



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	3,60 %	USA	-0,42 %	USD/EUR	0,08 %	Ropa Brent	-6,53 %
Europa – DJ Stoxx 600	3,07 %	Europa	-0,34 %	CZK/USD	-1,63 %	Gaz	-4,86 %
Japonia – Nikkei 225	1,12 %	CZ	0,13 %	CZK/EUR	-1,57 %	Fotowoltaika	1,50 %
MSCI Emer. Markets	1,68 %	Polska	0,34 %	PLN/EUR	-2,18 %	Złoto	-2,46 %
CZ – PX	2,64 %	Węgry	1,53 %	HUF/EUR	-2,59 %	Srebro	-3,38 %
Polska – WIG30	7,17 %	Turcja*	-5,05 %	TRY/EUR	6,81 %	Miedź	-5,28 %
Węgry – BUX	-1,07 %	* BofA Merrill Lynch index					

## LIPIEC W PIGUŁCE

### Najważniejsze wydarzenia na świecie

- W połowie lipca opublikowano dane o wskaźnikach wzrostu PKB głównych światowych gospodarek za drugi kwartał. Gospodarka amerykańska znacząco przyspieszyła, po 2% wzroście w pierwszym kwartale, w drugim zanotowała wzrost o 4,1%.
- Strefa euro zgodnie z oczekiwaniami nieznacznie zwolniła z 0,4 % do 0,3 % w ujęciu kwartalnym, a z 2,5 % do 2,1 % w ujęciu rocznym.
- Gospodarka Chin, która jest głównym czynnikiem wzrostu całej gospodarki światowej, w drugim kwartale utrzymała solidny wskaźnik wzrostu PKB na poziomie 6,7 % w ujęciu rocznym, 6,8% w pierwszym kwartale.

### Sytuacja na rynkach finansowych

- Dolar amerykański, który umocnił się w ostatnich miesiącach w warunkach zwiększonej awersji do ryzyka, w lipcu był relatywnie stabilną walutą. Indeks DXY, który mierzy wydajność dolara względem głównych światowych walut, wzrósł tylko o 0,1 %. W stosunku do euro, dolar nieznacznie stracił o 0,1 % do poziomu 1,169 dolara za euro (resp. umocnienie euro w stosunku do dolara).
- Korona czeska, w przeciwieństwie do ostatnich miesięcy, w których utrzymywała trend osłabienia, zmieniła kierunek i silnie umocniła się wobec głównych walut. W stosunku do euro umocniła się o 1,6 % do poziomu 25,60 CZK/EUR, a w względem dolara umocniła się o 2,3 % do poziomu 21,81 CZK/USD.
- W lipcu na globalnych rynkach akcyjnych lipiec okazał się dobrym miesiącem, indeks MSCI All Country World zyskał 2,9% (w dolarze).
- W poszczególnych krajach bardzo dobrze radziły sobie akcje w Brazylii (Bovespa +8,9 %), w Indiach (Sensex +6,2 %) oraz w Polsce (WIG30 +7,2 %). Z drugiej strony nieznaczne straty zanotowały akcje w Chinach (Hang Seng -1,3 %), Rumunii (BET -1,4 %) i na Węgrzech (BUX -1,1 %).
- Polskie obligacje skarbowe nieznacznie zyskały 0,3 %, węgierskie obligacje rządowe zanotowały wyraźny wzrost o 1,5 %, póki co tureckie obligacje rządowe dalej silnie traciły na wartości, w lipcu straciły kolejne 5,0 %, a od początku roku ich rentowność jest na poziomie -12,7 %.
- W warunkach umiarkowanej awersji do ryzyka dobrze radziły sobie obligacje korporacyjne. Indeks obligacji korporacyjnych denominowanych w euro zyskał 0,3 %, a indeks obligacji korporacyjnych w spekulacjach bezinwestycyjnych (high-yield) w euro wzrósł o 1,6 %.
- Cena ropy Brent w lipcu wyraźnie straciła o 6,5 % do poziomu 74 dolarów za baryłkę. Przy czym cena ropy za ostatnie 12 miesięcy jest wyższa o 41%.

### Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w lipcu nie przeprowadziliśmy żadnych poważnych operacji.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w porównaniu z benchmarkiem mamy nieznaczną niedowagę w akcjach, niedowagę w obligacjach i odwrotnie nadwagę w inwestycjach alternatywnych i gotówce.

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

- 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, podobnie jak dynamika wzrostu zysków korporacyjnych.
- 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 obniżała.
- Według wyprzedzających wskaźników nastrojów (szczególnie indeks PMI i wskaźnik zaufania konsumentów) dynamika światowej gospodarki osiągnęła swe maksimum pod koniec zeszłego roku i od początku tego roku nieznacznie spowalnia, co potwierdziły dane o wskaźnikach PKB za dwa pierwsze kwartały na całym świecie. Nieznacznie spowolniła jedynie Japonia.
- 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.
- 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 najszerszego 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 cash flow (P/CF), 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) poważne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami oraz USA i Unią Europejską, 2) sytuacja polityczna we Włoszech - stosunek nowego rządu do strefy euro i polityki fiskalnej, 3) znaczące pogorszenie sytuacji walutowej w Turcji, 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 gospodarczy w strefie euro w drugim kwartale spowolnił, a początek trzeciego kwartału patrząc na główne wskaźniki nie zapowiada się lepiej. W ten sposób maleje prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w 2019 r.**

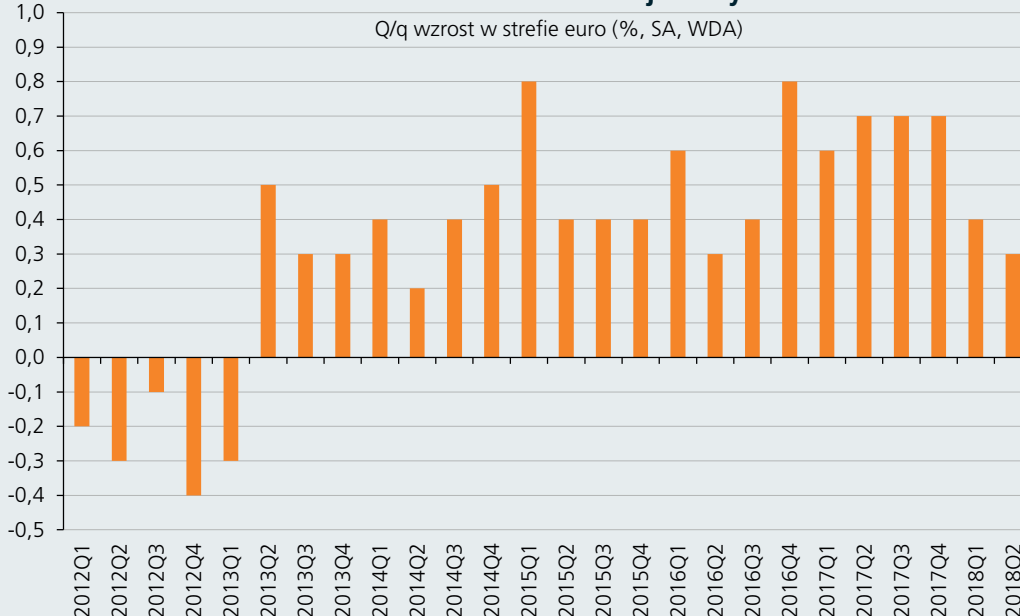
Wzrost PKB w II kwartale rozczarował już i tak niskie oczekiwania. Według wstępnych danych, tempo wzrostu w drugim kwartale było najniższe (0,3% q / q) w ciągu ostatnich dwóch lat. Hiszpańska gospodarka została liderem regionu, chociaż rosła w najwolniejszym tempie (0,6% q / q) od II kwartału 2014. Włochy spowolniły do 0,2% q/q, był to najniższy wynik od 3 kwartału 2016 roku. Gospodarka francuska rosła w takim samym tempie, jak w pierwszym kwartale (0,2% q/q). Dane niemieckie nie zostały jeszcze opublikowane, ale ze względu na ogólny wzrost strefy euro i tempo odnotowane przez pozostałe duże kraje, można oczekiwać, że osiągnie poziom 0,3% q/q.

