



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	2,81 %	USA	-0,14 %	USD/EUR	2,22 %	Ropa Brent	3,58 %
Europa – DJ Stoxx 600	-2,16 %	Europa	0,30 %	CZK/USD	-2,73 %	Gaz	4,45 %
Japonia – Nikkei 225	3,24 %	CZ	0,02 %	CZK/EUR	-0,57 %	Fotowoltaika	-0,03 %
MSCI Emer. Markets	0,15 %	Polska	0,56 %	EUR/PLN	-0,83 %	Złoto	0,21 %
CZ – PX	-0,59 %	Węgry	0,85 %	EUR/HUF	0,59 %	Srebro	-1,86 %
Polska – WIG30	-3,74 %	Turcja *	-1,88 %	EUR/TRY	5,65 %	Miedź	-1,22 %
Węgry – BUX	-2,37 %	* BofA Merrill Lynch index					

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

Kluczowe wydarzenia na świecie

- 1 grudnia senat w USA zatwierdził stosunkiem głosów 51-49 najobszerniejszą reformę podatkową w ostatnich trzech dekadach. Prezydent Donald Trump osiągnął w ten sposób pierwsze główne zwycięstwo legislacyjne. Kluczowym punktem reformy podatkowej jest znaczne obniżenie 35 % stawki podatku od osób prawnych, który należy do najwyższych na świecie. Oczekuje się, że reforma ta wyraźnie podniesie rentowność amerykańskich korporacji, a w konsekwencji i amerykańskiego rynku akcji.
- W połowie miesiąca, zgodnie z oczekiwaniami, amerykański bank centralny (FED) podniósł stopy procentowe o ćwierć punktu procentowego (0,25 %). To już trzecia podwyżka stóp w 2017 roku.
- Na przedświątecznym posiedzeniu Rada Banku CNB utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Kluczowa dwutygodniowa stopa repo pozostała na poziomie 0,50 %. Za tym decyzją głosowało pięciu członków Rady. Dwóch członków głosowało za podniesieniem stopy repo do 0,75 %.

Rozwój na rynkach finansowych

- Dolar amerykański nadal słabnie. Indeks dolara DXY, który mierzy wyniki dolara względem głównych walut świata, w grudniu spadł o 1,0 %. Dolar wobec euro osłabił się o 0,8 % na 1,201 dolarów za euro. Przez cały rok dolar wyraźnie osłabł. Indeks DXY spadł o 9,9 %, osłabiając dolara wobec euro o 14,1 %.
- Korona czeska wobec euro osłabiła się nieznacznie o 0,2 % na 25,54 CZK/EUR, a wobec dolara umocniła się o 1,1 % na 21,29 CZK/EUR. W 2017 roku korona czeska znalazła się wśród najbardziej wzrostowych walut w skali globalnej. Kluczowym impulsem było ukończenie w kwietniu interwencji walutowych CNB. Korona wobec euro umocniła się o 5,5 %, a wobec dolara o 17,0 %.
- Globalne rynki akcyjne w grudniu kontynuowały trend wzrostowy i dopisały 1,5 %. W całym 2017 roku światowe giełdy odnotowały fenomenalny wzrost na poziomie 21,6 % (według indeksu MSCI All Country World w dolarze). Miniony rok 2017 był również wyjątkowy w tym sensie, że akcje globalne odnotowały dodatnią aprecjację w każdym miesiącu kalendarzowym.
- Biorąc pod uwagę silną aprecjację korony wobec dolara od początku roku o 17 %, wyniki globalnych rynków akcji w koronie są na znacznie niższym poziomie, 1,0 %.
- Z regionalnego punktu widzenia w grudniu powodziło się przede wszystkim akcjom tureckim (BIST 100 +10,9 %), brazylijskim (Bovespa +6,2 %) oraz akcjom w Wielkiej Brytanii (FTSE 100 +4,9 %). Nie powodziło się akcjom w strefie euro (EURO STOXX 50 -1,8 %) i akcjom rumuńskim (BET -0,5 %).
- W całym 2017 roku pod względem regionów dobre wyniki osiągnęły akcje rynków wschodzących – emerging markets (MSCI Emerging Markets +34,3 %). Wśród konkretnych krajów najbardziej wzrosły akcje w Turcji (BIST 100 +47,6 %), Chinach (Hang Seng +36,0 %), Indiach (Sensex +27,9 %), Brazylii (Bovespa +26,9 %) oraz w Polsce (WIG 30 +25,9 %). Wyraźnie wzrosły również akcje w USA (S&P 500 +19,4 %) i Japonii (Nikkei +19,1 %), a w tyle zostały akcje strefy euro (EURO STOXX 50 +6,5 %) i odpowiednio w całej Europie (STOXX Europe 600 +7,7 %).
- Polskie i węgierskie obligacje rządowe w grudniu kontynuowały nieznaczny wzrost, zgodnie o +0,4 %. Tureckie obligacje rządowe po okresie spadków odwróciły trend i wzrosły o 3,1 %.
- Obligacje korporacyjne w grudniu nieznacznie osłabiły się, wyrażony w euro indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego spadł o 0,3 %, a wyrażony w euro indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) spadł o 0,1 %.



GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

Rozwój na rynkach finansowych

- W całym 2017 roku wartość polskich obligacji skarbowych wzrosła o 5,1 %, węgierskich o 6,2 % a tureckich o 6,8 %.
- W całym 2017 roku obligacje korporacyjne osiągnęły bardzo dobry wzrost wartości. Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym wyrażony w euro wzrósł o 2,4 %, a nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia o 6,7 %.
- Ropa Brent w grudniu kontynuowała silny wzrost, cena wzrosła o 5,2 % do 67 USD za baryłkę (cena w całym 2017 roku wzrosła o 17,7%).

Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W grudniu nie dokonaliśmy większych zmian w alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych.
- Ogólnie rzecz biorąc w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych nadal pozostajemy nieznacznie przeważeni w akcjach i niedoważeni w obligacjach w porównaniu do indeksów benchmarkowych.
- W ramach części akcyjnej nadal preferujemy rynki wschodzące (emerging markets) nad rynkami rozwiniętymi (developer markets).
- W ramach składnika obligacyjnego, pod względem ryzyka stopy procentowej, nadal pozostajemy wyraźnie niedoważeni w porównaniu do indeksów benchmarkowych i w dalszym ciągu oczekujemy, że w średnim okresie rentowności czeskich obligacji rządowych wzrosną, odpowiednio ceny spadną.

Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Nasze oczekiwania na rok 2018 są w naszym bazowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Globalne ożywienie gospodarcze jest kontynuowane i jest mocno zsynchronizowane z regionami świata. Obecnie następuje najsilniejszy globalny gospodarczy wzrost od czasu globalnego kryzysu finansowego. Inflacja, pomimo bardzo niskiej stopy bezrobocia w światowej gospodarce, pozostaje słaba, pod celami inflacyjnymi kluczowych banków centralnych.
- Dlatego też kluczowe banki centralne pozostają ostrożne, politykę walutową będą normalizować bardzo powoli i stopniowo. Amerykański Bank Centralny (FED) rozpoczął już w październiku powolne nadmuchiwanie bilansu, a Europejski Bank Centralny (EBC) zacznie ograniczać zakupy obligacji od początku 2018 roku.
- Mimo, że światowa hossa trwa już prawie 9 lat, wciąż uważamy, że to jeszcze nie koniec. Zgodnie z naszym głównym scenariuszem inwestycyjnym globalne rynki akcyjne powinny nadal rosnąć, choć umiarkowanie, dzięki bardzo solidnej dynamice światowej gospodarki i doskonałej dynamice zysków spółek. W całym 2017 roku globalne zyski przedsiębiorstw powinny wzrosnąć o 15 % w porównaniu do 2016, a 2018 rok również powinien być bardzo pozytywny pod tym względem, przy oczekiwanym tempie wzrostu o 9,0 %.
- Wycena rynków akcyjnych czy wycena cen rynkowych w odniesieniu do podstawowych zmiennych, takich jak zyski, sprzedaż czy przepływy pieniężne, są już nieco powyżej średniej w porównaniu do danych historycznych, w związku z tym w obecnym roku spodziewamy się stagnacji lub umiarkowanego spadku cen akcji.
- W dalszym ciągu mamy stosunkowo ostrożne podejście do czeskiego rynku obligacji rządowych, ponieważ rentowności są nadal blisko historycznych minimów, odpowiednio ceny zbliżone do historycznych maksimów. W średnim okresie nadal oczekujemy wzrostu przychodów (spadku cen), szczególnie w przypadku dłuższych terminów zapadalności. Dlatego na ryzyku stopy procentowej jesteśmy nadal niedoważeni w odniesieniu do wskaźników porównawczych (benchmarków). Perspektywa ta oparta jest na naszych poglądach na temat niemieckich obligacji skarbowych, które są bardzo blisko powiązane z czeskimi odpowiednikami.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne inwestycyjnego i nieinwestycyjnego stopnia, uważamy, że po znaczącym wzroście cen w minionych latach, najlepsze mają za sobą.
- Pozytywne nastawienie natomiast mamy do tureckiego rynku obligacji rządowych, który w ostatnich miesiącach znacznie osłabł, podobnie jak turecka lira.
- Kluczowymi ryzykami naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza rozwoju globalnych rynków finansowych w 2018 roku są: 1) nieoczekiwany i znaczący wzrost inflacji i oczekiwań inflacyjnych, 2) szybsze niż oczekiwane stopniowe spowalnianie globalnej gospodarki z obecnego cyklicznego maksimum, 3) wyraźnie szybsza, w stosunku do obecnych oczekiwań, normalizacja polityk monetarnych kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ), 4) wyraźniejsze spowolnienie chińskiej gospodarki w porównaniu do rzeczywistych oczekiwań, 5) utrzymująca się niepewność polityczna w Niemczech, niezdolność prezydenta Francji Macrona do przeforsowania kluczowych reform, wybory we Włoszech na początku 2018 roku i przedłużające się negocjacje w sprawie Brexitu, oraz 6) główne zagrożenia geopolityczne na czele z Koreą Północną, Bliskim Wschodem i Wenezuelą.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Strefa euro nadal rośnie, jednak w wolniejszym tempie niż to pokazują wskaźniki wyprzedzające. Rozwój cen pozostaje bardzo stłumiony.

Ostateczne dane o wzroście gospodarczym w trzecim kwartale nie zaskoczyły. Tempo wzrostu nie zmieniło się w stosunku do drugiego szacunku (2,6 % r/r, 0,6 % q/q), w strukturze, z wyjątkiem Niemiec, we wszystkich głównych gospodarkach (i oczywiście w strefie euro jako całości) dominował popyt gospodarstw domowych. Niemiecki wzrost, zdominowany przez eksport netto i zapasy, był wyjątkiem.

