

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	2,61 %	USA	-1,81 %	USD/EUR	-0,50 %	Ropa Brent	18,34 %
Europa – DJ Stoxx 600	2,31 %	Europa	-1,89 %	CZK/USD	0,97 %	Gaz	8,07 %
Japonia – Nikkei 225	4,71 %	Czechy	-2,01 %	CZK/EUR	0,54 %	Fotowoltaika	5,21 %
MSCI Emer. Markets	0,73 %	Polska	-1,26 %	PLN/EUR	0,00 %	Złoto	-6,41 %
Czechy – PX	3,96 %	Węgry	-2,26 %	HUF/EUR	1,33 %	Srebro	-1,90 %
Polska – WIG30	-0,77 %	Turcja*	-0,15 %	TRY/EUR	0,90 %	Miedź	15,65 %
Węgry – BUX	0,63 %						

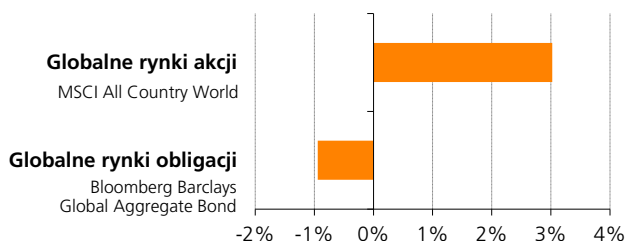
* BofA Merrill Lynch index

LUTY W PIGUŁCE

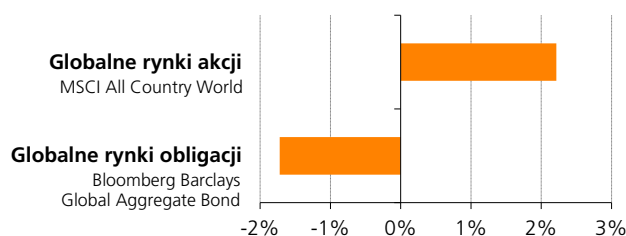
PODSUMOWANIE SYTUACJI W LUTYM

W lutym odnotowaliśmy relatywnie znaczną korektę na światowych rynkach obligacji. Powodem był silny wzrost oczekiwań inflacyjnych ze względu na silny prognozowany wzrost gospodarczy na świecie w tym roku. Globalny wzrost gospodarczy powinien być wspierany z jednej strony przez szybkie szczepienia ludności, a z drugiej przez wciąż bezprecedensową luźną politykę monetarną kluczowych banków centralnych i bardzo luźną politykę fiskalną. W efekcie powinno to istotnie wspierać inflację. W rezultacie najszerszy globalny indeks obligacji, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, stracił 1,7%. Z drugiej strony rynki akcji radziły sobie stosunkowo dobrze, a najszerszy światowy indeks obligacji, MSCI All Country World, zyskał 2,2%.

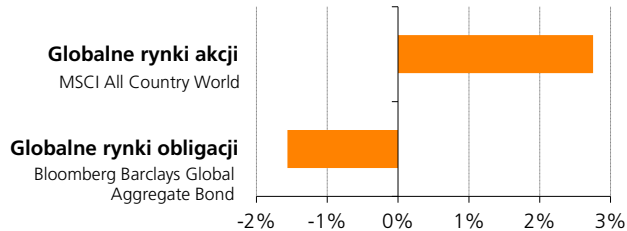
Stopy zwrotu w lutym (w CZK)



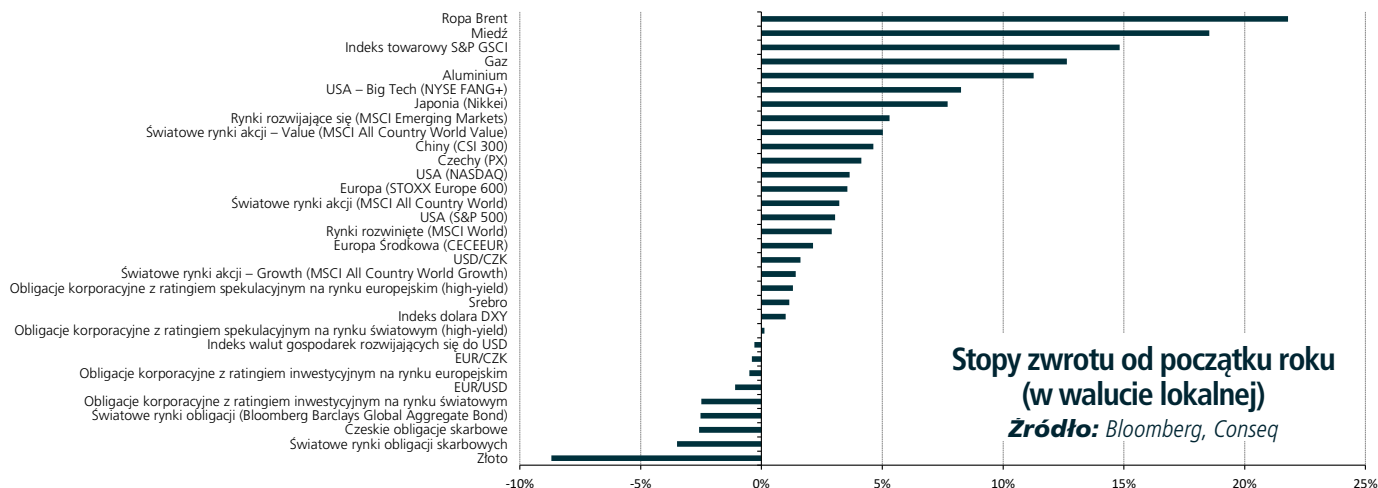
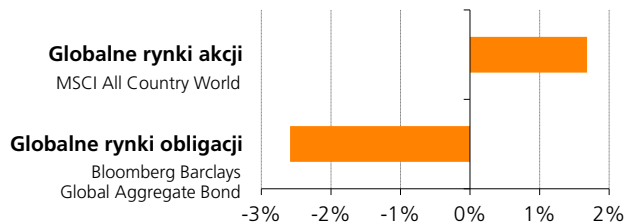
Stopy zwrotu w lutym (w USD)



Stopy zwrotu od początku roku (w CZK)



Stopy zwrotu od początku roku (w USD)



LUTY W PIGUŁCE

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w lutym zwiększyliśmy niedoważenie akcji. Globalny składnik akcyjny jest obecnie niedoważony na poziomie -25% między wartością neutralną a minimalną w stosunku do wskaźników referencyjnych czy benchmarków. W lutym zmniejszyliśmy nasze udziały sprzedając akcje we wszystkich regionach świata, z wyjątkiem Europy Środkowej, którą obecnie uważamy za najbardziej atrakcyjny region akcyjny, zwłaszcza z punktu widzenia wyceny.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych nadal mamy niedoważenie w akcjach, i odwrotnie przeważenie w obligacjach i inwestycjach alternatywnych.
- W komponencie akcyjnym mamy znacznie niedoważone Stany Zjednoczone i, z drugiej strony, znacznie przeważyliśmy rynki wschodzące (emerging markets), na czele z Europą Środkową i wschodzącą Azją.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	-	+	+
	Niedoważenie	Przeważenie	Przeważenie

ALOKACJA AKCYJNA						
Alokacja całkowita	Niedoważenie	Rynki rozwinięte	Niedoważenie	USA	Niedoważenie	
				Europa Zachodnia	Neutralnie	
				Japonia	Neutralnie	
		Rynki rozwijające się	Przeważenie	Przeważenie	Europa środkowa i wschodnia	Przeważenie
					Azja rozwijająca się	Przeważenie
					Ameryka Łacińska	Niedoważenie
					Rosja	Przeważenie
					Turcja	Niedoważenie

