



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA - S&P 500	2,16 %	USA	0,90 %	USD/EUR	-3,18 %	Ropa Brent	3,22 %
Evropa - DJ Stoxx 600	-0,59 %	Evropa	-1,23 %	CZK/USD	4,23 %	Zemni plyn	6,84 %
Japonsko - Nikkei225	-1,18 %	ČR	-1,05 %	CZK/EUR	0,89 %	Sil. elektřina	5,95 %
MSCI Emer.Mark.	-3,75 %	Polsko	-0,33 %	PLN/EUR	1,85 %	Zlato	-1,45 %
ČR - PX	-3,57 %	Maďarsko	-1,77 %	HUF/EUR	1,96 %	Střibro	0,90 %
Polsko - WIG30	-4,42 %	Turecko*	-4,95 %	TRY/EUR	7,96 %	Měď	1,01 %
Maďarsko - BUX	-7,67 %	* BofA Merrill Lynch index					

MAJ W PIGUŁCE

Najważniejsze wydarzenia na świecie

- Amerykański prezydent Trump 8 maja ogłosił, że Stany Zjednoczone wycofają się z irańskiego programu nuklearnego. Nałożą również na Iran nowe twarde sankcje. Według Międzynarodowej Agencji Energii Atomowej Iran jak dotąd wypełniał warunki umowy.
- Gospodarka strefy euro w pierwszym kwartale zwolniła, wzrost PKB wyniósł 2,5 % r/r, wobec 2,8 % w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Wzrost niemieckiej gospodarki spowolnił do 2,3 % z 2,9 %.
- Spowolnienie krajowej dynamiki gospodarczej znalazło odzwierciedlenie również w Czechach, gdzie wzrost PKB wyniósł 4,4 % r/r, wobec 5,5 % w ostatnim kwartale 2017 r.
- W ostatnim dniu maja Stany Zjednoczone ogłosiły, że od czerwca nałożą cła na przewóz aluminium i stali z Kanady, Meksyku i Unii Europejskiej. Waszyngton w ten sposób odwołał dwumiesięczne zwolnienie z tych opłat.

Zmiany na rynkach finansowych

- Dolar amerykański w maju kontynuował umacnianie, w związku ze wzrostem awersji do ryzyka, głównie ze względu na wycofanie się USA z irańskiego porozumienia w sprawie programu jądrowego, zwiększone obawy dotyczące włoskiego stanowiska wobec strefy euro i polityki fiskalnej oraz kryzysu walutowego w Turcji. Indeks dolara DXY, który mierzy wyniki dolara względem głównych światowych walut, wzrósł o 2,3 %. Dolar umocniło się o 3,2 % w stosunku do euro na 1,169 dolara za euro (odpow. osłabienie euro wobec dolara).
- Globalne rynki akcji radziły sobie stosunkowo dobrze w środowisku podwyższonej awersji do ryzyka, osłabiając się według indeksu MSCI All Country World tylko nieznacznie, o 0,2 % (w dolarach). W czeskiej koronie globalne rynki akcji zyskały 4,1 % dzięki wyraźnej aprecjacji dolara wobec korony.
- Z regionalnego punktu widzenia dość dobrze wiodło się rynkom akcji krajów rozwiniętych (MSCI World +0,3 %), podczas gdy rynki akcji krajów rozwijających się z powodu silnego dolara odnotowały straty (MSCI Emerging Markets -3,8%).
- Jeśli chodzi o konkretne kraje, powodziło się akcjom w USA (S&P 500 +2,2 %) i Wielkiej Brytanii (FTSE 100 +2,2 %). Natomiast znaczny spadek odnotowały akcje w Brazylii (Bovespa -10 %), na Węgrzech (BUX -7,7 %) i w Rumunii (BET -7,3 %).
- Polskie obligacje skarbowe nieznacznie osłabiły się o 0,3 %, a węgierskie o 1,8 %. W wyniku kryzysu walutowego w Turcji, tureckie obligacje rządowe osłabiły się o około 5,0 %.
- W wyniku rosnącej awersji do ryzyka, nie powodziło się obligacjom korporacyjnym, których marże kredytowe, tj. premie za ryzyko powyżej rentowności relatywnie wolnych od ryzyka obligacji rządowych, miały tendencję do wzrostu. Indeks obligacji korporacyjnych denominowanych w euro obniżył się o 0,2 %, a indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) spadł o ponad 1,4 %.
- Cena ropy Brent kontynuowała wzrost, jednak nie tak silny jak w kwietniu, o 3,2 % do poziomu 78 dolarów za baryłkę. W ciągu ostatnich 12 miesięcy cena ropy wzrosła już o 54 %.