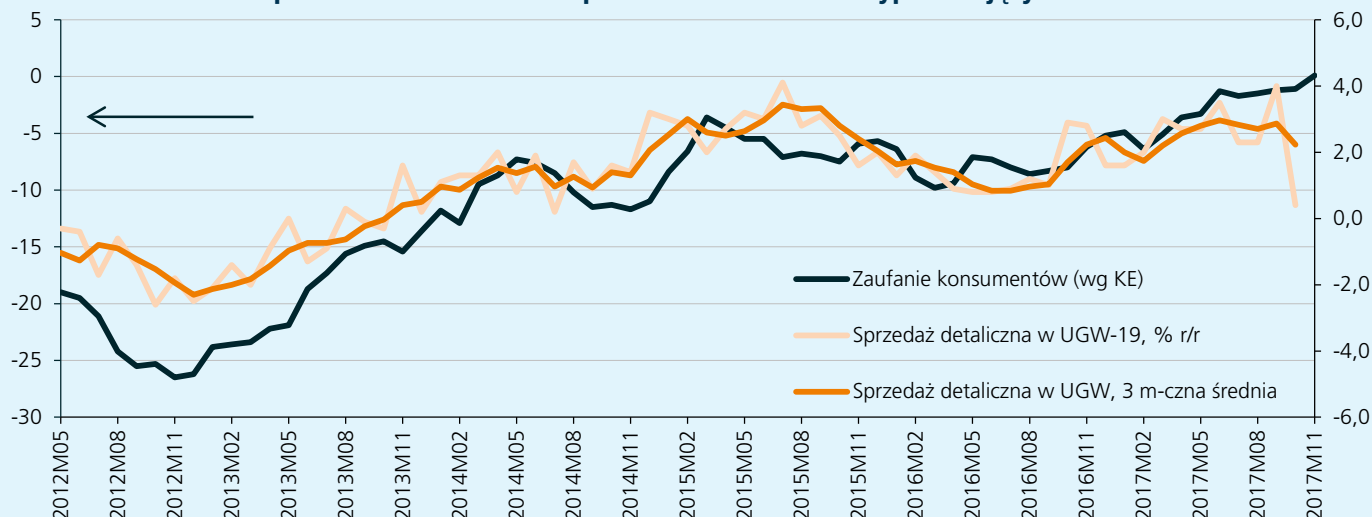
Jeśli wzrost byłby wiernym odzwierciedleniem wskaźników wiodących, w ostatnim kwartale 2017 roku musielibyśmy zaobserwować kwartalne tempo znacznie powyżej jednego procenta. Grudniowe zaufanie konsumentów wzrosło w grudniu do poziomu dodatniego po raz pierwszy od stycznia 2001 roku, a w całej 33-letniej historii mierzenia poziomu zaufania konsumentów było jedynie 9 miesięcy, gdy konsumenci byli bardziej optymistyczni. To samo dotyczy innych wskaźników – niemiecki indeks FIO w grudniu nieco się pogorszył, jednak nadal jest na najwyższym od 2011 roku poziomie, indeks PMI strefy euro w przemyśle osiągnął poziom 60 punktów itd. Wszystkie te wartości są historycznie spójne z tempem wzrostu PKB znacznie przewyższającym to, które widzieliśmy w trzecim kwartale – strefa euro powinna rosnać w tempie 4 % r/r, niemiecka gospodarka w tempie prawie 5 %.

Pierwsze twarde dane z początku czwartego kwartału jednak na takie tempo nie wskazują.

Niemiecka produkcja przemysłowa w październiku poprzedniego roku spadła najbardziej (-1,4 % m/m), jej jednostka przetwórcza spadła o 2 % - w ciągu ostatnich trzech miesięcy niemiecka produkcja przemysłowa praktycznie nie rosła. Międzyroczne tempo osiągnęło poziom 2,7 %, co wyraźnie odbiega od tego, co pokazuje indeks PMI – niemiecki indeks PMI w przemyśle przetwórczym osiągnął w listopadzie i w grudniu wartość 63,3 punktów, co z historycznego punktu widzenia powinno oznaczać tempo wzrostu produkcji przemysłowej o 8-10 % r/r. I choć niemieckie zamówienia przemysłowe (+0,5 % m/m w październiku, korekta w górę o 1,2 % m/m we wrześniu) sugerują, że październikowa słabość produkcji się nie powtórzy, nie są to wartości, które miałyby szybko przynieść wspomniane w poprzednim zdaniu tempo wzrostu przemysłu jako całości. Dla całej strefy euro październikowy wynik przemysłu był dzięki Francji i Hiszpanii lepszy – kwartalny wzrost już pięć miesięcy utrzymuje się nieco ponad 1 %.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro w październiku rozczarowała. Jej spadek o 1,1 % m/m oznacza, że międzyroczne tempo osiągnęło jedynie 0,4 %, co w świetle wspomnianego poziomu zaufania jest wynikiem naprawdę niewłaściwym. Istotną rolę odegrało tutaj katalońskie referendum, dzięki któremu hiszpańska sprzedaż detaliczna spadła najbardziej od 2014 roku, co nie tłumaczy jednak całego spadku strefy euro (hiszpańska sprzedaż detaliczna w listopadzie powróciła do czarnych cyfr, w najszybszym od trzech lat tempie – 1,3 % m/m).