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

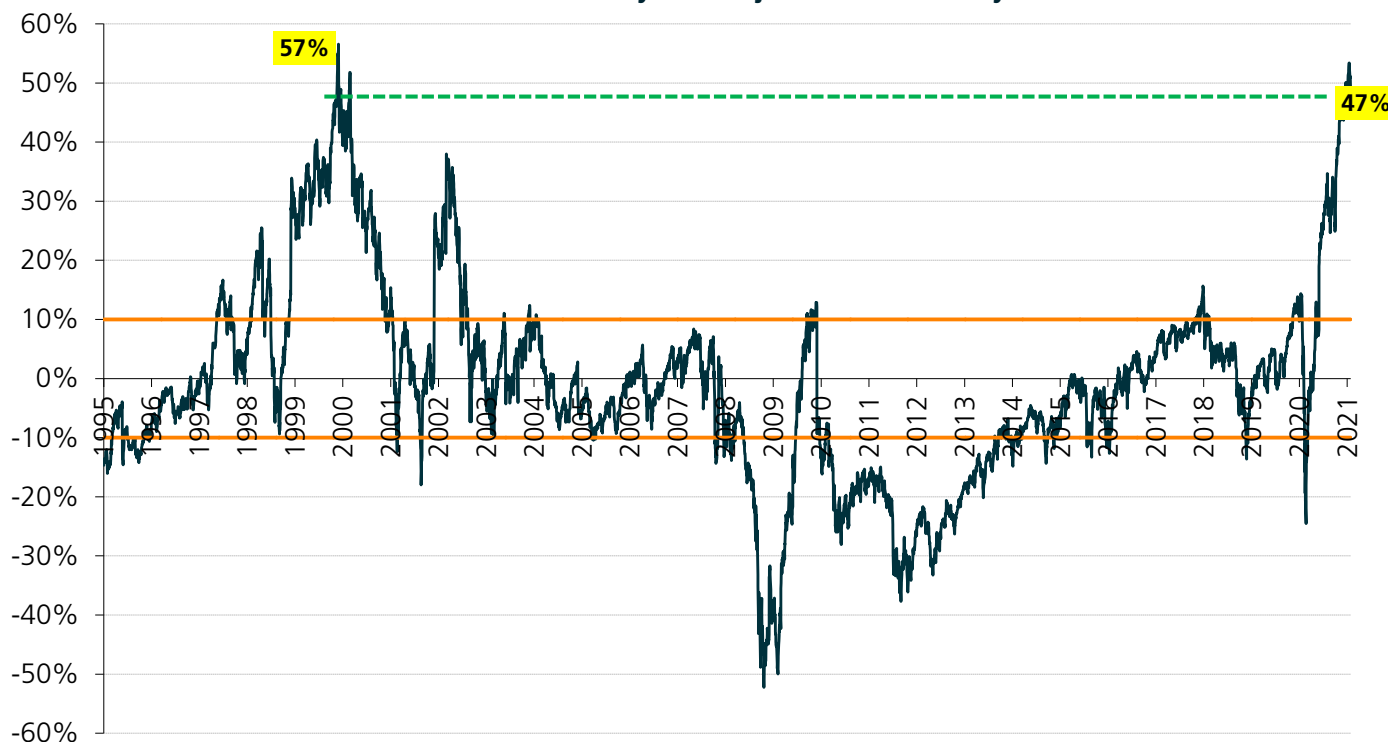
AKCJE

- Na posiedzeniu Komitetu Inwestycyjnego w dniu 3 lutego zdecydowaliśmy o zmniejszeniu wagi globalnego komponentu akcyjnego w stosunku do benchmarków z -12,5% do -25,0% między poziomem neutralnym a minimalnym. Były przede wszystkim trzy powody tego kroku. Po pierwsze, bardzo dobre zachowanie światowych indeksów giełdowych od początku tego roku i w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Po drugie, bardzo wysokie wyceny globalnych akcji. Po trzecie, ryzyko wzrostu inflacji z powodu bezprecedensowego luzowania ilościowego prowadzonego przez kluczowe banki centralne i wciąż bardzo luźnej polityki fiskalnej. Jednocześnie, według statystyk historycznych, zawsze było tak, że przy wyższej inflacji akcje nie radziły sobie zbyt dobrze. Dlatego uważamy, że obecne ceny akcji spełniły już oczekiwania co do bardzo pozytywnego rozwoju w przyszłości, a możliwości dalszego znacznego wzrostu są już znacznie ograniczone.
- Z drugiej strony musimy podkreślić, że ogólne przewartościowanie światowych giełd wynika głównie z ekstremalnego przewartościowania amerykańskich akcji. W związku z tym mamy je znacznie niedoważone względem benchmarków w naszej globalnej alokacji akcji. Jeśli nasze oczekiwania zostaną spełnione, a akcje amerykańskie spadną znacząco w stosunku do reszty świata w nadchodzących miesiącach, względne zachowanie naszych portfeli w stosunku do benchmarków przyniesie bardzo pozytywny efekt.
- Jednocześnie uważamy, że niektóre regiony z rynków wschodzących nadal są bardzo atrakcyjne. Należy do nich w szczególności region Europy Środkowej, który w ostatnich latach pozostawał daleko w tyle za światowymi indeksami giełdowymi. Europa Środkowa jest obecnie prawdopodobnie najtańszym regionem na świecie z trailing P/E na poziomie około 16-krotnym. Region Europy Środkowej ma zatem znaczną przewagę w naszej globalnej alokacji akcji w stosunku do benchmarków. Jesteśmy głęboko przekonani, że w nadchodzących miesiącach inwestorzy ponownie odwrócą się w tym kierunku.

LUTY W PIGUŁCE

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

Światowa złożona zastrzeżona wycena akcji – MSCI All Country World Index



Źródło: Bloomberg, Conseq

- Innym regionem, w którym mamy znaczną przewagę w globalnym komponencie akcyjnym, jest wschodząca Azja, na czele z Chinami. Region ten radził sobie bardzo dobrze w ostatnich kwartałach, a nasze portfele inwestycyjne odniosły znaczące korzyści z tego rozwoju. Jednocześnie jesteśmy głęboko przekonani, że przez pozostałą część tego roku powinno się utrzymać dobre wyniki w tym regionie. Wschodząca Azja jest obecnie motorem gospodarczym całego świata. Według najnowszej prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, PKB Indii powinien wzrosnąć w tym roku o 11%, a Chin o 8%. To oczywiście powinno mieć istotny pozytywny wpływ na dynamikę rentowności korporacyjnej lokalnych spółek giełdowych, a tym samym na stopy zwrotu z akcji.
- Jednocześnie w ostatnim czasie jesteśmy bardzo zadowoleni z całych rynków wschodzących, gdyż od początku tego roku rynki wschodzące według indeksu MSCI Emerging Markets zyskały 3,7%, podczas gdy rynki rozwinięte według MSCI Światowy indeks „tylko” 1,4%. Uważam, że rynki wschodzące jako całość powinny osiągać lepsze wyniki w nadchodzących miesiącach, przede wszystkim ze względu na wycenę. Według wskaźnika EV/EBITDA rynki rozwinięte wyceniane są obecnie na poziomie 17-krotnym, a rynki wschodzące jedynie na poziomie 14-krotnym. Tym samym na rynkach wschodzących występuje 17% dyskonto wyceny, które naszym zdaniem powinno zostać całkowicie zneutralizowane w najbliższych miesiącach.
- Jednym z głównych zagrożeń dla mojego lekko negatywnego scenariusza dla globalnych rynków akcji jest fakt, że kluczowe banki centralne nadal kupują aktywa na bezprecedensową skalę (luzowanie ilościowe). Z perspektywy globalnej banki centralne wydrukowały w zeszłym roku 9,2 biliona dolarów, czyli trzykrotnie więcej niż wynosił poprzedni rekord z okresu kryzysu w 2008 roku. Dlatego nie mogę wykluczyć, że światowe rynki akcji będą nadal rosły z obecnych historycznych maksimów, ponieważ korelacja między światowymi indeksami giełdowymi a globalną podażą pieniądza była rzeczywiście bardzo silna od czasu światowego kryzysu finansowego.

OBLIGACJE

- Jeśli chodzi o obligacje, są one obecnie najdroższą globalną klasą aktywów w historii, ze średnią rentownością obligacji globalnych do terminu zapadalności, według Bloomberg, wynoszącą zaledwie 1,08% na koniec lutego, wciąż utrzymującą się w pobliżu najniższego poziomu wszechczasów z sierpnia ubiegłego roku, nawet po lutowej korekcie. Średnia realna rentowność globalnych obligacji do terminu zapadalności, tj. skorygowana o inflację, jest zatem stosunkowo głęboko ujemna. Dlatego nadal uważamy, że obligacje rządowe krajów stosunkowo wolnych od ryzyka nie dają wiele miejsca na solidny zysk w średnim okresie przez następne pięć lat.

