Podstawy wspierania popytu gospodarstw domowych są nadal wysokie, więc popyt gospodarstw domowych może pozostać filarem wzrostu. Płace rosną bardzo dobrze (nominalne w listopadzie + 7,7% r / r), a rynek pracy jest również bardzo dobry. Stopa bezrobocia w październiku pozostała na najniższym poziomie (5,7%); po korekcie sezonowej spadła nawet do 5,9% na nowe historyczne minimum. Tak więc w ciągu najbliższych kilku miesięcy nie ma powodu, by popyt w gospodarstwie domowym był spowolniony, może tylko przez utratę optymizmu gospodarstw domowych w wyniku zawirowań rynkowych i spowolnienia w branży (które, mimo względnej niewielkiej istotności polskiego przemysłu, mogą być oczekiwane).



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

Pomimo silnego wzrostu gospodarczego, niskiego bezrobocia i wysokiego wzrostu płac, inflacja bazowa pozostaje bardzo nisko. W listopadzie ponownie spadła do 0,7%, najniżej od lipca 2018 r. i o 0,2 p.b. mniej niż na koniec 2017 roku. Trwa paradoksalny rozwój inflacji, który nie cieszy banku centralnego. Wstępne dane za grudzień zostały opublikowane w dniu 4 stycznia 2019 r., lecz nie nakreśliły innego obrazu: ogólna inflacja spadła z 1,3% w listopadzie do zaledwie 1,1% (ze względu na ceny energii odzwierciedlające niższe ceny ropy). Choć inflacja bazowa za grudzień nie została jeszcze opublikowana, ze względu na rozwój inflacji ogólnej można się spodziewać, że nie wzrośnie w porównaniu z listopadem.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na posiedzeniu w grudniu zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe bez zmiany na poziomie 1,5%, na którym znajdują się od marca 2015. Nie można było oczekiwać innego rozwiązania – poziom inflacji jest paradoksalny, ale realny. Bank centralny potwierdził, że oczekuje stopniowego ochłodzenia dynamiki i zamierza gospodarkę obserwować i czekać.

RYNKI AKCYJNE

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Grudzień był ujemnym miesiącem dla rynków akcji, kiedy większość ryzyka omawianego w ciągu ostatnich miesięcy została odzwierciedlona. Jednym z powodów może być również niższa płynność przed świętami Bożego Narodzenia, którą właśnie poparła utrzymująca się globalna niepewność. Wśród typowych obaw inwestorów były: zaostrenie polityki monetarnej banków centralnych, spowolnienie globalnej gospodarki, wojny handlowe, problemy niektórych sektorów, nieprzewidywalność polityków, czy droższe wskaźniki wyceny akcji amerykańskich. Tylko akcje amerykańskie z ich miesięcznymi stratami wyróżniały się, na przykład S&P500 spadł o 9,2% (-6,5% r/r). Europejskie rynki z gorszymi wynikami w ostatnich miesiącach nieznacznie spadły (DJ STOXX 600 w ujęciu miesięcznym -5,6%, za cały rok 2018 -13,2%).

MSCI World Index



Źródło: Bloomberg

Rynki środkowoeuropejskie były na końcu globalnych spadków. Mając mniejszą wagę i mniej płynności, nie poniosły takich strat w przeciwieństwie do rynków rozwiniętych. Nie uniknięto jednak problemów na lokalnych rynkach. Inwestujący w polskie akcje (WIG30, -0,7% m/m, -8,6% r/r), zwłaszcza w sektorze usług komunalnych, nie wiedzieli do końca roku, czy taryfy prądu dla gospodarstw domowych wzrosną. Pojawiły się również spekulacje na temat ratowania zagrożonych banków Alior i Idea. Akcje węgierskie również odnotowały niewielką stratę (indeks BUX wyniósł -2,4% m/m, -0,6% r/r), czeski indeks giełdowy PX spadł w związku z połączeniem z rynkiem austriackim, odpowiednio z grupą Erste Bank i Vienna Insurance o 7,7% (8,5% r/r).