Sprzedaż detaliczna nie odpowiada wskaźnikom wyprzedzającym





GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Obraz inflacyjny niewiele się zmienił. Ostateczna listopadowa inflacja potwierdziła brak presji popytowej – inflacja bazowa pozostała poniżej 1% i nie ma jakiegokolwiek trendu. We wszystkich głównych gospodarkach jest niższa niż przed 6 miesiącami. Wstępne dane z grudnia potwierdzają ten obraz – niemiecka i hiszpańska inflacja spadła z 1,8% na odpowiednio 1,6% i 1,3%.

Ostatnie w 2017 roku posiedzenie EBC było względnie „nudne”, jednak emanował na nim długo niewidziany optymizm. EBC podniósł swoją prognozę wzrostu – znacząco dla 2018 roku (2,3% wobec 1,8%) i w mniejszym stopniu dla 2019 roku (1,9% wobec 1,7%). Jeśli chodzi o inflację, korekty były znacznie łagodniejsze (1,5% w 2019 r., 1,7% w 2020 r.). Jednak EBC za pośrednictwem Draghiego powiedział, że jest przekonany, iż ryzyko deflacyjne zniknęło i że jest on o wiele bardziej pewny niż „dwa miesiące temu”, że uda im się osiągnąć cel inflacyjny. Jeśli chodzi o program odkupu aktywów po wrześniu 2018 roku, mimo wielu zapytań dziennikarzy na konferencji prasowej, nie dowiedzieliśmy się nic nowego.

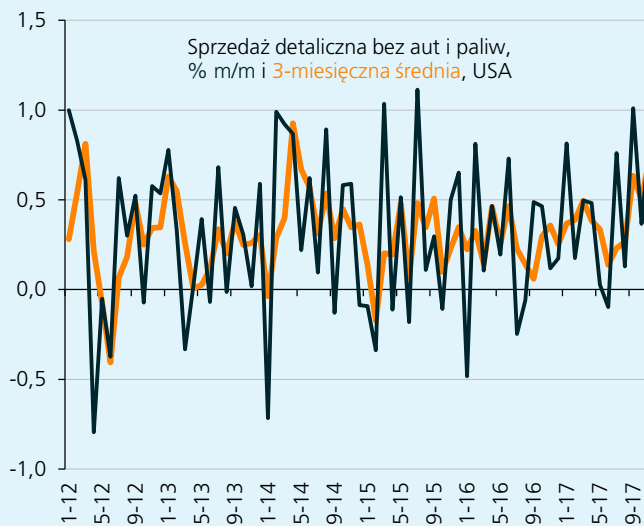
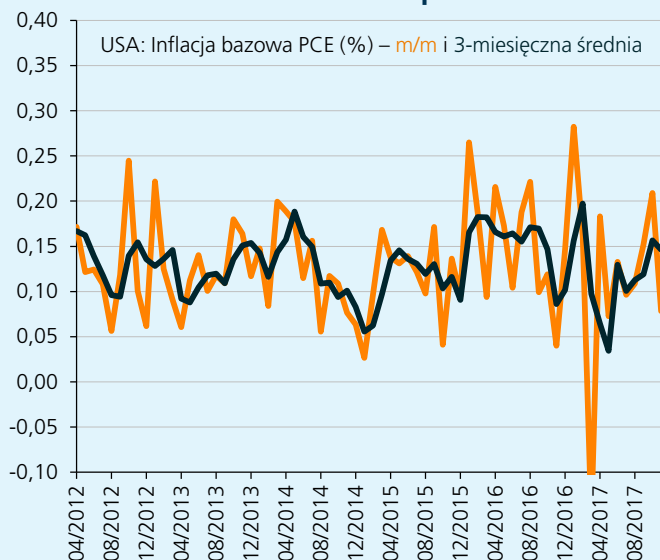
USA

W amerykańskiej gospodarce obserwujemy umiarkowane czynniki proinflacyjne – rynek pracy jest napięty, sprzedaż detaliczna rośnie najszybciej od 3,5 roku. W przypadku inflacji ten rozwój gospodarczy jest jednak bardzo niewielki.

Według trzeciej aktualizacji danych wzrostowych, gospodarka amerykańska w trzecim kwartale wzrosła o 3,2% q/q, tj. w tempie o 0,1 p.b. wolniejszym niż w szacunku drugim. Głównym dodatnim czynnikiem wzrostu były, podobnie jak w przeszłości, wydatki gospodarstw domowych na konsumpcję, a następnie inwestycje stałe brutto. W przypadku inwestycji, po rewizji danych, powodem był jednak przede wszystkim wpływ wzrostu zapasów. Dzięki pozytywnemu wpływowi importu do wzrostu przyczynił się następnie eksport netto. Rozwój gospodarki jest więc kontynuowany w podobnym tempie, jak w poprzednich latach. Zatwierdzenie reformy podatkowej pod koniec 2017 roku jest pozytywną prognozą tegorocznego wzrostu gospodarczego (znacznie mniej pozytywną jednak dla finansów publicznych).

Dane miesięczne za listopad były pozytywne. **Produkcja przemysłowa** zwolniła, ale jej wzrost o 0,2% m/m (w takim samym tempie rósł jej komponent przetwórczy) oznacza, że wzrost w kwartale wrzesień-listopad był najszybszy od trzech i pół roku. **Sprzedaż detaliczna** (bez aut i paliw) w listopadzie dopisała 0,9% m/m. W rezultacie jej tempo wzrostu w ujęciu kwartalnym osiągnęło najszybszy poziom od kwietnia 2014 r. To, po dłuższym czasie jest nareszcie komunikatem, który przynajmniej trochę tłumaczy jastrzębi nastrój banku centralnego.