LUTY W PIGUŁCE

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

Średnia globalna stopa zwrotu obligacji



Źródło: Bloomberg, Conseq

- W ramach zarządzania ryzykiem portfeli obligacji kluczowe jest zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Mówiąc najprościej, przy korektach obligacji ceny obligacji o dłuższych terminach zapadalności mają tendencję do większego spadku. Prawdą jest, że wzrost wymaganej rentowności do terminu zapadalności, powiedzmy o jeden punkt procentowy, spowoduje znacznie większy spadek ceny obligacji o dziesięcioletnim terminie zapadalności niż obligacji na przykład z dwuletnim okresem zapadalności.
- Kluczem do zarządzania ryzykiem stopy procentowej portfela obligacji jest tzw. duration, który wskazuje wrażliwość cen rynkowych obligacji na zmiany stóp procentowych czyli wymaganą rentowność do terminu zapadalności. Jednocześnie prawdą jest, że im niższy czas trwania portfela, czyli odpowiednio im krótszy średni termin zapadalności portfela obligacji, tym mniejsze ryzyko stopy procentowej w portfelu. Na przykład dla naszego głównego funduszu obligacji - Conseq Invest Dluhopisový - duration portfela wynosi tylko 1,8. Natomiast duration wskaźnika referencyjnego czy benchmarku jest znacznie dłuższy i wynosi 6,6.
- Fakt ten prowadzi do kluczowego wniosku, a mianowicie, że wraz ze wzrostem wymaganej rentowności obligacji do wykupu, odpowiednio spadku cen rynkowych obligacji, nasz fundusz ucierpi znacznie mniej niż benchmark. W końcu byliśmy świadkami tego rozwoju w ostatnich tygodniach, kiedy nasz fundusz obligacji znacznie przekracza swój benchmark. Obniżenie duration oczywiście nie ochroni w pełni naszych portfeli obligacji przed spadkiem, jednak przynajmniej w porównaniu z benchmarkami, to bardzo defensywne ustawienie będzie oznaczało bardzo znaczącą przewagę naszego funduszu.
- A jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, to są one obecnie bardzo drogie, ponieważ tak zwane marże kredytowe lub premie za ryzyko, które mierzą premię za zysk z obligacji przedsiębiorstw w porównaniu do stosunkowo wolnych od ryzyka rentowności obligacji rządowych lub swapów stóp procentowych, są znacznie poniżej historycznych średnich poziomów. Jednak nasze aktywne zarządzanie portfelami obligacji korporacyjnych jest również stosunkowo defensywne pod względem ryzyka kredytowego. W przypadku obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym (high-yield), koncentrujemy się głównie na firmach mało zadłużonych np. według wskaźnika dług netto/EBITDA oraz firmach, które generują bardzo solidne przepływy pieniężne, na przykład zgodnie ze stosunkiem przepływów pieniężnych do zadłużenia netto. Dlatego śmiem twierdzić, że nasze bardzo solidne analizy kredytowe powinny pomóc w zapobieganiu znacznie ponadprzeciętnemu występowaniu problematycznych emitentów.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Pomimo trwających fal pandemii, gospodarka nieoczekiwanie utrzymuje się, na początku tego roku, poza produkcją przemysłową, (chyba) wszystkie inne wskaźniki poprawiły się; wzrosła nawet inflacja. Nie można jednak wnioskować o rosnącej presji popytowej.

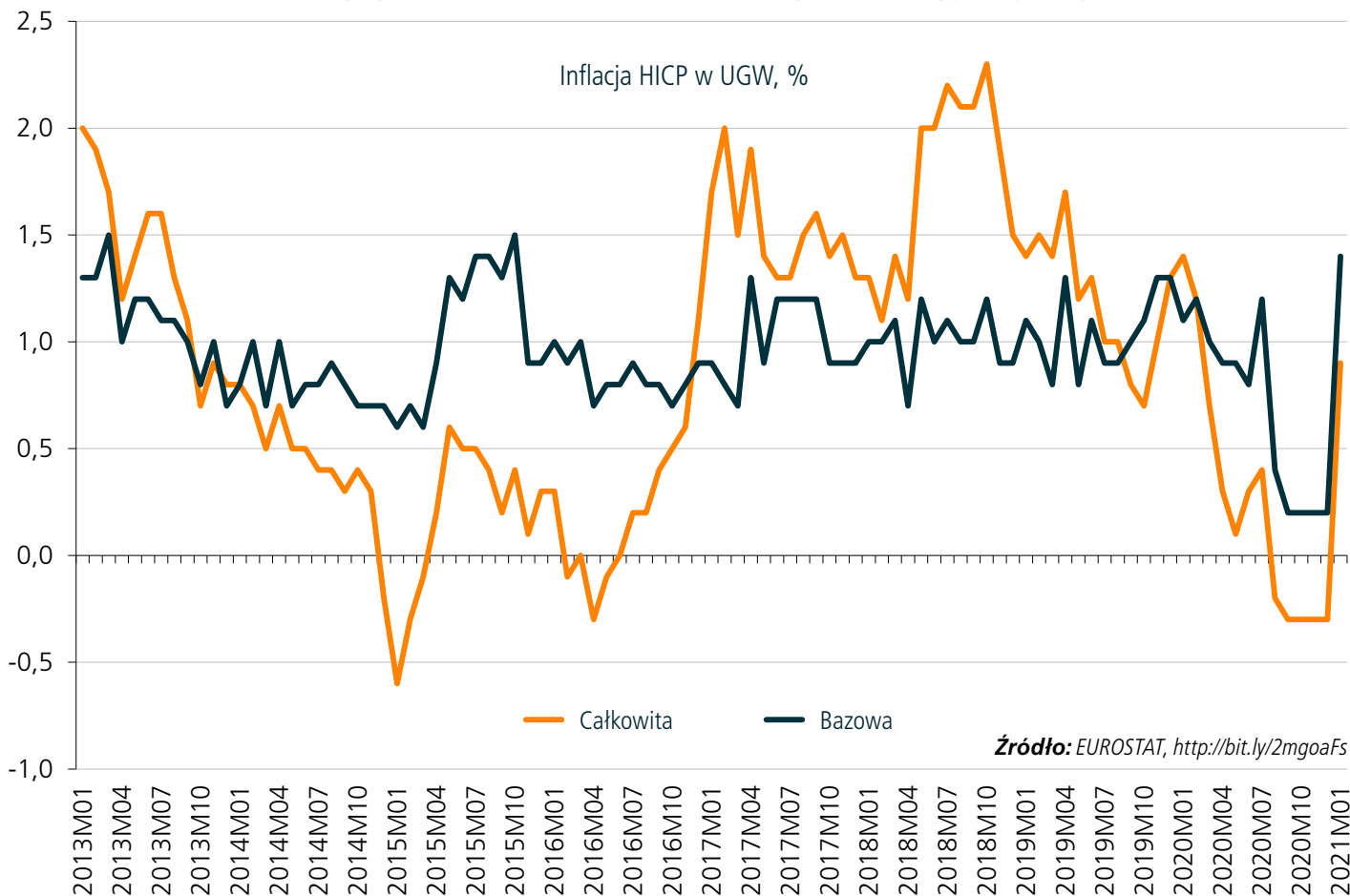
Zgodnie z drugim szacunkiem (i oczywiście zgodnie z oczekiwaniami) **gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW) powróciła z gwałtownie rosnącego tempa wzrostu trzeciego kwartału na ziemię w czwartym kwartale**. Odpowiednio nieco poniżej. Po wzroście o 12,4% q/q (-4,3% r/r) w trzecim kwartale, jej gospodarka spadła w czwartym kwartale, choć tylko nieznacznie (o 0,6% q/q).

W dużej mierze to zasługa Włoch. Włoska gospodarka skurczyła się w czwartym kwartale o dwa procent, co było znacznie gorszym wynikiem niż we Francji (-1,3% q/q) i nieporównywalnie gorszym niż w Hiszpanii i Niemczech, gdzie obie gospodarki wzrosły na koniec ubiegłego roku o 0,4% i 0,1% q/q). Dane strukturalne zostaną opublikowane dopiero w marcu, ale dane dla Francji sugerują, że spadek w strefie euro jako całości był spowodowany popytem konsumpcyjnym.