RYNKI AKCYJNE

Największe spadki odnotowały akcje spółek rumuńskich (indeks BET - 14,8% m/m, -4,8% r/r). Powodem tego było ogłoszenie przez rząd, na tydzień przed świętami Bożego Narodzenia, szybkiego wprowadzenia sektorowych podatków dla banków, przedsiębiorstw użyteczności publicznej, firm telekomunikacyjnych i energetycznych. Konkretna forma nie była oczywista do końca roku, ale pierwotny wniosek na przykład w przypadku banków zmniejszyłby zysk netto nawet o 40%. Nawet rynki wschodzące nie uciekły od wyprzedzaży z rynkami akcji, MSCI Emerging Markets spadł o 2,92% w ujęciu miesięcznym (mierzonym w USD). W porównaniu do rynków rozwiniętych spadek ten był jednak zauważalnie skromniejszy. Wszystkie główne gospodarki wschodzące poniosły straty, w tym Chiny, Indie i Brazylia. Mając nadzieję, że szczyt G-20 w Argentynie na przełomie listopada i grudnia nie przyniesie znaczącej zmiany w stosunkach handlowych między USA i Chinami, pozytywnym przesłaniem było w szczególności planowane wznowienie dialogów handlowych w 2019 r. Koniec roku charakteryzował się silnie negatywnym sentymentem na rynkach akcji i mniejszą płynnością transakcji.

RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Sytuacja w Stanach Zjednoczonych w grudniu kontynuowała tematy podjęte w listopadzie, tj. przychody spadły dalej, podobnie jak w przypadku cen ropy naftowej, z powodu zawirowań rynkowych i odwrócenia inwestorów od ryzyka z powodu zwiększonych obaw o wzrost gospodarczy. Na dłuższym końcu krzywej rentowności zyski spadły o około 30 p.b., dziesięcioletnie zyski na koniec roku wyniosły poniżej 2,7%. Na krótkim końcu spadek był podobny, zysk z dwuletnich obligacji wyniósł poniżej 2,5%. Płaska krzywa nadal wskazuje na oczekiwane spowolnienie gospodarcze.

Jakościowo ten sam rozwój był w centrum strefy euro, ale spadki były znacznie mniejsze. W Niemczech dwuletnie obligacje spadły poniżej -0,6%, a dziesięcioletnie poniżej 25 p.b., była to ich najniższa wartość od lipca 2017. Przychody z tytułu ryzyka rynkowego i wypływów inwestycyjnych, szczególnie z rynków akcji, spadły nawet we Włoszech, gdzie rentowność obligacji dziesięcioletnich osiągnęła najniższy poziom (2,7%) od czerwca.

Obligacje korporacyjne

Rynek obligacji korporacyjnych pozostawał pod presją zwiększenia marż kredytowych, jednak łagodniejszą niż w listopadzie czy grudniu ubiegłego roku. Dominującym czynnikiem był gwałtowny wzrost zmienności na rynkach akcji, wraz ze wzrostem awersji do ryzyka i utrzymującym się częściowym spadkiem pozycji inwestorów globalnych z ryzykownych klas aktywów przed końcem roku. Narastały obawy o bardziej wyraźne ochłodzenie wzrostu gospodarczego jako możliwy wynik dalszego zaostrzenia polityki monetarnej USA, wojen handlowych USA-Chiny i dzięki Brexitu. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG w grudniu wzrosła o 7 punktów do 118 punktów. W przypadku indeksu poziomu spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) zysk wyniósł 31 pkt. do 428 punktów. Marże kredytowe kontraktów CDS rosły w podobnym tempie. Za cały rok 2018 średnie marże kredytowe obligacji stopnia inwestycyjnego wzrosły o 69 punktów (ponad dwukrotność), natomiast obligacji stopnia spekulacyjnego o 190 punktów.

Turecki rynek obligacji

Pozytywny rozwój tureckich aktywów finansowych, trwający od września ubiegłego roku, który skorygował znaczną część poprzednich dramatycznych strat z lata, w ostatnim miesiącu roku skutki niekorzystnego rozwoju ryzykownych aktywów, w szczególności akcji, zostały wyczerpane i przeważały. Jednak straty cen obligacji tureckich nie były znaczące, a po wcześniejszej aprecjacji kurs wymiany TRY był względnie stabilny. Listopadowa inflacja cen konsumpcyjnych zaskoczyła pozytywnie bardziej znaczącymi redukcjami niż prognozy rynkowe, ale nadal przekraczała 21% - przestrzeń do dalszego spadku inflacji w warunkach przejściowego spowolnienia gospodarczego i niższych cen ropy z pewnością dalej jest. Rachunek bieżący bilansu płatniczego był kontynuowany w ramach korzystnego procesu przywracania równowagi, którego nadwyżka w październiku - już trzeci z rzędu - jeszcze bardziej obniżyła deficyt rok do roku. Bank centralny spełnił oczekiwania rynku i nie zmienił ustawień polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Znacznie zmniejszona podaż nowych obligacji rządowych przez Ministerstwo Finansów trwała w grudniu, dając wsparcie lokalnego rynku, nie pozwalając na znaczący spadek. Krzywa rentowności wzrosła tylko w segmencie krótkiego i średniego okresu wymagalności (do 100 pb), a rentowności obligacji długoterminowych nieznacznie spadły (o około 30 pb).