MAJ W PIGUŁCE

Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w maju nie przeprowadziliśmy żadnych znaczących akcji inwestycyjnych. Kontynuowaliśmy trend z poprzednich miesięcy dotyczący stopniowej redukcji ryzyka kredytowego poprzez sprzedaż wybranych obligacji korporacyjnych.
- 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.
- 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).

Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Nasze oczekiwania na pozostałą część 2018 roku 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. Wzrost światowego PKB powinien w tym roku wahać się powyżej 3%.
- 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.
- 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 wzroście PKB w pierwszym kwartale na całym świecie. Nieznacznie spadła jedynie Japonia.
- Trend inflacyjny na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. Dane dotyczące kwietniowej inflacji w USA i strefie euro praktycznie osiągnęły cel banków centralnych 2%. Obecnie jednak nie wydaje się, by inflacja miała w jakikolwiek sposób przekroczyć ten poziom, pomimo bardzo niskiego poziomu bezrobocia w światowej gospodarce i rosnącego trendu cen ropy.
- Amerykański bank centralny FED prawdopodobnie będzie kontynuował stopniowy wzrost stóp procentowych, które z historycznego punktu widzenia są nadal bardzo niskie. Europejski bank centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie zero i przynajmniej do końca września będzie kontynuował program skupu obligacji (quantitative easing). Strefa euro nadal wydaje się mieć 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 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 roku są: 1) znaczne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, szczególnie w stosunkach pomiędzy dwiema największymi gospodarkami świata, USA i Chiny, 2) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki z cyklicznego szczytu, który został osiągnięty na przełomie ubiegłego oraz obecnego roku, 3) nieoczekiwany i znaczny wzrost inflacji i oczekiwań inflacyjnych, 4) znacznie szybsza normalizacja polityki monetarnej kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ) w porównaniu do obecnych oczekiwań oraz 5) wyraźniejsze w stosunku do bieżących oczekiwań spowolnienie chińskiej gospodarki lub kryzysu kredytowego.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