Miesięczne dane opublikowane w UGW w lutym 2021 r. były zaskakująco dobre: oprócz produkcji przemysłowej poprawiły się wszystkie inne wskaźniki - zarówno miękkie, jak i twarde.

Po gwałtownym spadku w grudniu (-5,7% m / m), **sprzedaż detaliczna** odnotowała w grudniu wzrost o 2% miesiąc do miesiąca, co było możliwe dzięki krótkiemu przedświątecznemu poluzowaniu się warunków; roczna stopa wzrostu osiągnęła zatem + 0,6%. Spadek we Włoszech osłabł do -6% r/r, w Hiszpanii z -5% w listopadzie do faktycznej stagnacji (+ 0,2% r/r) w grudniu. We Francji sprzedaż po listopadowym spadku w ujęciu rocznym o 11,6% osiągnęła nawet dodatni wzrost o 9,1% r/r, podczas gdy w Niemczech było odwrotnie (listopad: + 8,2%, grudzień -1,1%). **Zaufanie konsumentów** pozostało stabilne w styczniu i lutym: w styczniu osiągnęło -15,5 punktu, w lutym -14,8 punktu, oba wyniki są zgodnie ze średnią z ostatniego kwartału ubiegłego roku (15,6 punktu): należy się spodziewać, że na początku roku 2021 sytuacja w handlu detalicznym nie ulegała już pogorszeniu. **Rynek pracy** jest również bardzo stabilny: według danych opublikowanych pierwszego dnia lutego sezonowo wyrównana stopa bezrobocia osiągnęła w grudniu 2020 r. taki sam poziom (8,3%) jak w listopadzie, czyli tylko o niecały jeden punkt procentowy więcej niż rok temu. Stopa bezrobocia pozostaje najwyższa w Hiszpanii (16,2%).

Inflacja gwałtownie wzrosła, ale nie wskazuje to na presję popytową



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Produkcja przemysłowa spadła na koniec roku o 1,7% m/m, mimo że w Niemczech, jako największej gospodarce strefy euro, wzrosła po raz ósmy z rzędu (choć w najwolniejszym tempie od kwietnia o tylko 0,6% m/m). Produkcja wzrosła również w Hiszpanii, ale spadła we Francji i we Włoszech.

Miękkie wskaźniki w przemyśle uległy poprawie. **Zaufanie do przemysłu mierzone przez KE** jest już lepsze niż w lutym 2020 r. - w listopadzie nadal wynosiło -10,2 pkt (marzec 2020 -11,2 pkt.; luty 2020: -6,2 pkt.), jednak poprawiło się ono trzykrotnie od grudnia i już w lutym wyniosło -3,5 pkt, co jest najlepszą wartością tego wskaźnika od maja 2019 r. Niemiecki indeks IFO powrócił w lutym (92,4 pkt) do wartości z grudnia (92,2 pkt) po krótkim spadku w styczniu (90,3 pkt), wynika to z poprawy (do najwyższej wartości od października 94,2 pkt.) subindeksu oczekiwań na przyszłość. **Indeks menedżerów zakupów (PMI)** w przemyśle przetwórczym ponownie wzrósł w lutym, osiągając najwyższą wartość 57,9 punktu od lutego 2018 r. **Gorzej sytuacja wygląda w dominującym sektorze usług, indeks spadł poniżej 45 punktów w grudniu (44,7)**. Oczywiście nadal wskazuje to na spadek w sektorze pozaprodukcyjnym, ale kurczenie to jest nieporównywalnie mniejsze niż w miesiącach wiosennych, kiedy indeks spadł do 12 punktów (kwiecień 2020).

Inflacja zasadnicza gwałtownie wzrosła w styczniu. Inflacja bazowa rosła najszybciej w historii, z 0,2% do + 1,4%, podczas gdy inflacja zasadnicza wzrosła z -0,3% do + 0,9%. Jednak przyczyny nie leżą w cudownym wzroście presji popytowej z miesiąca na miesiąc, ale w innych czynnikach. Po pierwsze, z początkiem 2021 roku zakończyła się czasowa obniżka podatku VAT w Niemczech z 2020 roku. Po drugie, i był to znacznie ważniejszy czynnik, urząd statystyczny Eurostatu UGW znacząco zmienił wagi koszyka konsumentów ze względu na zmiany w zachowaniu konsumentów w związku z pandemią (spadek wagi hoteli, wycieczek, wzrost wagi usług dostawczych...). Gdyby nie te zmiany, które z pewnością są przejściowe (powrót do normalności doprowadzi do zmiany zachowań konsumentów w kierunku „starego” modelu), inflacja w styczniu 2021 r. byłaby nadal tak niska, jak w grudniu 2020 r.

Na ostatnim posiedzeniu (20-21 stycznia 2021 r.) EBC oczywiście nie dokonał żadnej zmiany polityki. Zgodnie z protokołem posiedzenia EBC zobowiązał się do ignorowania krótkoterminowych wahań inflacji (tym bardziej, jeśli są one generowane przez zmiany w metodyce) oraz do utrzymania w tym roku skali stymulacji polityki pieniężnej. Wynika to jasno ze stwierdzenia, że „polityka pieniężna powinna pozostać zdecydowana, a środkiem z grudnia [2020 r.] należy dać czas na pełne odzwierciedlenie”. Z wpisu między wierszami wynika też, że jeśli w tym roku nastąpi jakakolwiek zmiana w polityce, to będzie to w kierunku rozluźnienia.

USA

Gospodarka Stanów Zjednoczonych dalej się poprawia i nadal czeka na ogromny bodziec fiskalny w postaci pakietu pomocy wynoszącego prawie dwa biliony dolarów. Może zobaczymy szybszy wzrost inflacji.

Oczywiście gospodarka USA w czwartym kwartale nie powtórzyła stratosferycznej stopy wzrostu z trzeciego kwartału (33,4% q/q, w ujęciu rocznym), ale w przeciwieństwie do strefy euro nie spadła kwartał do kwartału. Według drugiego szacunku tempo jej rocznego wzrostu kwartał do kwartału wyniosło 4,1%, przy czym nie tylko inwestycje trwałe (+4,2 pkt. proc.), ale także, co zaskakujące, wydatki konsumentów na usługi (+1,8 pkt. proc.) miały na to największy wpływ; Z kolei wydatki na towary nie wpłynęły na wzrost (-0,2 pkt. proc.).

Dane opublikowane w lutym 2021 roku były bardzo dobre. **Zamówienia na dobra trwałe** wzrosły w styczniu po raz dziewiąty z rzędu, w najszybszym tempie (+ 3,4% m / m) od lipca (+ 11,8% m / m). Wyłączając zmienną kategorię samolotów i kategorię sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie reprezentują przybliżenie dla inwestycji trwałych większości firm, sytuacja wygląda podobnie: w styczniu 2021 r. ósmy wzrost (+ 3,2% m/m) w ciągu ostatnich dziewięciu miesięcy (jedynym ujemnym miesiącem był listopad, kiedy zamówienia spadły o 1,7% m/m). W ujęciu rocznym zamówienia na towary z wyłączeniem samolotów i broni są już o 9,1% wyższe niż rok temu. Sytuacja ta jest dość zaskakująca, biorąc pod uwagę rozwój produkcji przemysłowej w ciągu ostatniego roku. Choć oczywiście poprawiła się ona znacząco od marca (-4,4% m/m) i kwietnia (-12,6% m/m), mimo (prawie) ciągłego wzrostu od maja, przemysł w styczniu 2021 pozostał słabszy rok do roku o prawie dwa procent. Tylko w styczniu produkcja wzrosła po raz czwarty z rzędu, + 0,9% m/m.