Te dane nie były zaskakujące. W drugim kwartale **sprzedaż detaliczna** nie odnotowała dobrych wyników. Sprzedaż detaliczna w kwietniu straciła 0,2% m/m, następnie w maju i czerwcu zyskała 0,3% m/m, drugi kwartał był jeszcze słabszy niż pierwszy. Roczne tempo na koniec pierwszego półrocza wyniosło tylko 1,2% r/r, a ze względu na inflację (patrz niżej) i rynek pracy (spowolnienie tempa spadku stopy bezrobocia, która w czerwcu była tylko o 0,7 p.b. niższa niż w czerwcu 2017, 8,3%) nie możemy oczekiwać, że w tym roku stopy zwrotu powrócą do nierzeczywistego tempa wzrostu (3%+).

**Produkcja przemysłowa** w maju po długim okresie znacznie wzrosła i odnotowała najszybszą miesięczną ekspansję (1,4%) od listopada 2017. Mimo to roczne tempo wyniosło zaledwie 2,4% (vs. 5,1% na koniec roku 2017). Ponadto biorąc pod uwagę wiodące wskaźniki i eskalację wojny handlowej majowe tempo wzrostu wydaje się bardziej przypominać jednorazową sprawę niż początek lepszych czasów. **Główne wskaźniki** nie poprawiły się na początku drugiego półrocza. Indeks PMI w sektorze przemysłowym pozostał praktycznie na niezmiennym poziomie z czerwca 2018, tj. 55 punktów, jego odpowiednik w sektorze nieprodukcyjnym (usługi) spadł do najniższego poziomu od dwóch miesięcy 54,3. Ogólny indeks **PMI** osiągnął drugą najniższą wartość (54,3) od listopada 2016 (jedynym słabszym miesiącem od wspomnianego listopada był maj tego roku). Co więcej, sub-indeks nowych zamówień spadł do najniższego poziomu od października 2016. Kolejne wskaźniki nie zapowiadają przyspieszenia wzrostu – indeks nastrojów w gospodarce **ESI** pozostał w pobliżu rocznego minimum (112 punktów), niemiecki indeks **IFO** dalej tracił do 101,7 punktu, to najniższy poziom od marca 2017.

**Ogólna inflacja** w lipcu wciąż nieznacznie rosła (na 2,1 %), jest to wynik lekko powyżej celu EBC („blisko, ale poniżej 2%“). Wzrost ten był jednak, podobnie jak w maju i czerwcu, spowodowany wzrostem cen energii - ceny paliwa podskoczyły o 6,1% r/r w maju, 8% r/r w czerwcu i 9,4% w lipcu. Z drugiej strony inflacja bazowa pozostała na poziomie 1,1%, tj. na poziomie z maja tego roku i o 0,1 p.b. niższa niż w lipcu 2017 r. Wraz ze słabszym wzrostem gospodarki, oddala się moment, w którym inflacja osiągnie cel EBC.

## Wzrost w strefie euro w II kwartale 2018 r. najniższy od dwóch lat



Źródło: EBC



## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

**EBC póki co nie reaguje na rozwój tej sytuacji, nawet werbalnie.** 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 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. Próbuąc zachować spokojną twarz w świetle słabych danych dotyczących wzrostu i inflacji oraz w świetle ryzyka (wojna handlowa Trumpa, chaotyczny Brexit), był zmuszony przyznać, że nie poczyniono żadnych postępów w zakresie inflacji.