Inflacja bazowa nadal bez wyraźniejszego przyspieszania dynamiki, choć sprzedaż detaliczna rośnie najszybciej od 3,5 roku.





GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Na grudniowym posiedzeniu FED po raz trzeci w 2017 roku podniósł stopy procentowe (przeciwko byli jedynie Kashkari z Minneapolis oraz Evans z Chicago). Zgodnie z oczekiwaniami, ponad fakt, iż w ostatnich latach inflacja rozwijała się inaczej niż oczekiwał FED, przeważało przekonanie, że inflacja ostatecznie osiągnie cel. Naszym zdaniem w procesie decyzyjnym istotną rolę odegrał fakt, że FED chce a) w miarę możliwości normalizować politykę, niezależnie od faktycznej inflacji, b) ujarzmić ceny aktywów oraz c) przygotować się na reformę podatkową. Nawet w 2018 roku FED jest nastawiony na stosunkowo jastrzębi ton: oczekuje trzykrotnego wzrostu stóp.

Inflacja bazowa PCE na razie nie wspiera takiego zacieśnienia. W listopadzie wzrosła o 0,07 % m/m, w ostatnich trzech miesiącach w ujęciu rocznym wzrastała 1,8 %. Międzyroczne tempo osiągnęło 1,5 % i nadal znajduje się poniżej celu FEDu (który ponadto jest symetryczny, tzn. wartości 2,5 % są – lub powinny być – postrzegane podobnie, jak wartości 1,5 %).

Rynek pracy jest nadal w doskonałej kondycji. W listopadzie zostało utworzone 221 tys. miejsc pracy w sektorze prywatnym, a łącznie z październikiem (247 tys.) były to najlepsze dwa miesiące od czerwca + lipca 2016 roku. Oficjalna stopa bezrobocia pozostała na poziomie 4,1 %, tj. czyli najniższym od listopada 2000 roku, rzeczywista stopa 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) wynosi 8 %, czyli znajduje się na poziomie z wiosny 2007 roku. Rynek pracy jest więc wyraźnie proinflacyjny. Na razie nie jest to widoczne we wzroście płac.

CEE3

POLSKA

W polskiej gospodarce, nawet na początku 4Q2017 utrzymywał się solidny wzrost bez presji inflacyjnej.

Wzrost gospodarki osiągnął w trzecim kwartale 1,2 % q/q (4,9 % r/r), przewyższając nie tylko oczekiwania, ale również wynik poprzedniego kwartału (+0,9 % q/q). Motorem napędowym gospodarki, zgodnie z danymi miesięcznymi, był – podobnie jak w poprzednich kwartałach – popyt gospodarstw domowych (wzrost prawie +3 p.b. rok do roku). Drugim najważniejszym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu był eksport netto, natomiast słabe okazały się, podobnie jak w poprzednich wielu kwartałach, inwestycje stałe. Ich ożywienie w nadchodzących kwartałach, według oczekiwań wielu, miałyby zastąpić spowolnienie popytu gospodarstw domowych, kiedy z liczb r/r wypadnie efekt rządowego wsparcia fiskalnego („Program 500+”).

Nawet na początku ostatniego kwartału tego roku gospodarka radziła sobie dobrze. Sprzedaż detaliczna w listopadzie dopisała 8,8 % m/m, co nadal jest odzwierciedleniem poprawiającego się rynku pracy i utrzymującego się wzrostu płac. Stopa bezrobocia ponownie spadła osiągając nowe historyczne minimum, i to zarówno sezonowo skorygowana (6,7 %), jak i nieskorygowana (6,5 %) stopa bezrobocia. W tym samym tempie, co nieskorygowana stopa bezrobocia, w listopadzie wzrosły wynagrodzenia nominalne. **Produkcja przemysłowa** utrzymywała bardzo solidne tempo wzrostu, po prawie 10 % r/r wzroście w październiku, w listopadzie dopisała 7 % r/r – średnie tempo wzrostu od września do listopada osiągnęło tym samym prawie 8 %, co jest bardzo dobrym rezultatem. Podczas, gdy wartość indeksu PMI pozostaje znacznie poniżej tych, które obserwujemy w Niemczech i w Czechach (w gospodarkach tych wzrost produkcji jest wolniejszy) – w grudniu w stosunku do listopada wzrósł o 0,8 p.b. do „jedynie” 55 punktów.

Inflacja po listopadowym wzroście na roczne maksimum (2,5 %), w grudniu, według wstępnych danych, wróciła do wartości z października (2,1 %). Składnik bazowy za grudzień nie został jeszcze opublikowany, a w listopadzie pozostał poniżej 1 %, a więc na poziomie z kwietnia 2017 roku (0,9 %). W polskiej gospodarce nie widać też presji popytowej.

Rada Polityki Pieniężnej banku centralnego (RPP) pozostawiła w grudniu stopy procentowe bez zmiany na 1,5 %. RPP nadal uważa, że pomimo wzrostu gospodarczego i inflacji w ostatnich miesiącach, stabilność cen w średnim okresie nie jest zagrożona, ponieważ wzrost inflacji jest przede wszystkim napędzany cenami energii i żywności (co na razie potwierdza rozwój składnika bazowego). Minister Glapiński powtórzył, że do końca 2018 roku stopy procentowe pozostaną bez zmian, szczególnie w odniesieniu do niskiej inflacji bazowej i minimalnej presji popytowej.