Całkowita **sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw po spadkach we wszystkich trzech miesiącach ostatniego kwartału (łącznie o prawie 4%) gwałtownie wzrosła. W styczniu 2021 roku dodały ponad 6% m/ i były o prawie 8% wyższe rok do roku, co jest zaskakujące, biorąc pod uwagę ogólną sytuację w zeszłym roku. Powodem jest oczywiście fakt, że utratę dochodów prywatnych (wynikającą z rosnącego bezrobocia) zastąpił rząd Stanów Zjednoczonych kosztem gigantycznego wzrostu zadłużenia publicznego w wyniku transferów rządowych. A oto nadchodzi jeszcze największy pakiet fiskalny czasów pokoju: po tym, jak Demokraci i Republikanie uzgodnili nowy pakiet wsparcia fiskalnego (900 miliardów dolarów) pod koniec grudnia 2020 roku, Izba Reprezentantów zatwierdziła pod koniec lutego kolejny pakiet, tym razem o wartości 1900 miliardów dolarów. Jeśli przejdzie przez Senat, Joe Biden może dostać go w połowie marca do podpisania.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

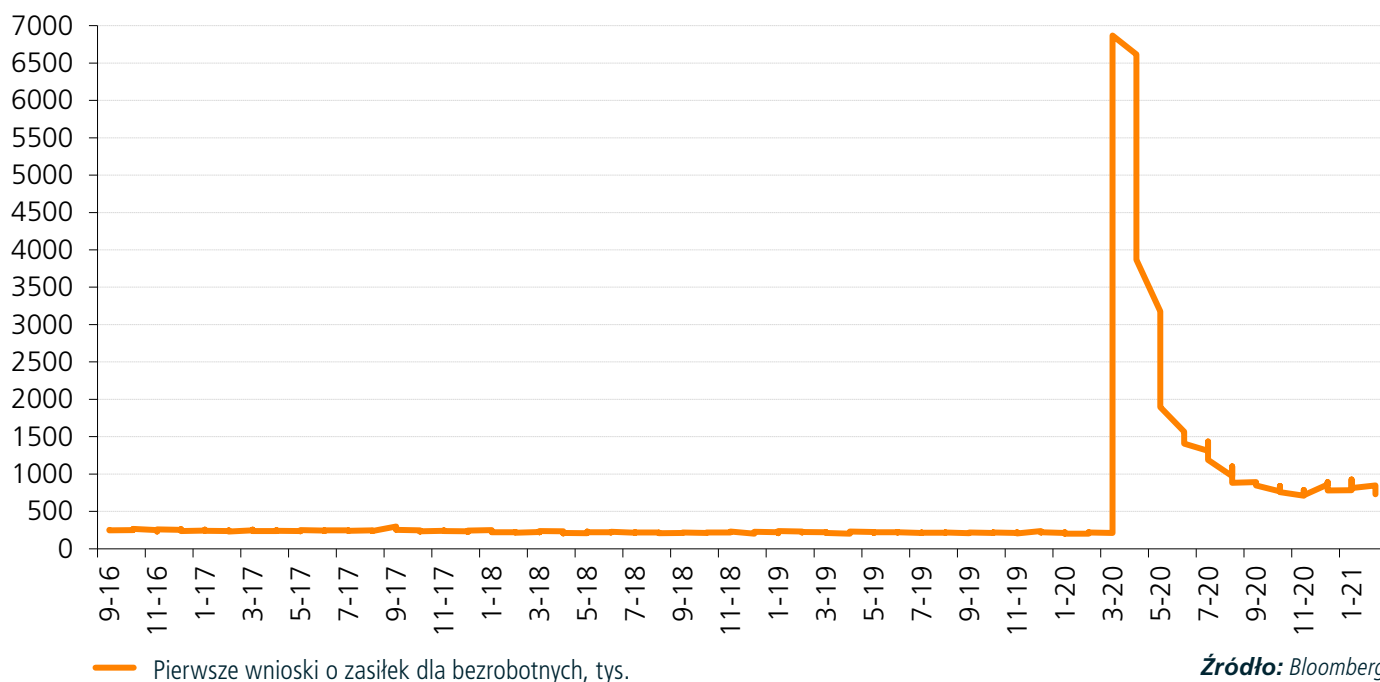
USA

Rynek pracy poprawił się ponownie w styczniu po stagnacji w grudniu. Stopa bezrobocia spadła z grudniowych 6,7%, co samo w sobie jest znaczącą poprawą w porównaniu ze szczytem w kwietniu (14,7%) do 6,3% w styczniu. W porównaniu z grudniem 2020 r. spadła również stopa bezrobocia U6 (w tym oprócz bezrobotnych osoby pracujące mniej niż by chciały oraz osoby, które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) z 11,7% w grudnia do 11,1% w styczniu. Polepszenie można również zobaczyć w danych „przeptywowych”. Średnia tygodniowa w lutym dla pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła 806 tys. (w grudniu było to ok. 836 tys., w styczniu 842 tys., wiosną w drugiej połowie marca i pierwszej połowie kwietnia 5,5 mln), dla wniosków bieżących średnia lutowa wyniosła 4,5 mln czyli o ok. 300 tys. mniej niż w styczniu.

Inflacja bazowa PCE wzrosła w styczniu drugi raz z rzędu, podobnie jak w grudniu o 0,3% m/m; po poprzednich dwóch miesiącach stagnacji poziom cen znacznie wzrósł. Inflacja rok do roku wyniosła 1,5%, czyli wciąż poniżej celu Fed, ale nie tak bardzo jak kilka miesięcy temu. Jeśli dodamy do tego gigantyczny pakiet pomocy fiskalnej i spodziewany powrót do normalności w tym roku dzięki szczepieniom, nie jest wykluczone, że w tym roku nastąpi dalszy znaczący wzrost inflacji. Choć być może, (ze względu na wciąż wysokie bezrobocie), będzie to tylko przejściowy, ograniczony w czasie wzrost.

Rezerwa Federalna USA nie spotkała się w lutym, ostatnie posiedzenie odbyło się pod koniec stycznia. W lutym ukazał się tylko szczegółowy zapis tego spotkania, ale nie dowiedzieliśmy się z niego niczego nowego. Członkowie FOMC powiedzieli jedynie, że „obecne warunki gospodarcze są dalekie od celów” FOMC i dlatego „polityka pieniężna musi pozostać bardzo rozluźniona przez długi czas”. Protokół wykazał również, że „ceny aktywów są podwyższone” (...).

Rynek pracy poprawił się znacznie w ciągu ostatnich sześciu miesięcy



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

W związku z trwającą pandemią, gospodarka w I kwartale br. jest w zaskakująco dobrej kondycji - przemysł działa, gospodarstwa domowe nie mają gdzie wydawać, ale nie tracą nadziei. Bank centralny nadal jest niezadowolony z kursu walutowego.

Według końcowych danych z końca lutego **spadek polskiej gospodarki** wyniósł 2,8% r/r w ostatnim kwartale. Struktura danych pokazała, że do spowolnienia gospodarczego przyczyniły się te same składowe popytu zagregowanego, co w drugim kwartale ubiegłego roku: popyt gospodarstw domowych i inwestycje. Udział pierwszej z tych kategorii wyniósł -1,7 p.b. (po zerowym wkładzie w III kwartale), wkład inwestycji trwałych wyniósł -2,8 p.b. (również gorszy wynik niż -1,7 p.b. w III kwartale). Można więc powiedzieć, że początek fali jesiennej miał jakościowo taki sam wpływ na gospodarkę jak fala wiosenna, ale ilościowo efekt był mniejszy. Spośród składników zagregowanego popytu, które pozytywnie wpłynęły na wzrost rok do roku, niewiele jest do powiedzenia: to, że popyt rządowy będzie dodatni było jasne, eksport netto (+0,4 pkt. proc.) był dodatni tylko z powodu spadku importu.

Produkcja przemysłowa osiągnęła bardzo dobre wyniki w czwartym kwartale, z dodatnim wzrostem we wszystkich miesiącach: 1% m/m w październiku, 0,8% m/m w listopadzie i 0,3% w grudniu. Tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem + 6,1% w grudniu, co było najszybszym tempem od maja 2019 r. Produkcja kontynuowała wzrost w ustalonym trendzie w styczniu 2021 r., dodając 1,6% m/m (i 5,5% r/r). W związku z dalszym wzrostem wskaźnika menedżerów ds. zakupów w lutym (styczeń 2021: 51,9 punktu, luty 2021: 53,4 punktu), wygląda na to, że reszta pierwszego kwartału tego roku będzie również dobra dla produkcji przemysłowej.

Po częściowym złagodzeniu warunków funkcjonowania centrów handlowych przed świętami Bożego Narodzenia, w styczniu 2021 r. miejsca te zostały ponownie zamknięte. **Realna sprzedaż detaliczna** spadła więc o 6%, głównie za sprawą spadku sprzedaży paliw (-16% r / r), odzieży i tekstyliów (-41% r / r). Jednak perspektywy są dobre - nie tylko centra handlowe zostały otwarte w lutym, ale zmiany zarówno nastrojów konsumentów, jak i bezrobocia pokazują, że po otwarciu popyt gospodarstw domowych będzie mógł opierać się na dobrych fundamentach makroekonomicznych.