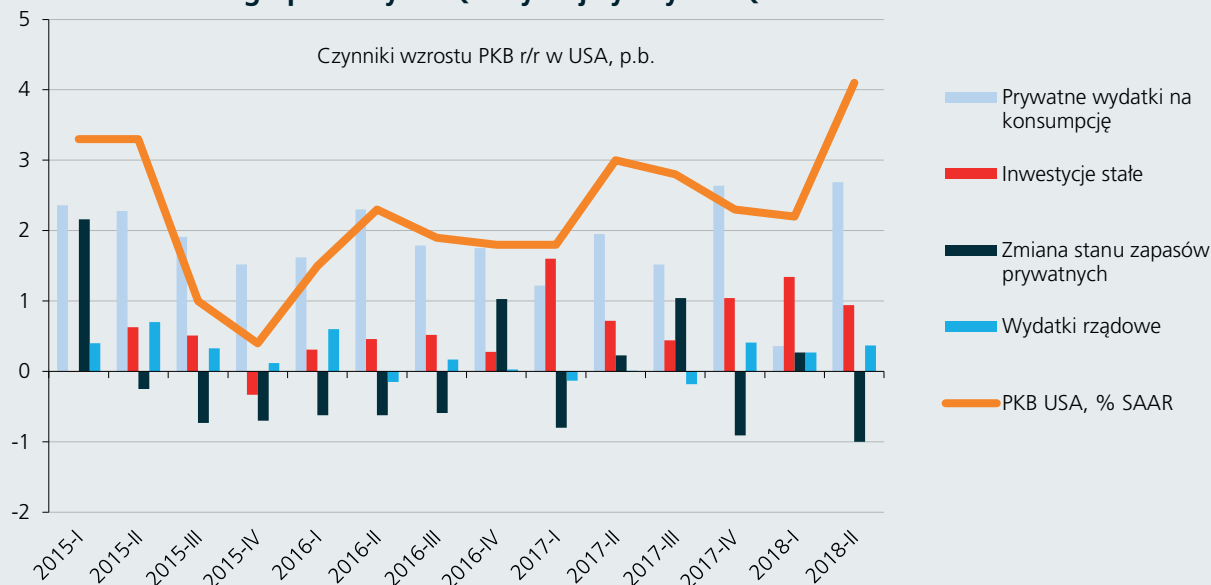
## USA

**Gospodarka amerykańska w 2Q18 odnotowała najszybszy wzrost w ciągu 4 lat, w dużej mierze z powodu długotrwałych czynników nie zrównoważonych. Inflacja nieco zwolniła.** Pierwsze dane o wzroście gospodarczym w drugim kwartale tego roku przyniosły prezydentowi USA wielką radość. Gospodarka wzrosła o 4,1% q / q w ujęciu rocznym, jest to najszybszy wzrost od trzeciego kwartału 2014 r. Najistotniejsze były wydatki konsumpcyjne, które wzrosły o 2,7 p.b. i eksport netto (z wkładem 1,1 p.b.). W pierwszym przypadku jest to efekt reformy podatkowej (=ulgi), w drugim silny wkład eksportu netto wynikał wyłącznie z samego eksportu, prawdopodobnie jest to skutek przesunięcia części eksportu w czasie w celu uniknięcia odwetu ze strony UGW i Chin. Żaden z tych czynników nie jest do utrzymania, a w przypadku eksportu w USA uderzy dodatkowo wzmocnienie dolara. Stałe inwestycje zyskały 0,9 p.b., tyle ile straciły zapasy. To właśnie ujemny wzrost zapasów wspiera narrację dotyczącą części popytu zagranicznego w czasie; 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.

Miesięczne dane opublikowane w lipcu nie były tak interesujące jak dane o wzroście całej gospodarki. **Produkcja przemysłowa** w czerwcu zyskała 0,6% m/m, co tylko zrekompensowało stratę z maja. Dynamika wzrostu jest jednak znacznie lepsza niż w latach 2015-2017. W przemyśle wytwórczym wzrost nie jest tak wyraźny – w ciągu ostatnich trzech miesięcy zyskiwał on umiarkowania (łącznie ok. 0,3%), i to pomimo wzrostu o 0,8% m/m w czerwcu.

Zamówienia dóbr trwałych (bez samolotów i sprzętu wojskowego) zyskały w czerwcu tylko 0,2% m/m, ich wzrost w ostatnich miesiącach drugiego kwartału (+ 2% m / m w kwietniu i 0,7% m / m w maju, dane po rewizji) oznaczał, że inwestycje w drugim kwartale wzrosły ogólnie. Potwierdziły dane o PKB wspomniane wyżej.