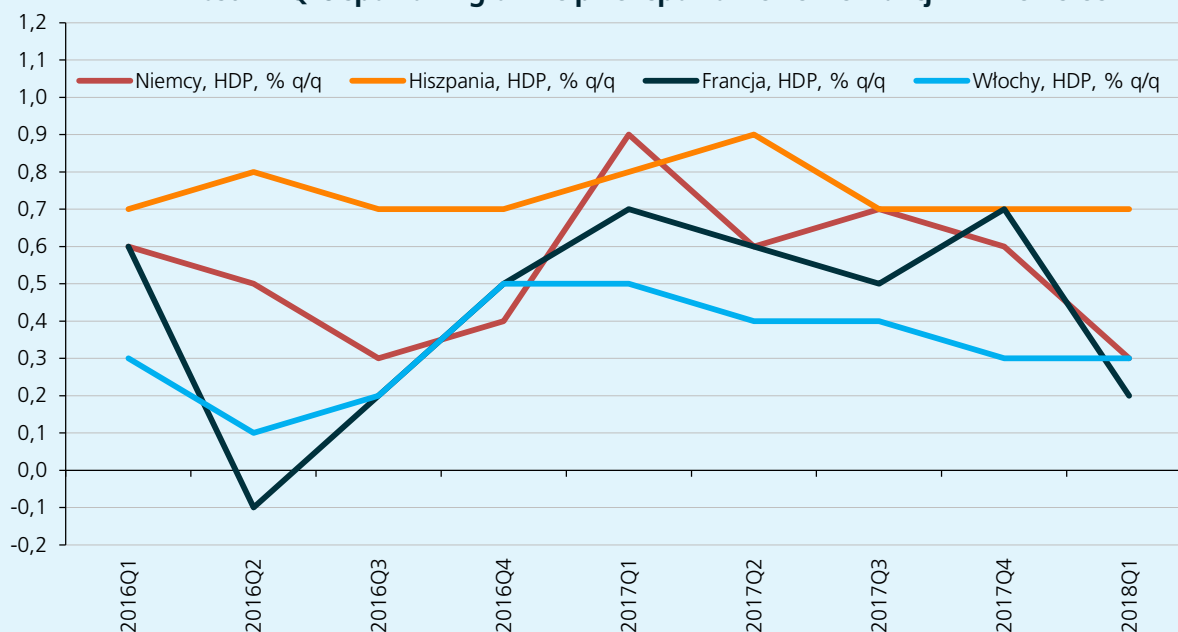
UGW

W połowie drugiego kwartału nastąpiło ochłodzenie wzrostu strefy euro.

Nawet uściślone dane dotyczące wzrostu gospodarczego w strefie euro za pierwszy kwartał nie przyniosły poprawy w ogólnym obrazie makro – nadal obowiązuje oświadczenie z poprzedniej edycji tego materiału, tj. gospodarka strefy euro w pierwszym kwartale odnotowała znaczną stratę (+0,4% q/q wobec 0,6% q/q). Główną przyczyną spowolnienia w porównaniu do czwartego kwartału należy upatrywać we Francji, gdzie w 1Q18 wzrost wyniósł tylko 0,2 % w ujęciu kwartalnym (w 4Q17 0,7% q/q) a w Niemczech spowolnienie z 0,6% na 0,3% q/q. Przyczyny obu słabych wyników są takie same: słaby eksport netto, we Francji dodatkowo słabe inwestycje stałe. Pozostałe dwie duże gospodarki osiągnęły taki sam poziom jak w zeszłym roku – Hiszpania dodała 0,7 % q/q (i tym samym pozostała zwycięzcą wśród dużych krajów), Włochy wzrosły o 0,3 % q/q (i nadal pozostają „chorym mężem Europy”). Niepewność wokół Włoch pogłębiła niepewność związana z zawiązywaniem nowego koalicyjnego rządu. W maju najpierw pojawił się populistyczny, antyzwiązkowy rząd pomiędzy Ligą Północy a Ruchem 5 Gwiazd. Natomiast po ty, jak rynki jako-tako żyły się z ideą tego rządu, negocjacje załamały się i nowym straszakiem stały się przedterminowe wybory.

Słaby ogólny wzrost gospodarczy nie był aż takim zaskoczeniem, ze względu na pogarszające się wskaźniki predykcyjne (w całym pierwszym kwartale), jak i ze względu na słabe dane z marca. **Produkcja przemysłowa** w marcu nie przyniosła znaczącej poprawy po słabym lutym (-0,9 % m/m) i styczniu (-0,6 % m/m). W marcu po raz pierwszy od listopada 2017 wzrosła, ale jedynie nieznacznie (0,5 % m/m). Wielkiej chwały nie przyniosła również sprzedaż detaliczna. Zarówno w marcu, jak i w kwietniu **sprzedaż detaliczna** wzrosła zaledwie o 0,1 % m/m, co stanowiło wzrost rok do roku o 0,8 % w marcu i 1,7 % w kwietniu.