RYNKI OBLIGACJI

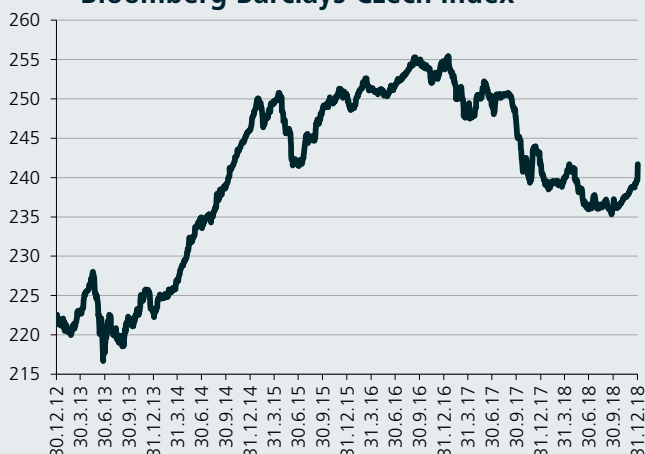
Czeski rynek obligacji

Czeska krzywa rentowności była podobna w grudniu do Niemiec. Długie rentowności z powodu rosnących obaw rynkowych spadły o około 12 punktów bazowych, osiągając 1,9% na koniec grudnia, co stanowiło ich najniższą wartość od początku czerwca 2018 r. Na krótkim końcu, ze względu na ponowną ocenę perspektywy CNB, dwuletnie zwroty również zostały skorygowane, co dało wynik poniżej 1,50%. Ceny obligacji rządowych wspomogło brak aukcji pierwotnych Ministerstwa Finansów, który finansował potrzeby budżetów publicznych na początku roku.

Polski rynek obligacji

Na polskim rynku obligacji doszło w grudniu do zauważalnego wzrostu cen. Długie zyski, podobnie jak na głównych światowych rynkach, w oczekiwaniu na spowolnienie wzrostu gospodarczego (przenoszenie inwestycji kapitałowych w bezpieczniejsze obligacje) spadły o ponad 20 punktów bazowych i osiągnęły 2,8%, gdzie nie znajdowały się od dwóch lat, obligacje dwuletnie zakończyły rok wynikiem poniżej 1,35%, najniżej w historii. Oprócz trendu globalnego polski rynek nadal wykazywał bardzo niską inflację, co doprowadziło do likwidacji rynkowych oczekiwań niewielkiego wzrostu stóp banku centralnego w tym roku.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

WALUTY

W grudniu kurs wymiany euro do dolara oscylował wokół 1,135. Przez chwilę patrzył poniżej 1,13, nawet na 1,145, ale przez większość miesiąca spędził blisko 1,135. W świetle bardzo niskiej europejskiej inflacji, obaw rynku, słabszych danych makroekonomicznych ze strefy euro i zaostrzenia polityki pieniężnej w USA, jest to dość zaskakujące. Wydawało się jednak, że Euro pomogło amerykańskim problemom politycznym („zamknięcie” rządu federalnego za brak zgody na sfinansowanie budowy muru na granicy z Meksykiem).

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Polski rynek obligacji

Wzrost obaw o globalny wzrost w 2019 roku spowodował, że pod koniec zeszłego roku polska premia za ryzyko wzrosła względem Niemiec do 260 mld euro. Zyski w Niemczech były już tak niskie, że ich dalszy zauważalny spadek nie wynikał ze znacznego prawdopodobieństwa niemieckiej stagnacji/recesji, a wręcz przeciwnie, polskie zyski z premią względem niemieckich miały w oczach inwestorów miejsce na spadek. Tegoroczna premia powinna pozostać w przybliżeniu stabilna - wzrost stóp procentowych po stronie polskiego banku centralnego jest mało prawdopodobny, a inflacja będzie powoli rosła w kierunku celu banku centralnego. Z drugiej strony, oczekiwany stopniowy wzrost rentowności niemieckich obligacji, może pomóc z biegiem czasu polskimi obligacjami w zyskach.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Turecki rynek obligacji