## Wzrost gospodarczy w 2Q18 był najszybszy od 3Q14





## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Sprzedaż detaliczna** (z wyłączeniem samochodów i paliwa) w drugim kwartale wypadła dobrze, choć dane z czerwca pokazały jedynie stagnację – przez cały kwartał zyskały ponad 1,5%, jest to naprawdę imponujące tempo. Oczywiście najważniejszym czynnikiem mającym na to wpływ jest reforma podatkowa prezydenta Trumpa, de facto zamiana długu publicznego na popyt gospodarstw domowych. **Wzrost płac** pozostaje powolny – nominalna stawka godzinowa na koniec pierwszej połowy roku wzrosła o 2,7%, jednak realnie pierwszy raz od stycznia 2017 spadła (-0,1%), pomimo tego, że rynek pracy jest nadal w bardzo dobrej sytuacji. W czerwcu stworzył 234 tys. miejsc pracy, w lipcu kolejnych 170 tys. **Oficjalna stopa bezrobocia** w lipcu osiągnęła 3,9%, jest to wynik bliski 18letniemu minimum, 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** są najniższe 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%. **Inflacja bazowa PCE** spadła nieznacznie poniżej 2% w czerwcu, ogólna inflacja za sprawą cen ropy utrzymała się powyżej tej granicy czwarty raz z rzędu (2,2%). Miesięczna dynamika inflacji bazowej spadła do 0,1% m / m, co obniżyło średnią stopę wzrostu w ciągu ostatnich trzech miesięcy do 0,15% (najniższy poziom od września ubiegłego roku). Ważniejsze jest jednak to, że w formie annualizowanej wciąż jest nieco powyżej progu dwóch procent, który jest istotny dla banku centralnego (dwa procent to jego cel inflacyjny).

**FED na posiedzeniu na przełomie lipca i sierpnia utrzymał stopy bez zmian, ale wyraźnie wskazał, że na następnej sesji (pod koniec września) możliwe są podwyżki.** Fed określił rozwój gospodarki jako „bardzo silny”, a mianem „silny” nazwał rozwój rynku pracy – z obojgiem stwierdzeń patrząc wyżej możemy się zgodzić. We wrześniu stopy najprawdopodobniej wzrosną o kolejne 25 punktów bazowych (kluczowa stopa znajdzie się zatem w przedziale 2-2.25%).

## CEE3

## POLSKA

**Polska gospodarka rozwija się bardzo dobrze, inflacja paradoksalnie pozostaje bardzo niska. Bank centralny przedłużył scenariusz utrzymania stóp procentowych do końca 2020 r.** Po tym, jak gospodarka przyspieszyła w pierwszym kwartale do szokujących 1,6% q/q, z miesięcznych danych wynika że równie dobrze radzi sobie z drugim kwartale.

**Produkcja przemysłowa** w czerwcu podobnie jak w maju zaskoczyła znowu pozytywnie i zyskała 6,8% r/r. Za cały drugi kwartał produkcja wzrosła o 7,2% r/r, tempo było jeszcze wyższe niż te osiągnięte w pierwszym kwartale (5,9%). Mimo że sektor budownictwa w porównaniu do poprzedniego kwartału nico stracił, wciąż utrzymuje zysk na poziomie powyżej 20% (!) r/r (dokładnie 21,7%). Z perspektywy regionalnej polski przemysł radził sobie najlepiej. Pytanie tylko czy sytuacja utrzyma się – w lipcu wskaźnik PMI zwolnił do 52,9, jest to najniższy poziom wśród trzech krajów regionu (Polska, Węgry, Czechy).