CO więcej, tempo wzrostu gospodarczego nie uległo poprawie nawet w połowie drugiego kwartału, w wręcz przeciwnie. Wskaźniki wyprzedzające w maju również zwolniły. Łączny indeks PMI w strefie euro w maju spadł na 1,5-letnie minimum (54,1 punktów), a przyczyniły się do tego w równym stopniu usługi (53,9 punktów, 16-miesięczne minimum) i przemysł wytwórczy (54,5 punktów). Niemiecki PMI spadł na 20-miesięczne minimum, a francuski na 16-miesięczne minimum. Nawet inne wiodące wskaźniki, z wyjątkiem zaufania konsumentów, które jest nadal blisko historycznego maksimum (co jednak nie objawia się w handlu detalicznym) nie były lepsze – np. składnik oczekiwań w niemieckim indeksie IFO spadł najniżej od marca 2016 r. Innymi słowy, jest mało prawdopodobne, że tempo wzrostu w drugim kwartale w porównaniu do kwartału pierwszego przyspieszy.

Wzrost w 1Q18 spowolnił głównie przez spowolnienie we Francji i w Niemczech



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Rynek pracy nadal się poprawia, ale tempo poprawy rok do roku spada. O ile w 2017 roku w poszczególnych miesiącach byliśmy świadkami spadku stopy bezrobocia o 0,1 p.b. r/r, w maju stopa bezrobocia osiągnęła pokryzysowe minimum 8,5 %, ale to jest tylko 0,7 p.b. mniej, niż w maju 2017 r.

Taki rozwój nareszcie odzwierciedla **inflacja**, która w kwietniu skoczyła do 1,9 %, ale tylko dzięki cenom energii, które ze względu na cenę ropy przyspieszyły z 2,6 % r/r w kwietniu do 6,1 % r/r w maju. Dużo ważniejszy był fakt, że stopa inflacji bazowej w kwietniu wzrosła z wartości 0,7 %.

W maju nie było sesji ECB. Został jedynie opublikowany protokół z ostatniej sesji z końca kwietnia. Ten był stosunkowo gołębi. Chociaż EBC zachował linię przeszłych zapisów, czyli powiedział, że wierzy w zrównoważoną konwergencję inflacji, przyznał jednak, że „niepewność perspektyw od marca wzrosła”, co doprowadziło do stwierdzenia, że „kolejne dane, które będą dostępne przed czerwcowym spotkaniem, będą musiały być szczegółowo przeanalizowane, aby zobaczyć, co kryje się za spowolnieniem wzrostu”. Biorąc pod uwagę, że dane w maju były słabe i antyinflacyjne, można się spodziewać, że taki będzie również ton najbliższego posiedzenia, które odbędzie się w połowie czerwca w Rydze na Litwie.