RYNKI OBLIGACJI

Rynki obligacji – USA i UGW

W grudniu na niemieckiej krzywej rentowności doszło jedynie do niewielkich ruchów. W pierwszej połowie miesiąca dziesięcioletnie wyniki spadły o około 5 p.b. na 0,3%, po posiedzeniu FEDu (kiedy nastąpił trzeci wzrost stóp procentowych w 2017 roku) ponownie nieznacznie wzrosły poniżej 0,45%. Na krótkim końcu rozwój był podobny, wyniki obligacji dwuletnich w porównaniu z początkiem grudnia były o około 10 p.b. wyższe. Ogólnie jednak niemiecka krzywa rentowności pozostała nadal bardzo stłoczona. W przypadku innych głównych krajów rozwój był jakościowo taki sam: hiszpańskie długie wyniki wzrosły o 0,3 p.b. na ok. 2%, włoskie o 0,15 p.b. na 1,6%.

Po drugiej stronie Atlantyku wyniki również odzwierciedlały wzrost stóp procentowych FEDu: w przypadku dziesięcioletnich terminów zapadalności wyniki wskoczyły na 2,5%, co było najwyższym wynikiem od marca 2017 roku, na krótkim końcu wzrosły do 2%, czyli najwyższej od października 2008.

Rynki obligacji – Obligacje korporacyjne

Obligacje korporacyjne po przeciwnej stronie Atlantyku rozwijały się inaczej. W grudniu obligacje denominowane w euro stopnia inwestycyjnego i ich spekulacyjne odpowiedniki nieznacznie spadły, o 0,4% i 0,1%, przy czym ich marże kredytowe średnio nie zmieniły się. Rolę mogło odegrać tutaj oczekiwane spowolnienie tempa zakupów dokonywanych ze strony EBC w 2018 roku, a z drugiej strony nadal silna aktywność emitentów na rynku pierwotnym. Obligacje denominowane w dolarach rosły solidnie, szczególnie w ostatnich dniach ubiegłego roku, kiedy stało się jasne, że Trumpowi uda się przeforsować reformę podatkową – obligacje spekulacyjne, które wcześniej były dotknięte wzrostem stóp FEDu, wzrosły jedynie o 0,2%, obligacje inwestycyjne o 1,2%.

Marże kredytowe na rynku CDS w grudniu rozwijały się podobnie. Indeks Markit iTraxx Europe (mapujący ceny kontraktów CDS europejskich obligacji korporacyjnych ratingu inwestycyjnego) spadł o 3 punkty na 45 punktów. Indeks iTraxx Xover obejmujący emitentów ze spekulacyjnego ratingowego pasma, nieznacznie wzrósł (o 3 punkty do wartości 234 punktów).

Rynek obligacji Polska

Polska krzywa rentowności w grudniu uległa jedynie nieznacznym zmianom. Na długim końcu rentowności oscylowały w wąskim paśmie około 3,30%, przy umiarkowanej reakcji za zdarzenia zewnętrzne (FED, EBC), krajowe dane makroekonomiczne czy eskalację konfliktu między Komisją Europejską a polskim rządem. Na krótkim końcu rentowności wzrosły o około 10 p.b., prawdopodobnie po wzroście stóp procentowych FED, uzupełnionym obniżoną płynnością przed końcem roku.

Bloomberg Barclays Poland



ROPA

Ropa (WTI) kontynuowała wzrost z ostatnich miesięcy i w grudniu, po raz pierwszy od czerwca 2015 roku osiągnęła poziom 60 dolarów za baryłkę. Powodem była kombinacja czynników – pod koniec listopada zgoda OPEC na przedłużenie ograniczenia wydobycia aż do grudnia 2018, mocne dane na temat wzrostu popytu w Chinach oraz pojawienie się ryzyka strajku w Nigerii.



RYNKI AKCYJNE

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Ostatni miesiąc minionego roku minął w pozytywnym nastroju. Wyniki na dojrzałych rynkach akcji wahały się około 1%. Na początku grudnia senat USA zatwierdził najobszerniejszą reformę podatkową w ciągu ostatnich trzech dekad, przy ścisłym stosunku głosów 51-49. Prezydent Donald Trump osiągnął w ten sposób pierwsze główne zwycięstwo legislacyjne. Kluczową kwestią reformy podatkowej jest znaczna redukcja 35% stawki podatku od osób prawnych, jednej z najwyższych na świecie. Oczekuje się, że niniejsza reforma znacząco podniesie rentowność amerykańskich korporacji, a w konsekwencji również amerykańskiego rynku akcji, co pozytywnie odzwierciedliło się w m/m wynikach (indeks S&P 500 +1%). Akcje spółek europejskich korzystały z dobrego nastroju na giełdach oraz z tworzenia portfeli funduszy na rok 2018, ponieważ większość analityków spośród rynków dojrzałych poleca akcje spółek z krajów Europy Zachodniej. Indeks DJ Stoxx 600 wzrósł o 0,6%, przy czym najlepiej radził sobie sektor wydobywczy, naftowy i gazowy, mediów i bankowy.