**Sprzedaż detaliczna** zakończyła pierwszą połowę roku dobrym wynikiem. W czerwcu zyskały realnie 8,2%, jest to wynik wyższy niż rok temu. Przyczyny tego silnego tempa wzrostu pozostają te same – zdecydowania rosnące wynagrodzenia (nominalne w czerwcu +7,5% r/r) i bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w czerwcu spadła do nowego historycznego minimum (5,9%), po korekcie sezonowości identycznie jak w marcu, kwietniu i maju 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 pierwszych 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 2,1% r/r). Chociaż nie dysponujemy jeszcze danymi za lipiec na temat inflacji bazowej wiadomo, że od wartości z czerwca (0,6%) mocno nie wzrosła. Paradoksalna sytuacja związana z inflacją trwa, NBP spokojnie czeka.

**Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe 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 potrzeby wzrostu 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 AKCYJNE

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Źródło: Bloomberg

Dla globalnych rynków akcji lipiec był pozytywnym miesiącem, indeks MSCI World zarobił 3,1% w ujęciu dolarowym. Za dobrymi wynikami amerykańskich spółek (indeks S&P500 +3,6 %) stały dobre dane o PKB i trwający sezon wyników. Opublikowane dane i tym razem były lepsze niż szacunki analityków, odzwierciedliły to akcje, szczególnie z sektorów przemysłu, zdrowia i finansów. Dobre wyniki w drugim kwartale również przyczyniły się do wyników europejskich akcji (DJ STOXX 600 + 3,1%). Sektor bankowości i opieki zdrowotnej wykazał się najwyższymi wynikami, natomiast ze stratą miesiąc zakończyło górnictwo w sektorze wydobywczym.

Po słabszych miesiącach, wyraźnie poprawiła się sytuacja akcji środkowoeuropejskich. Polski indeks WIG 30 zyskał 7,2 %. Za tak wysokim zyskiem stał relatywnie pozytywny nastrój panujący na globalnych rynkach rozwijających się. Polski rynek akcyjny od początku roku znajdował się wśród trzech rynków akcyjnych z najgorszymi wynikami. Relatywnie tańsze wyceny przyciągnęły nowych inwestorów, w tym krajowe fundusze emerytalne. Najlepsze wyniki już od kilku lat notuje spółka CD Project, ze swoją najnowszym tytułem Cyberpunk 2077. Węgierski indeks BUX spadł o 1,1 %. Czeski indeks PX zyskał 2,6 %.

Sytuacja na rynkach wschodzących w lipcu była lepsza niż w poprzednim miesiącu. Czerwiec stał pod znakiem spadków, w lipcu rynki zyskały 1,93 % (wszystkie wycenione w USD). Dobrze radził sobie region Ameryki Łacińskiej, a konkretnie Brazylia, która wychodzi z kryzysu spowodowanego strajkami przewoźników w poprzednich miesiącach. W lipcu zanotowała ona zysk 12,22 % i była siłą napędową dla światowych rynków wschodzących. Chińskie giełdy zawodzą już dłuższy czas, lipiec potwierdził ich dalszy spadek. Indeks Shanghai Shenzhen CSI 300 stracił kolejne 2,72 %, notuje on spadki praktycznie od lutego. Powodem jest przede wszystkim pogłębiająca się wojna handlowa z USA, którą rozpoczął amerykański prezydent Donald Trump. Wśród azjatyckich rynków dominowały Indie, ich rynek wzbogacił się o 6,19 %.



## RYNKI OBLIGACJI

## USA i UGW

Rentowności obligacji amerykańskich w lipcu umiarkowanie rosta. Rentowność 10-letnich obligacji wzrosła o ok. 10 p.b. z 2,85% pod koniec czerwca na 2,95% pod koniec lipca. Przez pierwsze dni sierpnia osiągnęły prawie poziom 3%, nie były notowane tak wysoko od lata 2011. Na krótkim końcu krzywej notuje się stały wzrost, rentowność wzrosła do granicy 2,7%. Krzywa pozostaje wyjątkowo płaska. W strefie euro sytuacja w centrum jak i na peryferiach była jakościowo podobna (wzrost rentowności), jednak ilościowo już nie. Niemieckie dziesięcioletnie rentowności wzrosły o 15 punktów bazowych do 0,45%, ale był to tylko odrobienie straty z czerwca i części z maju; 0,45% jest to wciąż wartość niższa niż w pierwszych miesiącach tego roku. Na peryferiach sytuacja była bardziej zmienna, włoskie rentowności pod koniec miesiąca wzrosły powyżej 3%, ze względu na niepewność co do losu ministra finansów i budżetu na przyszły rok, o którym zaczęły dyskutować populistyczny rząd.