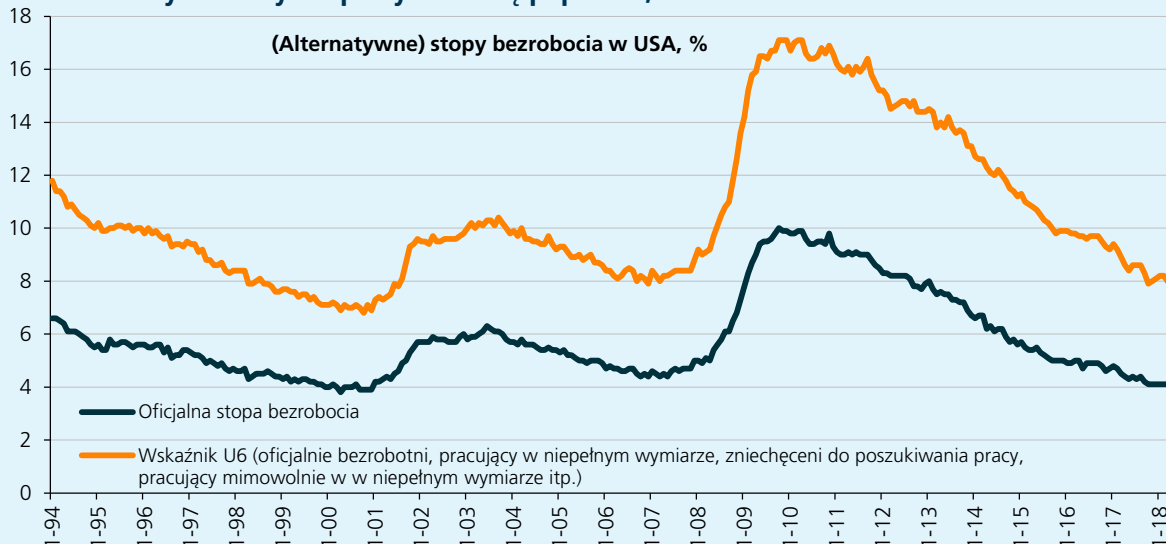
USA

Gospodarka amerykańska rozpoczęła w tym roku bardzo obiecująco z perspektywy wzrostu. Inflacja w drugim kwartale nieco spadła, ale nadal pozostaje nieco poniżej celu FEDu. Rynek pracy jest zgodnie z szeregiem wskaźników w najlepszej formie od wielu lat.

Drugi szacunek wzrostu PKB w 1Q18 przyniósł jedynie niewielką rewizję trendu spadkowego z 2,3 % na 2,2 %. Niniejsza stopa wzrostu pozostaje najniższe od pierwszego kwartału 2017 roku. Nie jest to jednak negatywna wiadomość – biorąc pod uwagę, że w latach po kryzysie pierwszy kwartał jest zasadniczo słabszy niż pozostała część roku, to bardzo obiecujący wynik. W strukturze pozytywne było to, że wszystkie elementy popytu, łącznie z popytem z zagranicy, wpłynęły pozytywnie na wzrost. Wydatki konsumentów dodały do wzrostu 0,7 p.b., inwestycje stałe 0,8 p.b., zapasy 0,4 p.b., a pozostała część została równo podzielona między rząd i zagraniczny popyt (eksport netto).

Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła w takim samym tempie jak w marcu, tj. o 0,7 %. Po stagnacji w marcu, jej składnik wytwórczy w kwietniu ponownie wzrósł o 0,5 % m/m. Jednak w nadchodzących miesiącach najprawdopodobniej wpłynie na nią ponownie silniejszy dolar i być może środki celne wprowadzone przez Donalda Trumpa. Optymistyczne jest to, że w pierwszym kwartale inwestycje stałe wykazały większy wzrost niż miało to miejsce w przypadku samych zamówień. Być może będzie tak również w drugim kwartale.

Amerykański rynek pracy nadal się poprawia, bezrobocie na wieloletnim minimum





GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Sprzedż detaliczna (bez aut i paliw) w kwietniu dopisała 0,5 %, co było jej najszybszym tempem wzrostu od listopada ubiegłego roku. **Rynek pracy** jest nadal w doskonałej kondycji. Oficjalna stopa bezrobocia w maju spadła do 3,8 %, tj. najniżej od kwietnia 2000 roku.

Inflacja bazowa PCE w kwietniu pozostała na poziomie 1,8 %. Jest to zatem nadal nieco poniżej celu banku centralnego. Miesięczna dynamika inflacji nieznacznie zwolniła do granicy 0,15 % m/m (czyli poniżej 2 % rocznie). Wzrost wynagrodzenia za godzinę w pierwszych dwóch miesiącach drugiego kwartału osiągnął 2,6 % r/r. Pomimo napiętego rynku pracy płace nie rosną znacząco a ich wzrost nie przyspiesza.

Na swoim posiedzeniu w maju FED nie zmienił stóp procentowych (pozostały w paśmie 1,50-1,75 %), ale jednoznacznie zasugerował, że wkrótce to zrobią. Wypowiedź po posiedzeniu pokazała satysfakcję z rozwoju inflacji na początku roku, a także optymizm, że inflacja utrzyma się koło celu również w sytuacji, gdy Fed zaostry warunku monetarne w tym roku. W oświadczeniu napisano, że członkowie "uważnie obserwują" rozwój inflacji. Najbliższe posiedzenie odbędzie się w połowie czerwca i będzie na nim opublikowana nowa prognoza.

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka w pierwszym kwartale rozwijała się w bardzo szybkim tempie, ale paradoksalnie inflacja spadła. Bank centralny pozostaje spokojny.