CECE Composite



Akcje spółek Europy Środkowej odnotowały udany rok. Bardzo dobra kondycja lokalnych gospodarek przełożyła się również na dane ekonomiczne poszczególnych spółek. Znaczący wzrost odnotowały głównie akcje konsumenckiego i bankowego sektora. Prawie wszystkie środkowoeuropejskie indeksy zakończyły grudzień na plusie około dwóch punktów procentowych. W Polsce powodziło się sprzedawcy obuwia CCC, który w październiku, ze względu na gorsze wyniki sprzedażowe w ostatnich miesiącach, wyraźnie tracił. Zmniejszenie prawdopodobieństwa fuzji między bankami Alior i Pekao, doprowadziło do dziesięcioprocentowego zysku akcji pierwszego banku. Połączenie tych banków prawdopodobnie oznaczałoby zdławienie wzrostu organicznego, zwłaszcza Alior Banku. Po złych wiadomościach z branży nie wiodło się dwóm kredytodawcom GetBack oraz Kruk. Na praskiej giełdzie najlepiej powodziło się akcjom spółki Monet, Fortuna i Vienna Insurance Group. Głównych przyczyn wzrostu akcji Monet i VIG dopatrywać się można w trwającej podwyżce stóp procentowych. Spośród węgierskich tytułów najlepiej radził sobie OTB Bank.

Akcje rynków rozwijających się odnotowały w grudniu bardzo dobre wyniki. Indeks MSCI Emerging Markets dopisał 3,36% (w USD). Powodziło się głównie regionowi Ameryki Łacińskiej – indeks MSCI Latin America wzrósł o 4,54%. Duży wpływ na wzrost miała Brazylia, gdzie tamtejsze niskie stopy procentowe wspierały wzrost krajowej gospodarki i konsumpcji. Pozostaje pytanie, jak będą się dalej rozwijały ważne reformy społeczne, które prezydent Temer chciałby zatwierdzić, ale nie znalazł jeszcze niezbędnego wsparcia w Parlamencie? Rosły również azjatyckie rynki wschodzące, głównie akcje indyjskie (2,78% w USD). Rynki wschodzące wciąż oferują stosunkowo interesujący potencjał, ponieważ ich wycena w porównaniu z rynkami dojrzałymi jest niższa. Ponadto w przyszłości mogą one nadal czerpać korzyści z dobrej kondycji światowej gospodarki.



WALUTY

Dolar wobec euro w grudniu osłabił się aż do k 1,20 – na początku miesiąca poniżej 1,19. Powodem było prawdopodobnie to, że FED podniósł stopy procentowe, a w 2018 roku planuje kolejne zacieśnienie polityki monetarnej łącznie o 0,75 punktu procentowego, na co rynek walutowy zareagował zamykaniem krótkoterminowych długich dolarowych pozycji przed końcem roku. Ponadto amerykańskie dane inflacyjne były nadal dość słabe, a w każdym razie poniżej oczekiwań rynku.

W przypadku **polskiego złotego** w drugiej połowie grudnia byliśmy świadkami dalszego nieznacznego umacniania do granicy 4,18 wobec euro. Bitwa polityczna między Warszawą a Brukselą najwyraźniej nie przyniosła efektu. Bardzo solidne i korzystne dane makroekonomiczne oraz wciąż atrakcyjne wyceny, przeniosły złotego na mocniejsze poziomy.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Polski rynek obligacji

Premia za ryzyko dziesięcioletnich polskich obligacji nad niemieckimi w grudniu nadal spadała, osiągając nieco poniżej 280 p.b. Krajowe czynniki nie wskazują na wzrost dochodów w najbliższych kwartałach, bank centralny nie planuje na razie wzrostu stóp procentowych, choć odzywają się już głosy za zacieśnieniem polityki w obecnym roku. Z czynników krajowych, plusem jest korzystny rozwój sytuacji fiskalnej, napędzany wzrostem gospodarki, który w swych poprawionych perspektywach uwidoczniły agencje ratingowe, a który doprowadzi Ministerstwo Finansów do zmniejszenia zapotrzebowania na oferowanie rynkowi nowych obligacji rządowych. Inflacja, pomimo rosnącej gospodarki, stabilizuje się a w nadchodzących kwartałach bank centralny nie będzie zmuszał bankierów do zacieśnienia polityki monetarnej. Jeśli EBC będzie postępował ostrożnie z tłumieniem prowadzonej polityki luzowania ilościowego, w nadchodzących miesiącach spodziewamy się dobrych wyników polskiego rynku, wspieranych przez oczekiwane ponowne wzmocnienie kursu złotego.

Waluty

W przypadku kursu **euro wobec dolara** nadal nie widzimy powodu przekroczenia progu 1,20, który naszym zdaniem pozostanie pułapem na najbliższe miesiące. Powodem jest nadal polityka walutowa – amerykański bank centralny jest ponad oczekiwania jastrzębi (podwyższa stopy procentowe), a EBC, jest wręcz przeciwnie, ponad oczekiwania gołębi (kontynuuje zakupy obligacji, choć w wolniejszym tempie a podwyższanie stóp pozostaje daleko). Wartości kursu EUR/USD wynoszące około 1,20 nie są zgodne z FEDem ograniczającym swój bilans oraz z EBC obniżającym jedynie tempo jego wzrostu. Przez najbliższe miesiące, według nas, dolar będzie wahał się na granicy 1,15 do 1,20, natomiast w dłuższej perspektywie, kiedy bardziej zbliży się horyzont konwergencji polityk walutowych, wierzymy w wycofanie kursu dolara na słabsze poziomy wobec euro.

W przypadku polskiego złotego w 2018 roku oczekujemy, że będzie kontynuowany trend wzrostowy z ubiegłego roku. Decydującym czynnikiem pozostanie pozytywny rozwój ekonomiczny – silny wzrost gospodarczy, napędzany między innymi ożywieniem inwestycji i popytem krajowym lub stabilne tendencje fiskalne. Kolejnym czynnikiem, który może wzmocnić złotego, jest bank centralny. Stopniowo bowiem nastąpi wzrost inflacji popytowej oraz zintensyfikują się spekulacje rynkowe dotyczące zbliżającego się zacieśnienia polityki pieniężnej. Według nas taki scenariusz jest prawdopodobny koło połowy 2018 roku.