## Polski rynek obligacji

**Dla polskiego rynku obligacji lipiec był lepszym miesiącem niż poprzednie, a krzywa rentowności tylko nieznacznie spadła.** Na ceny obligacji wpływ miało uspokojenie na rynku walutowym oraz potwierdzenie zaskakująco niskiej inflacji i komunikat NBP o utrzymaniu stóp procentowych w najbliższej przyszłości. Stopy zwrotu wzdłuż całej rządowej krzywej rentowności spadły o ok. 5 p.b., dziesięcioletnie stopu zwrotu przesunęły się do poziomu 3,1% (cały miesiąc oscylował wokół 3,10 a 3,20%), dwuletnie obligacje są na granicy 1,6%.

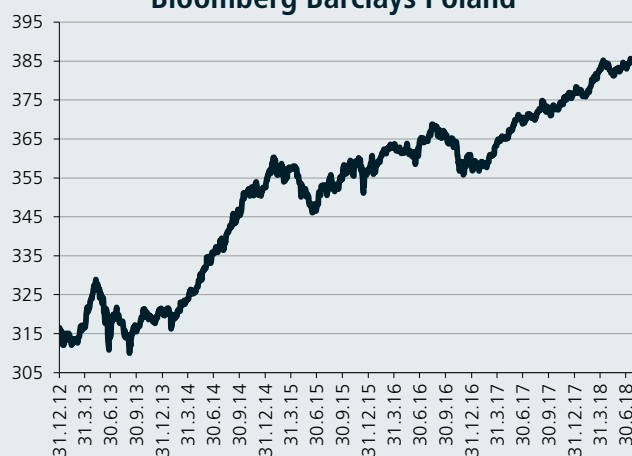
## Turecki rynek obligacji

Tureckie aktywa niestety w dalszym ciągu borykają się z wyprzedzami, w szczególności kurs liry. Na początku miesiąca opublikowana czerwcową inflacją wykazała wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu (ze względu na wcześniejsze osłabienie waluty, a częściowo także na silny popyt krajowy), na podstawie którego konsensus dotyczący oczekiwań rynku przesunął się w kierunku dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej poprzez podwyższenie stóp procentowych. Jednak pod koniec lipca bank centralny nie podjął tego kroku i nie zmienił kursu, co spowodowało znaczną negatywną reakcję rynku. Między innymi wzbudziło to obawy, że turecki bank centralny nie jest niezależny politycznie i wypełnia instrukcje prezydenta Erdogana. Wyraźnie pod tą presją spadły ceny obligacji skarbowych, krzywa rentowności dodatkowo spadła o 170-290 bps. Pod koniec lipca turecka krzywa rentowności znajdowała się na poziomie 18 – 20%. Kurs wymiany TRY w lipcu w stosunku do EUR i USD stracił 7%.

## Obligacje korporacyjne

Sytuacja na rynku kredytowym była w lipcu bardziej pozytywna niż w poprzednich miesiącach, marże kredytowe zostały częściowo skorygowane wcześniejsze wzrosty. Wszystko za sprawą napływu pozytywnych kwartalnych wyników finansowych spółek (szczególnie ze Stanów Zjednoczonych, mniej z Europy), zmniejszenia podaży nowych emisji na rynku pierwotnym oraz ożywienia zainteresowania inwestorów. Przeciwnie zaostrzeniu marż kredytowych stała ciągłe rozdmuchiwanie wojen handlowych przez administrację Donalda Trumpa, stanowiło to zagrożenie dla obecnego, solidnego tempa globalnego handlu. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG w lipcu spadła o 8 punktów do poziomu 73 punktów, w przypadku indeksu poziomu spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) spadła o 39 punktów do poziomu 293 pkt. Marże kredytowe kontraktów CDS traciły w przybliżeniu w tempie rynku obligacji korporacyjnych.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

## ROPA

Ropa (Brent) w lipcu spadła z poziomu 78 USD/baryłkę na 74 USD/baryłkę. Spowodowane to było poprawą dostaw ropy w Libii po tym, jak National Oil Corporation ponownie przejęła 4 instalacje, które były w rękach rebeliantów. Po stronie popytu działa zagrożenie wojną handlową między USA a Chinami.