Tempo wzrostu polskiej gospodarki w pierwszym kwartale bieżącego roku obserwatorom odebrało dech. Gospodarka wzrosła 1,6 % q/q, znacznie powyżej tempa np. gospodarki czeskiej, a rok do roku osiągnęło 5,2 %. Do niniejszego silnego wzrostu przyczyniły się wszystkie komponenty popytu, oprócz – zgodnie z oczekiwaniami – eksportu netto. Najbardziej znaczącym czynnikiem był popyt gospodarstw domowych (+3 p.b.) i zapasy (+1,9 p.b.) – w przypadku zapasów jest to prawdopodobnie reakcja na dłuższe terminy dostaw. Eksport netto spadł 1,2 p.b, zarówno ze względu na słabszy wzrost eksportu, jak i silny wzrost importu.

Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o mocne 9,3 % r/r, co częściowo wynikało z różnej liczby dni roboczych w kwietniu 2018 a 2017 roku. W pierwszych 4 miesiącach roku produkcja wzrosła średnio o 6,8 % r/r, co jest stopą porównywalną do stopy wzrostu w 2017 r. Biorąc pod uwagę, że indeks PMI spowolnił z 55 punktów w grudniu na 53,3 w kwietniu, co jest rzeczywiście niewielkim spowolnieniem, nie jest to jednak takie zaskakujące.

Sprzedż detaliczna po silnym marcowym wzroście (9,2 %) w kwietniu spowolniła, a jej wzrost (4,6 %) był najniższy od października 2016 r. nie wyciągnęlibyśmy z tego jednak nic negatywnego. Kluczowa rolę w tych liczbach gra ilość dni roboczych – po oczyszczeniu o różnicę w dniach, wzrost był podobny (6,6% r/r w marcu i 6,3% r/r w kwietniu). Dynamika popytu gospodarstw domowych utrzymała się na początku drugiego kwartału na wysokim poziomie i jest to wytłumaczalne - silny wzrost wynagrodzeń (w kwietniu nominalnie +7,8 % r/r), sezonowo skorygowana stopa bezrobocia pozostaje blisko (6,2 %) historycznego minimum (6,1 %); nieskorygowana stopa spadła nawet do nowego historycznego minimum (6,3 %). Innymi słowy, przez resztę pierwszej połowy tego roku nie ma powodu, dla którego popyt gospodarstw domowych miałby spowolnić.

Pomimo silnego wzrostu gospodarczego, niskiego bezrobocia i wysokiego wzrostu płac inflacja nie rośnie. Inflacja ogółem wyniosła w kwietniu 1,6 %, co oznaczało, że powróciła ona do poziomu z początku tego roku. W maju po raz pierwszy inflacja nieznacznie wzrosła do 1,7 %. Bardziej znaczący jest jednak rozwój inflacji bazowej. Jej majowa prognoza nie została jeszcze opublikowana, ale ostatnie dane z kwietnia pokazały, że (niespodziewana) tendencja jej spowolnienia była kontynuowana również na początku drugiego kwartału – inflacja bazowa w kwietniu spadła o 0,6 %, najniżej od marca 2017r.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

Rada Polityki Pieniężnej banku centralnego (RPP) pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie 1,5 %. Nic innego nie można było oczekiwać – rozwój inflacji jest paradoksalny, ale realny. Minister Glapiński potwierdził, że nie ma miejsca na tegoroczną podwyżkę stóp procentowych (i większość RPP się z tym zgadza) i w kolejnych ruchach stopy niekoniecznie muszą wzrosnąć. W stosunku do poprzedniej sesji nie ma zmian.

RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Chociaż obligacje w USA odnotowały w maju jeden z najbardziej niestabilnych miesięcy, zmiana netto rentowności między końcem kwietnia i maja nie była bardzo wysoka. W pierwszej połowie maja dziesięcioletnie rentowności wzrosły do najwyższej wartości (3,1%) od prawie siedmiu lat, ponieważ rynek zaczął się spodziewać szybkiego wzrostu inflacji i wzrostu zadłużenia w USA. Niepewność polityczna w Europie, szczególnie wokół utworzenia koalicji we Włoszech (ale także z powodu głosowania na temat zaufania do rządu w Hiszpanii), ostatecznie spowodowała gwałtowny spadek rentowności. Przychody z długoterminowych obligacji skarbowych w ostatniej dekadzie maja spadły w najszybszym tempie od czasu Brexitu, o ponad 30 punktów bazowych. Krzywa rentowności w USA w rozliczeniach miesięcznych spadła do poziomu 10 punktów bazowych i zmniejszyła nachylenie. W strefie euro rozwój sytuacji był silniej dotknięty problemami związanymi z utworzeniem włoskiego rządu – podczas, gdy niemieckie długoterminowe zyski spadły do 20 punktów bazowych z już niskiego poziomu około 0,5-0,6%, te peryferyjne na czele z obligacjami włoskimi straciły na wartości, a ich rentowności wzrosły, z gwałtownym wzrostem niestabilności rynku.

Obligacje korporacyjne

Maj był wyraźnie negatywnym miesiącem dla obligacji korporacyjnych w Europie, najgorszym od stycznia 2016 r. Odwrócenie inwestorów od ryzyka kredytowego było zdominowane przez eskalację niepewności politycznej we Włoszech w związku z problemami populistycznej koalicji związanymi z utworzeniem rządu, nieodpowiedzialnymi planami fiskalnymi i zbliżającymi się wcześniejszymi wyborami. Miało to największy wpływ na obligacje włoskich instytucji finansowych, ale większość pozostałych segmentów również nie uniknęło strat. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG, pomimo korekty na koniec miesiąca, wzrosła o 16 punktów bazowych do 75 punktów, dla indeksu spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) o 48 punktów bazowych do 304 punktów. Marże kredytowe w kontraktach CDS wzrosły podobnie zarówno pod względem inwestycji, jak i spekulacji.

Polski rynek obligacji

Polska krzywa rentowności, po wyraźnym kwietniowym spłaszczeniu i spadku długiego końca w maju, ze względu na nieco wyższą (ogólną) inflację, a zwłaszcza pod presją politycznej nerwowości w Europie, zwiększyła jej tendencję. Na krótkim końcu rentowności wzrosły o 6 punktów bazowych, na długim końcu o około 15 punktów bazowych (do około 3,25%). Był to podobny rozwój jak w Czechach, tylko w mniejszym stopniu.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

ROPA

Ropa (Brent) w maju osiągnęła 80 dolarów za baryłkę, po raz pierwszy od końca 2014 roku. Pod koniec miesiąca wróciła do poziomu 75 dolarów. Wzrost cen w ubiegłym miesiącu był wynikiem doniesień, że OPEC obniża wydobywanie szybciej, niż wymaga tego porozumienie ze stycznia 2017 r. oraz narastających napięć po tym, jak prezydent USA wypowiedział porozumienie z Iranem (co doprowadziło do automatycznego przywrócenia irańskich sankcji naftowych).



RYNKI AKCYJNE

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Na świecie, nawet przy zwiększonej awersji do ryzyka, powodziło się akcjom amerykańskich spółek (S&P500 2,2%). Napędzane przez sektor motoryzacyjny, przemysłowy, hotelarski lub rolniczy, zdobyły znacznie ponad 10%. DJ STOXX 600 (-0,6%) zakończył porażką. Głównymi powodami nieznacznie ujemnych wyników mogą być ewentualne nałożenie ceł na stal ze strony Stanów Zjednoczonych i trudności z utworzeniem rządu we Włoszech połączone ze wzrostem rentowności obligacji peryferyjnych krajów strefy euro. Największe straty odnotował europejski sektor bankowy (-9%) i sektor ubezpieczeń (-6,2%), a sektor wydobywczy, technologiczny i rekreacyjny wykazywał pozytywne wyniki.