Z **bezrobociem** sytuacja nie uległa zmianie, w styczniu jego sezonowo wyrównana stopa wzrosła zaledwie o 0,1 pkt. proc. w porównaniu z grudniem do 6,3%. Jest to poziom o 1,1 p.b. wyższy niż rok temu, ale biorąc pod uwagę wydarzenia ostatnich 12 miesięcy, to doskonały wynik. **Płace** pozostały w styczniu w czarnych liczbach, po wzroście o 6,6% w grudniu, wzrosły o prawie 5% rok do roku w styczniu 2021 roku. Chodzi jednak o kwestię statystyczną jak np. na Węgrzech: po marcu ubiegłego roku nastąpił wzrost bezrobocia (choć niewielki), który koncentrował się w grupach o niskich dochodach. W drugim kwartale efekt ten wypadnie z porównania rok do roku, ale płace pozostaną nieco wyższe.

Po spowolnieniu do 2,3% w grudniu, inflacja ponownie podskoczyła w styczniu 2021 roku. Był to najszybszy wzrost miesiąc do miesiąca (o 1,2% m/m) od stycznia 2011 r. i wyniósł 2,7% rok do roku. Wzrost w ujęciu miesięcznym wynikał ze wzrostu cen administracyjnych (odpady, energia) i podatków (napoje słodkie), ale wzrosły również ceny ropy naftowej, powodując wzrost cen w sektorze transportu o 1,3% m/m. Inflacja bazowa, która nie została jeszcze ogłoszona, prawdopodobnie powróciła powyżej 4%. Możliwe, że te dane o inflacji będą się nadal zmieniać ze względu na zmianę wag, która zostanie wprowadzona pod koniec I kwartału (dane styczniowe nadal były obliczane na pierwotnych wagach).

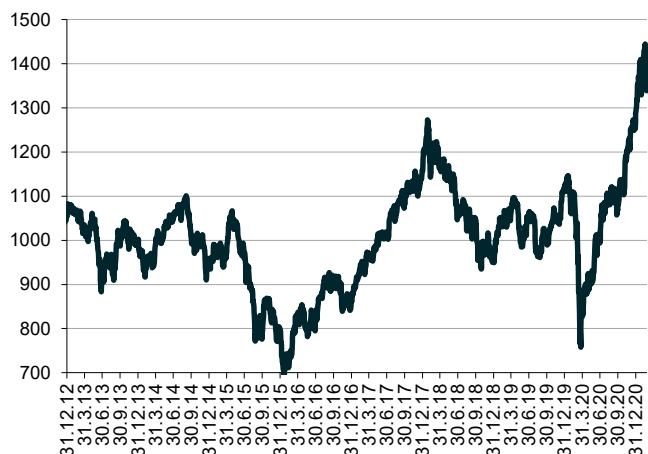
Rada Polityki Pieniężnej (RPP) spotkała się na początku lutego, oczywiście nie nastąpiła zmiana nastawienia w polityce pieniężnej. I oświadczenie po spotkaniu też się nie zmieniło. RPP skarżyła się na brak „widocznego i trwałego dostosowania” kursu złotego i potwierdziła, że skup obligacji i interwencje walutowe będą kontynuowane. To nie jest dobra wiadomość dla polskiej waluty.

ROPA

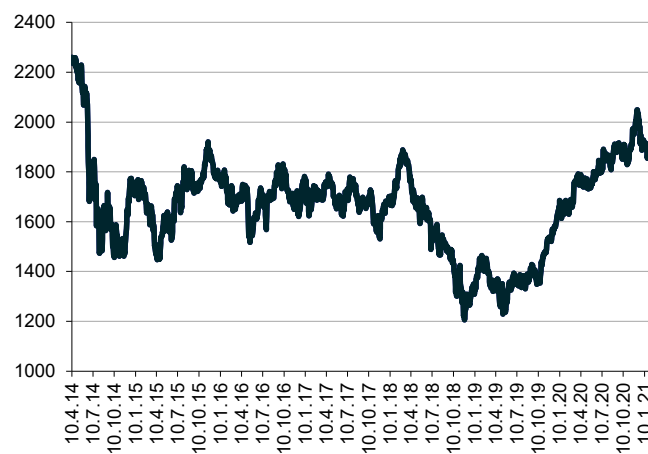
Po tym, jak ropa naftowa (WTI) znalazła się w kwietniu w doskonałej burzy (zamknięcie gospodarek przez koronawirusa i wynikający z tego spadek popytu na ropę, a także konflikt między OPEC a Rosją), która postawiła cenę ropy do fizycznego odbioru na głęboko ujemnym poziomie, sytuacja uspokoiła się w kolejnych miesiącach. Przez następne 5 miesięcy, łącznie z październikiem, ropa utrzymywała się w przedziale 37-43 USD. W listopadzie ponownie cena wzrosła z powodu spekulacji na temat wczesnej dostępności szczepionki COVID-19. Jej wzrost trwa w tym roku, a ze względu na ekstremalną zimę w południowych Stanach Zjednoczonych w lutym 2021 roku osiągnęła cenę ponad 63 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS

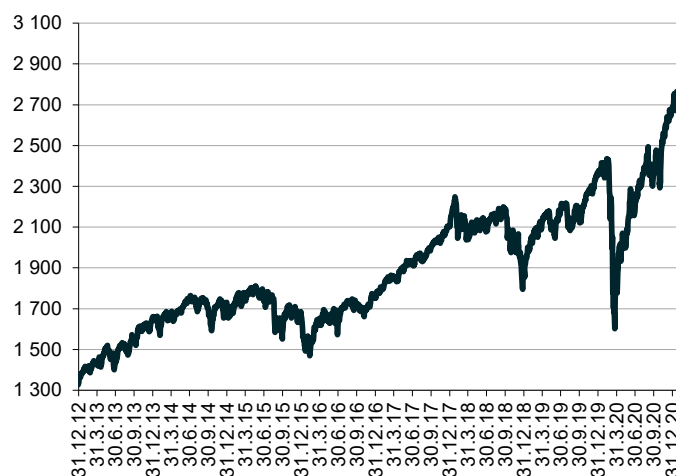


CECE COMPOSITE



Światowe rynki akcji prosperowały w lutym. Obawy o inflację, które doprowadziły do spadków cen obligacji (głównie o dłuższych terminach zapadalności), nie wpłynęły znacząco na notowania giełdowe. Niewielka presja na inflację cen konsumpcyjnych w przeszłości skutecznie przekładała się na sprzedaż i zyski przedsiębiorstw. W ten sposób zainteresowanie inwestorów akcjami trwało. Pozytywnie odbiła się rozluźniona polityka pieniężna banków centralnych, rosnąca liczba szczepień przeciwko Covid19, globalnie spadająca liczba zarażonych osób, optymistyczne perspektywy na drugą połowę roku, czy to w zakresie złagodzenia lockdownu, ożywienia gospodarczego czy rosnących zysków przedsiębiorstw. Sezon zysków spółek zarówno w USA, jak i w Europie Zachodniej wypadł znacznie powyżej oczekiwań, zwłaszcza na poziomie zysków netto. Sektory górnictwa i technologii osiągnęły najlepsze wyniki, a sektor usług użyteczności publicznej wykazał słabsze wyniki. W lutym dodatnie zyski zanotował rynek amerykański (indeks S&P 500 + 2,6%), japoński (Nikkei 225 + 4,7%) i europejski (DJ STOXX 600 + 2,3%).