Rozwój tureckich aktywów finansowych - obligacji skarbowych i kursu TRY - będzie w tym roku napędzany wieloma czynnikami. Na scenie krajowej dotyczyć będzie przede wszystkim realizacji rządowego programu działań w polityce gospodarczej (koncentruje się przede wszystkim na zwalczaniu inflacji, rygorystycznej polityce fiskalnej czy wsparciu sektora bankowego), mającej na celu przywrócenie równowagi tureckiej gospodarki oraz to, czy bank centralny będzie odporny na presję polityczną i utrzyma restrykcyjną politykę pieniężną. Obecnie jej kluczowe stopy procentowe wynoszą 24%, ale inflacja pozostaje wysoka (ponad 20%) i będzie stopniowo spadać. Prowadzenie wiarygodnej polityki gospodarczej i pieniężnej powinno doprowadzić do dalszego otwarcia pozycji stale ograniczonych inwestorów zagranicznych i korzystnego kształtowania się cen tureckich aktywów. Istotne będą jednak również czynniki zewnętrzne, w szczególności rozwój globalnej awersji do ryzyka w kontekście perspektyw wzrostu gospodarczego, polityki pieniężnej Fed lub eskalacja / uspokojenie wojen handlowych między USA i Chinami. Ogólnie rzecz biorąc, pozostajemy względnie optymistyczni i uważamy, że tureckie aktywa zostaną w tym roku atrakcyjnie wycenione.

Waluty

Biorąc pod uwagę, że kurs wymiany odpowiada naszym wcześniejszym prognozom i dalej nie uważamy, że strefa euro jako całość popadnie w recesję (tj. nie spodziewamy się dramatycznych zmian w polityce pieniężnej EBC), nie zmieniamy naszych perspektyw dotyczących kursu euro w stosunku do dolara. W związku z tym oczekujemy, że kurs wymiany euro względem dolara wyniesie około 1,15 w dwóch kolejnych kwartałach. W przypadku znacznie wyższych poziomów (= dla słabszego dolara około 1,20), nie ma uzasadnienia dla obecnych lub oczekiwanych różnic w polityce pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku (który jest głównym czynnikiem kursu w ciągu ostatniej dekady). Pomimo zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed w nadchodzących kwartałach, nie wpłynie to znacząco na kurs euro, ponieważ EBC nie zamierza zaostrzyć polityki. Utrata dynamiki wzrostu w strefie euro i utrzymująca się niższa od oczekiwanej inflacja zwiększają prawdopodobieństwo, że stopy EBC pozostaną niezmienione w 2019 r. W związku z tym, jeśli wystąpi jakikolwiek ruch z limitu 1,15 w nadchodzących miesiącach, spodziewamy się, że będzie on w kierunku silniejszego dolara.

W przypadku polskiego złotego oczekujemy umocnienia. Niska inflacja nie pozwala jednak bankowi centralnemu na podniesienie stóp, co ogranicza możliwości silniejszego złotego. Różnica stóp procentowych i solidny obraz makroekonomiczny powinny przekonać rynki, że wartości 4,30 są zbyt słabe. W najbliższych dwóch kwartałach oczekujemy powrotu do silniejszego poziomu 4,20 PLN/EUR.

Rynek akcyjny

Na zakończenie roku 2018 rynki akcji odzwierciedlały część ryzyk, o których spekulowano od kilku miesięcy, na przykład spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego, wojnę handlową lub zbliżający się BREXIT. Ceny akcji w niektórych regionach spadły do bardziej atrakcyjnych poziomów. Wskaźniki wartości firm amerykańskich są już blisko, ale wciąż nieco powyżej długoterminowych poziomów. Biorąc pod uwagę powolny wzrost krótkoterminowych stóp procentowych, spowolnienie gospodarcze i niepewność dotyczącą wojen handlowych, nie widzimy miejsca na wyraźne zyski w najbliższym okresie. **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 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.

**PRZEWIDYWANY ROZWÓJ****Rynek akcyjny**

Jesteśmy zadowoleni z wielu akcji regionu środkowoeuropejskiego. Największy potencjał widzimy obecnie w słoweńskich, rumuńskich i niektórych czeskich akcji. Z akcji na rynku czeskim, ze względu na rosnące stopy procentowe i silnego konsumenta, pozytywnie patrzymy na akcje Erste Bank i Vienne Insurance Group. Pozytywnie nastawiamy się do nowych akcji AVAST i szybko rozwijającego się właściciela Nova, grupy medialnej CETV. Na rynku czeskim obecnie nie spodziewamy się znaczącego spadku którejkolwiek z akcji będących w obrocie 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 medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, banków Pekao i Alior, czy firmy leasingowej Prime Car Management. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do konglomeratu medycznego MedLife, spółek gazowych Romgaz i Petrom oraz producenta wina Purcari, w Słowenii są to akcje firmy farmaceutycznej Krka, banku Nova Ljublanska 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