Akcje spółek z Europy Środkowej nie zdały egzaminu. Zwiększona awersja do ryzyka, głównie na rynkach wschodzących, w połączeniu z rosnącym popytem na rentowności obligacji i mocnym dolarem, dotknęła również region Europy Środkowej, zwłaszcza rynek polski (WIG 30 -4,9%). Trend spadkowy w polskim indeksie reprezentowały przede wszystkim tytuły banków, które negatywnie zareagowały na wypowiedzi niektórych członków polskiego banku centralnego o utrzymaniu kluczowej stopy procentowej na obecnym poziomie do końca 2019 roku. Poza bankami i ubezpieczycielami, również sektor energetyczny negatywnie reagował na powtarzające się spekulacje na temat finansowania budowy elektrowni jądrowej. Na plusie zakończyły firmy z sektora detalicznego, takie jak LPP, CCC czy CD Project. Czeski akcje również zakończyły nieznacznym spadkiem. Realizacja zysków nastąpiła w akcjach Erste Bank, Vienna Insurance Group i Philip Morris.

Azjatyckie rynki wschodzące pozostają nerwowe, co związane jest z głównie z obawami dotyczącymi protekcjonistycznej polityki Stanów Zjednoczonych. Akcje dużych gospodarek wzrosły - Chiny + 1,21%, Indie + 0,46%, a akcje Korei i Kong-Kong spadły. Jednak sytuacja gospodarcza w regionie pozostaje dobra. W maju w Ameryce Łacińskiej sytuacja była zupełnie inna. Po serii strajków związanych z deregulacją cen energii, a następnie wzroście ich cen oraz rosnącej niepewności co do egzekwowania planowanych reform, akcje Brazylii spadły o 10,87%. Akcje meksykańskie odpisały 7,64%, a inwestorzy coraz bardziej obawiają się zbliżających się wyborów prezydenckich i możliwości nie negocjowania kontynuacji umowy biznesowej NAFTA z USA. Indeks MSCI Emerging Markets Index stracił 3,75% w maju (w USD). Musimy jednak pamiętać, że stosunkowo silna aprecjacja dolara amerykańskiego ograniczyła wyniki osiągnięte przez wschodzące gospodarki w tej walucie.

CECE Composite



Źródło: Bloomberg



WALUTY

Dolar wobec euro w maju kontynuował umocnienie, które rozpoczęło się w połowie kwietnia. Poza wyraźną rozbieżnością stóp wzrostu po przeciwnych stronach Atlantyku, strona europejska również znalazła się pod wpływem dolara. Problemy z tworzeniem koalicji rządowej we Włoszech, groźba przedterminowych wyborów we Włoszech, które mogłyby łatwo zmienić się w referendum w sprawie euro, głosowanie nad zaufaniem do hiszpańskiego rządu – to wszystkie czynniki, które podpisały się pod kursem euro. Wspólna europejska waluta w stosunku do dolara na chwilę osiągnęła poziom 1,155, tu kurs nie był blisko rok.

W przypadku **polskiego złotego** sytuacja była podobna – przez cały maj osłabiał się wobec euro, na samym końcu miesiąca do najniższego od marca ubiegłego roku poziomu (4,33).

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 czterech 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 i czeskie odpowiedniki w następnym okresie.

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). W tym roku FED przystąpi do co najmniej 2 podwyżek stóp procentowych (jedna nastąpiła na posiedzeniu w marcu), ponieważ inflacja ustabilizowała się nieco poniżej 2% - w zeszłym roku FED również trzykrotnie podniósł stopy, a inflacja spadła aż do 1,3%. 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 dalszego przedłużenia programu skupu aktywów. 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 tuż powyżej 4,33 nie odpowiada silnemu wzrostowi gospodarczemu ani ogólnemu stanowi polskiej gospodarki.

Rynek akcyjny

Ostrożnie patrzymy na akcje spółek amerykańskich. 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. Rozpoczęty sezon wyników za pierwszy kwartał nie odbiegał od pozytywnego trendu przewyższenia szacunków analityków na poziomie sprzedaży i na poziomie zysków netto. 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. Pozytywnie oceniamy zarządzanie spółkami z rynków wschodzących, które będą czerpać korzyści z rosnącego konsumenta i konwergencji w kierunku gospodarek rozwiniętych.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek akcji

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. 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