MSCI WORLD INDEX



Źródło: Bloomberg

Względnie dobre nastroje panowały również na giełdach w Europie Środkowej. Najlepiej wypadł „czeski” indeks giełdowy PX (+ 4%), który zawiera wiele spółek bankowych. Generalnie od listopada 2020 roku dominujące w naszym regionie akcje wartościowe radzą sobie stosunkowo dobrze. Akcje spółki Česká zbrojovka, w odpowiedzi na zapowiedź zakupu 100% udziałów amerykańskiego producenta broni strzeleckiej Colt, również cieszyły się przyzwoitym zyskiem. Akcje polskich spółek zakończyły miesiąc z niewielką stratą (indeks WIG30 -0,7%). Słabe wyniki wynikały głównie ze strat akcji wzrostowych, a mianowicie Allegro (-12,5%) czy firmy zajmującej się gramami komputerowymi CD Project (-22,5%). Rumuński indeks giełdowy BET (-1%) również zanotował straty. Większość dużych firm (Blue Chips) nie odniosła sukcesu, jednak po dobrych wynikach ekonomicznych za IV kwartał 2020 roku producent wina Purcari zanotował niezłe zyski 7%. Słoweńska Nova Ljubljanska Banka ogłasza dobre wyniki gospodarcze na 2020 r. i dobre perspektywy na 2021 r. po przejściu serbskiego Komerčijalna banka.

Akcje rynków wschodzących również zanotowały kolejny pozytywny miesiąc, a wartość indeksu MSCI Emerging Markets USD wzrosła o 0,73%. Jednak sytuacja była stosunkowo dramatyczna. W pierwszej połowie miesiąca akcje gwałtownie wzrosły, natomiast w drugiej zyski te zostały utracone. Działo się tak z podobnych powodów, jak w przypadku rynków rozwiniętych, tj. obaw o możliwą inflację (i związany z nią wzrost stóp procentowych) oraz z powodu coraz wyższych wycen. Najlepiej radziły sobie akcje w Indiach, Tajwanie, Hongkongu i Meksyku. Rynkom pomaga perspektywa powrotu do normalności w drugiej połowie roku, rosnące ceny surowców i wsparcie władz rządowych (w tym banków centralnych). Chińskie akcje kontynentalne (A-Shares) zakończyły tym razem miesiąc ze stratą (index CSI 300). Najgorzej radziły sobie akcje brazylijskie (-4,4 % w lokalnej walucie), które gwałtownie osłabiły się po interwencji prezydenta Bolsonaro, który zwolnił prezesa Petrobrasu. Zachwiano tym samym zaufanie inwestorów do kontynuacji prorynkowej orientacji kraju.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W Stanach Zjednoczonych wymagane rentowności obligacji gwałtownie wzrosły w lutym. Ze względu na zaskakująco dobre tempo szczepień, które skłoniło inwestorów do porzucenia bezpieczeństwa portu obligacji i przejścia od wzrostowych (głównie technologicznych) akcji do akcji wartościowych oraz ze względu na ogromny nadchodzący bodziec fiskalny napędzany obawami o inflację, dziesięcioletnie rentowności wzrosły z jednego procenta na koniec stycznia do 1,5% na koniec lutego. Krzywa dochodowości gwałtownie zwiększyła więc swoje nachylenie - na krótkim końcu dwuletnie rentowności utrzymały się na poziomie około 0,15%, zakotwiczone (na razie) przez niezmienną politykę pieniężną amerykańskiego Fed.

Niemieckie dziesięcioletnie obligacje rządowe nie były bierne wobec wydarzeń na amerykańskim rynku obligacji i tak samo wzrosły. Rentowności 10-letnich Niemiec wzrosły z -55 p.b. w lutym. Do -30 p.b., krzywa dochodowości również zwiększyła swoje nachylenie wraz ze stabilnością rentowności obligacji krótkoterminowych.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

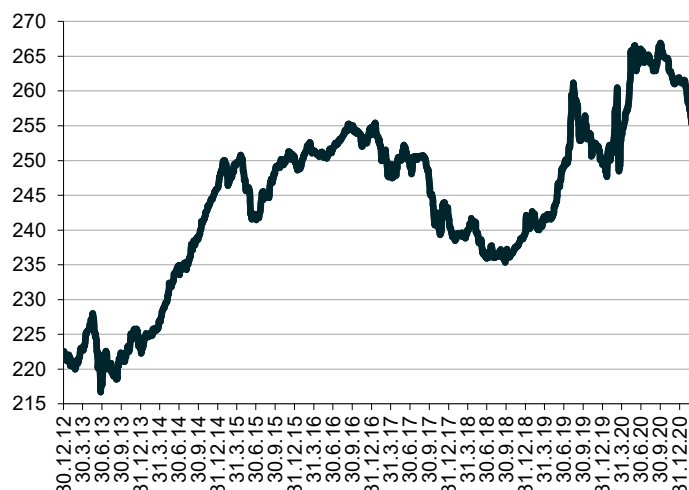
Na rynku obligacji korporacyjnych w lutym sytuacja była zaskakująco stabilna. Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowane w euro nie zmieniły swojej wartości w lutym: dla obligacji o ratingu inwestycyjnym zmiana tzw. indexu total reurn w porównaniu z końcem stycznia wyniosła 0%, a dla obligacji o ratingu spekulacyjnych + 0,6%. Inaczej sytuacja wyglądała w przypadku instrumentów dolarowych - dla ratingu inwestycyjnego po spadku o -1,7% po styczniu w lutym spadły o kolejne 2,6%, dla ratingu spekulacyjnego wzrosły o 0,1%. Bardziej ryzykowne obligacje korporacyjne skorzystały z oczekiwań ożywienia gospodarczego, napędzanego początkiem szczepień, wzrost przychodów wolnych od ryzyka pozostawił je dotychczas bez widocznego wpływu.

Po wzroście premii kredytowych w styczniu zarówno dla inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych obligacji korporacyjnych denominowanych w euro, po raz pierwszy od kwietnia 2020 roku, w lutym odnotowaliśmy korektę. Według indeksu Markit iTraxx Europe, premie z obligacji inwestycyjnych CDS spadły o 1,5%, a z obligacji spekulacyjnych o 6,3%. O ile w pierwszym przypadku premie CDS są o 16% wyższe niż na koniec stycznia 2020 r., o tyle w przypadku spekulacyjnych są o 11% niższe. To, biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną i wszystko, co wydarzyło się w ciągu ostatniego roku, tylko potwierdza, że interwencja banków centralnych była rzeczywiście masowa i w dużym stopniu naraziła na ryzyko inwestorów, i odpowiednio kierowała inwestorów coraz bardziej na wieloprocentowe obligacje korporacyjne w celu ustalenia bardziej atrakcyjnego potencjalnego zysku.

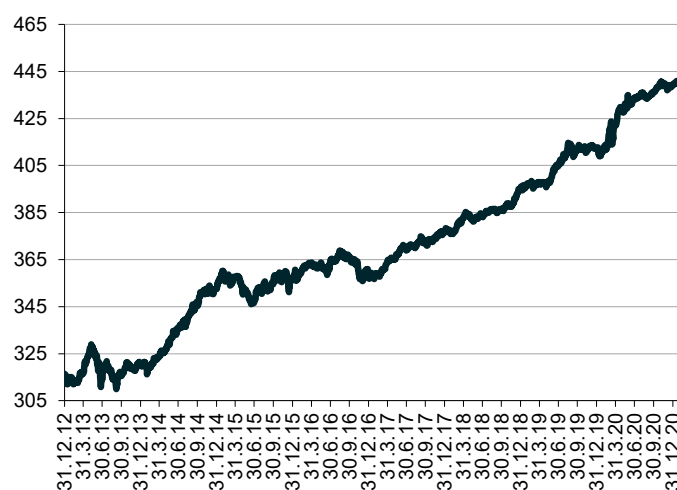
RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polska krzywa dochodowości również rozszerzyła się w lutym, a jej nachylenie wzrosło. Dziesięcioletnie polskie rentowności wzrosły oczywiście o 45 p.b. w związku ze wzrostem na rynku amerykańskim do 1,60%, natomiast dwuletnie doznały tylko kosmetycznej zmiany (+10 p.b. na 0,13%) a to ze względu na fakt, że zmiana polityki pieniężnej NBP nie jest od razu implikowana.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

WALUTY

Dolar wobec euro oscylował w lutym w wąskim przedziale 1,2050-1,2150. Rynek, który w ostatnich miesiącach bezwzględnie naciska na umocnienie euro, robi sobie przerwę od zastanawiania się, dokąd dalej. Nie jest to zaskakujące, ponieważ nie ma wyraźnego kierunku. Z jednej strony ryzyko szybszej inflacji w USA powinno skłonić dolara do osłabienia, ale z drugiej strony przyczyna tych obaw inflacyjnych (postępujące szczepienia + bodźce fiskalne) skłania również do oczekiwań szybszego wzrostu gospodarki USA. Nie jest łatwo zdecydować, który z czynników przeważa.