## WALUTY

Po tym jak dolar w stosunku do euro po czerwcowym posiedzeniu FED kosztował 1,16, w lipcu utrzymał swoją cenę. Cały lipiec dolar w stosunku do euro oscylował w wąskim paśmie 1,16-1,175.

W lipcu po kilku tygodniach osłabienia czeska korona ustabilizowała się. Chociaż w pierwszych dniach lipca spadł do 26,10, następnie jednak umacniała się tak samo jak kurs EUR/USD. Po koniec lipca korona osiągnęła cenę 25,60.

Sytuacja polskiego złotego wyglądała podobnie jak w przypadku korony czeskiej – po ustaniu odpływu kapitału z regionu, złoty opuścił ekstremalny poziom z czerwca (4,40) i wrócił pod 4,30, tj. do poziomu z początku czerwca.

Nie inaczej wyglądała sytuacja węgierskiego forinta. W czerwcu stracił 3,3% i w stosunku do euro kosztował 330, był to jego najniższy poziom w ogóle. Jednak w lipcu umocnił się, podobnie jak inne waluty, do poziomu 320.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

### 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%. Wręcz przeciwnie, 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 oczekiwana 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 pozwoli jednak bankowi centralnemu na podniesienie stóp, co ogranicza możliwości silniejszego złotego, ale ostatnie osłabienie do 4,40 nie odpowiada silnemu wzrostowi gospodarczemu ani ogólnemu stanowi polskiej gospodarki. W tym roku oczekujemy powrotu do poziomu 4,20.

### Turecki rynek obligacji

Turecki bank centralny zdecydowanie zareagował na dramatyczny wzrost obaw rynkowych dotyczących burzliwej tureckiej gospodarki oraz zwiększonej niepewności politycznej, która przynajmniej częściowo ustąpiła po wyborach. Aktualne ustawienia polityki pieniężnej (główna stopa repo na poziomie 17,75%) przy ponownym zaostrzeniu polityki fiskalnej powinna być wystarczająco atrakcyjna, by stopniowo przyciągać znowu zagranicznych inwestorów (i prowadzić do stopniowej realnej oceny TRY) ale na tyle poważne by ochłodzić turecką gospodarkę, która w poprzednich kwartałach rosła tempem powyżej 7% (7,4% w roku 2017). Kluczowe będzie jednak to, w jaki sposób liderzy rządu, w szczególności prezydent Erdogan, będą bronić polityki gospodarczej i niezależności banku centralnego. Przed wyborami zapewniali inwestorów, że zaostrzą prowadzoną politykę fiskalną zgodnie z zaostrzeniami polityczno-pieniężnymi i średnioterminowym rządowym planem gospodarczym. Jeśli spełnią te obietnice, inwestorzy powrócą na niezwykle atrakcyjny rynek turecki, co doprowadzi do umocnienia waluty, zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i zrównoważenie nierównowagi zewnętrznej poprzez chłodzenie wzrostu gospodarczego. Stopniowo pozwoliłoby to na trwały spadek stóp procentowych obligacji tureckiego rządu (z ekstremalnych poziomów prawie 20%) i wzrostu ich cen z obecnie bardzo niskich poziomów.

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

**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 tego roku 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.

**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 jednak wahają się powyżej długoterminowych historycznych średnich, następuje stopniowy powolny wzrost stóp procentowych, a niepewność wiąże się również z groźbą wojen handlowych. Wskaźniki kapitałowe akcji europejskich spółek 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](http://www.conseq.pl).

**DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ**

- Infolinia: +48 222 089 949
- E-mail: [fundusze@conseq.pl](mailto:fundusze@conseq.pl)
- Strona internetowa: [www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)