Rynek akcji

Mimo, iż globalny byczy rynek akcyjny trwa już prawie 9 lat, uważamy, że to jeszcze nie koniec. Zgodnie z naszym głównym scenariuszem inwestycyjnym globalne rynki akcji powinny nadal rosnąć, choć nie tak silnie, jak w poprzednich latach, dzięki bardzo solidnej dynamice gospodarki światowej oraz doskonałej dynamice zysków przedsiębiorstw. W 2018 roku spodziewamy się, że oczekiwany globalny wzrost zysków spółek powinien wahać się blisko 10%. Podczas, gdy na przykład niektóre akcje amerykańskich spółek są przedmiotem obrotu na wskaźnikach wyceny powyżej ich długoterminowych średnich, niskie stopy procentowe oraz dobra kondycja gospodarki przekonują nas, o ich dalszym wzrostowym potencjale.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek akcji

Akcje amerykańskie powinny nadal korzystać z możliwych reform Donalda Trumpa (bodziec fiskalny, obniżka podatku przedsiębiorstw do 20 %). Za pozytywne uważamy również tworzenie wolnych środków finansowych większości amerykańskich spółek. Akcje europejskie powinny zyskać na dobrym rozwoju gospodarczym i nadal luźnej polityce walutowej EBC. Jesteśmy również pozytywnie nastawieni w stosunku do akcji spółek rynków rozwijających się, które będą czerpać korzyści z rosnącego popytu i konwergencji w kierunku gospodarek rozwiniętych. Kluczowymi ryzykami naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza są: nieoczekiwany i znaczący wzrost inflacji i oczekiwań inflacyjnych, szybsze niż oczekiwane stopniowe spowalnianie globalnej gospodarki wobec wyraźnie szybszej, w stosunku do obecnych oczekiwań, normalizacji polityk monetarnych kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ), wyraźniejsze spowolnienie chińskiej gospodarki, utrzymująca się niepewność polityczna w Niemczech, niezdolność prezydenta Francji Macrona do przeformowania kluczowych reform, wybory we Włoszech na początku 2018 roku i przedłużające się negocjacje w sprawie Brexitu, oraz główne zagrożenia geopolityczne na czele z Koreą Północną, Bliskim Wschodem i Wenezuelą.

Atrakcyjność większości akcji środkowoeuropejskich obecnie selektywnie postrzegamy w niektórych akcjach, zarówno wzrostowych, jak i tych dywidendowych. Z akcji na rynku czeskim pozytywnie patrzymy na akcje większości instytucji finansowych. Dobre otoczenie makro z rosnącymi wynikami powinno być pozytywnym bodźcem dla zysków operacyjnych większości banków i ubezpieczalni. Największy potencjał widzimy w akcjach spółki Monet, którego celem jest stanie się cyfrowym liderem na czeskim rynku. W tym roku spółce Monet powinny ustabilizować się przychody z odsetek, z silną poduszką kapitałową pozwalającą na wypłatę hojnej dywidendy przynajmniej w obecnym i przyszłym roku. Akcje Erste Bank oraz Vienna Insurance Group powinny korzystać z atrakcyjnych wskaźników wartości i rosnących stóp procentowych Czeskiego Banku Narodowego. Pozytywnie nastawieni jesteśmy również do akcji producenta papierosów Philip Morris. Jego struktura kapitałowa jest doskonała, zerowe zadłużenie przy wysokim przepływie wolnych środków pozwala wypłacać hojną dywidendę, a wraz z przesunięciem produkcji z sąsiednich krajów do Kutnej Hory, możemy spodziewać się wzrostu przychodów lub czystych zysków w nadchodzących latach. Na rynku czeskim obecnie nie spodziewamy się znacznego spadku żadnej akcji będącej przedmiotem obrotu. Wsparciem dla wszystkich spółek może być wycofanie części akcji, takich jak Fortuna, Unipetrol, Pegas Nonowovens, a uzyskane pieniądze ze sprzedaży inwestorzy będą ponownie, przynajmniej częściowo, inwestować na praskiej giełdzie. Nie widzimy miejsca na dalszy wzrost cen akcji spółki CEZ. Jej zabezpieczenie cen energii elektrycznej przez następne dwa lata będzie utrzymywać zyski operacyjne blisko ubiegłorocznego poziomu. Jednocześnie możliwy podział spółki jest pewnym ryzykiem. Z polskich tytułów pozytywnie patrzymy na spółkę medialną Agora, spółkę agrarną Kernel, przetwórcę mięsnego Tarczyński, spółkę finansową GetBack, banki Pekao i Alior oraz spółkę leasingową Prime Car Management. W Rumunii pozytywnie oceniamy akcje rumuńskiego funduszu restytucyjnego Fondul Proprietatea, konglomerat medyczny MedLife, spółki gazowe Romgaz oraz Petrom, w Austrii akcje spółek nieruchomościowych Atrium i UBM, na Słowenii akcje producenta urządzeń gospodarstwa domowego Gorenje oraz port Luka Koper. Negatywne nastawienie mamy do większości polskich spółek sektora bankowego i naftowego. Jednocześnie jesteśmy ostrożni wobec firm z dużym wpływem państwa.

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