W pierwszej połowie lutego **korona czeska** utrzymywała się poniżej poziomu 26 koron, ale wraz z zaostrzeniem środków i chaosem politycznym związanym ze stanem wyjątkowym w drugiej połowie zwróciła ponad 26 koron. Na koniec miesiąca była na poziomie 26,20 **korony za euro**. Kształtowanie się **polskiego złotego wobec euro** było stabilne przez większą część lutego, gdyż kurs wahał się między 4,48 a 4,50. Dopiero pod koniec miesiąca złoty przekroczył 4,50, a luty zakończył się na poziomie 4,52. W minionym miesiącu **forint węgierski** rozwijał się podobnie jak złoty. W pierwszych dwóch dekadach oscylował w bardzo wąskim przedziale 355-359 forintów za euro, w ostatniej dekadzie dalej się osłabiał i miesiąc zakończył na poziomie 362 forintów za euro.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska jest nisko zadłużoną gospodarką o solidnych podstawach i bankiem centralnym, który, co zaskakujące dla wielu, obniżył stopy procentowe do zera. W przeciwieństwie do CNB jednak polski bank centralny nie ma apetytu na zacieśnienie polityki, a wręcz przeciwnie, a inflacyjny impuls wsparcia fiskalnego tam w 2021 roku nie będzie tak duży jak w Czechach. Presja na wzrost dochodów w Polsce może jednak zacząć pojawiać się w scenariuszu ożywienia gospodarczego i utrzymującej się rosnącej inflacji, co już wyraźnie kontrastuje ze skrajnie (jak na polskie standardy) luźną polityką pieniężną. Chociaż Europejski Bank Centralny przeprowadza masowe rozluźnienie polityki pieniężnej, wzrost oczekiwań inflacyjnych (zwłaszcza w USA) podnosi również rentowności wolne od ryzyka w UGW, a jako czynnik zewnętrzny pomaga (i będzie nadal) zwiększać rentowności obligacji długoterminowych również w Polsce.

WALUTY

Umocnienie **dolara względem euro** w pierwszych dniach lutego a następnie stabilizacja kursu walutowego pomiędzy 1,205 a 1,215 do końca minionego miesiąca podważa nieco narrację (gołębią prowadzoną przez bank centralny) o centralnym osłabieniu dolara, który jesienią „osiadł” na rynkach i było to przyczyną ostatniego osłabienia dolara do 1,24.

ednak nie można jeszcze powiedzieć, czy jest to ostateczne odwrócenie trendu. Fed może nadal mieć trwalszy negatywny wpływ na wartość kursu dolara, obciążony będzie także wyjątkowo niekorzystną sytuacją fiskalną w USA lub szybszym wzrostem inflacji (poluzowanie po szczepieniach + gigantyczny bodziec fiskalny). Przeciwdziała temu jednak fakt, że EBC nadal rozluźnia politykę pieniężną (jego bilans rośnie szybciej niż bilans Fed), fakt, że nawet budżety UGW nie są tak znane (choć lepsze niż w USA) oraz oczekiwanie, że w tym roku amerykańska gospodarka otrzyma więcej bodźców fiskalnych niż gospodarka UGW, co może przyspieszyć powrót na ścieżkę silniejszego wzrostu. Podsumowując te czynniki, spodziewamy się, że tendencja do słabszego dolara może się utrzymać w najbliższych miesiącach, ale nie będziemy świadkami niezachwianego umocnienia euro. Poziom nieco powyżej 1,25 wydaje się być stosunkowo silną granicą oporu.

Z fundamentalnego punktu widzenia **polski złoty** byłby świadkiem wartości znacznie silniejszych niż dzisiaj. Jednak pogarszająca się sytuacja wokół koronawirusa, brak kul w postaci wyższych stóp realnych, a ostatnio także banku centralnego, który otwarcie przeciwstawia się złotemu, uniemożliwi umocnienie polskiej waluty. Z obecnych wartości spodziewamy się powrotu w tym roku do wartości około 4,40.

RYNEK AKCYJNY

2021 będzie trudnym rokiem i przed nami wiele niepewności. Największym problemem będzie nadal rozwój sytuacji związanej z Covid19. Wraz z rozwiązywaniem problemów ekonomicznych związanych z gospodarkami zamkniętymi i liczbą pacjentów rynki finansowe będą trzymać się międzynarodowej polityki nowo wybranego prezydenta Joe Bidena wobec wielu krajów, w tym Europy. Wdzięcznym tematem dla giełd będą także kwestie krajowe, zwłaszcza ograniczenie potęgi korporacyjnych gigantów (np. Facebook, Amazon, Google) czy wzrost podatków korporacyjnych. Trwające szczepienia przeciwko Covid19 są pozytywnym czynnikiem, a wizja powrotu do normalności się przybliża. Jednocześnie w tym roku będą gospodarki nadal będą wspierane przez luźną politykę monetarną banków centralnych i rządowe pakiety fiskalne. Z drugiej strony, po wzroście, część giełd notuje wysokie wskaźniki wartości, a trudne miesiące związane z COVID-19 wciąż przed nami.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK AKCYJNY

Dlatego **ostrożnie podchodzimy do rynków akcji w krótkim okresie**. Negatywnych wyników spodziewamy się głównie ze strony firm amerykańskich, zwłaszcza tych, które znalazły się w indeksie technologicznym Nasdaq. W horyzoncie jednego roku spodziewamy się pogorszenia wyników spółek wzrostowych i lepszych wyników akcji wartościowych, jak na przykład sektora bankowego, przemysłu czy ropy i gazu. Oznaczałoby to lepsze zachowanie się w regionie akcji notowanych na rynkach europejskich i wschodzących oraz gorsze zachowanie akcji amerykańskich. Generalnie kilkumiesięczny wzrost na światowych giełdach w najbliższych miesiącach i latach przełoży się na niższą oczekiwaną średnioroczną aprecjację. Niekorzystnym czynnikiem dla akcji jest obecnie ujemna dynamika globalnych zysków korporacji. Uważamy jednak, że kluczem jest dalsze masowe wsparcie ze strony czołowych banków centralnych i pakietów rządowych. Wzrost wskaźników zysków przedsiębiorstw powinien być wyraźniejszy dopiero w drugim kwartale bieżącego roku.

Na tle innych regionów akcje spółek z Europy Środkowej wydają się być bardzo atrakcyjne pod względem wartości. Powrót do pocovidowej normalności wspierany przez luźną politykę monetarną banków centralnych i rządowe pakiety fiskalne, pozwala nam pozytywnie oceniać akcje w Europie Środkowej. Jednak w krótkim okresie - w miesiącach zimowych - ze względu na niejednoznaczny rozwój wydarzeń dotyczących COVID19, pozostajemy ostrożni. Największy potencjał wzrostu w regionie Europy Środkowej w średnim okresie jest obecnie widoczny głównie w spółkach słoweńskich, czeskich i niektórych polskich. Lokalne rynki charakteryzują się wysokimi zyskami z dywidend (prawdopodobnie będzie to obowiązywać tylko częściowo w 2021 r.) i stosunkowo niskim zadłużeniem. Tytuły bankowe to wysoka kapitalizacja, dobra rentowność kapitału własnego i marża odsetkowa. Na polskim rynku akcji nadal widzimy ryzyko związane z wysoką reprezentacją państwa w akcjach wielu spółek, co często prowadzi do zmian w zarządzaniu, niewłaściwych przejęć lub nieefektywnego zarządzania, często niezależnie od celów akcjonariuszy mniejszościowych. Jesteśmy jednak pozytywni dla polskich firm z sektora konsumenckiego i niektórych banków, które naszym zdaniem mają już wiele negatywnych zdarzeń wycenianych w cenach akcji. Ceniemy wiele słoweńskich firm pod względem wartości. Widzimy ciekawą okazję inwestycyjną w niedawnej ofercie publicznej spółki Česká zbrojovka, która jest dobrze zarządzaną firmą z wysokiej jakości produktami, rosnącym udziałem w rynku, zdrową strukturą kapitałową. Planuje ona również rozbudowę mocy produkcyjnych i ma możliwość zakupu amerykańskiej firmy Colt.

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

fundusze@conseq.pl

+48 22 208 99 49

www.conseq.pl