



Indeksy Akcyjne		Indeksy Obligacyjne Bloomberg Effas		Waluty (spadek=wzmocnienie)		Surowce	
USA – S&P 500	0,43 %	USA	-0,93 %	USD/EUR	0,01 %	Ropa Brent	6,85 %
Europa – DJ Stoxx 600	0,24 %	Europa	-0,13 %	CZK/USD	-0,05 %	Gaz	3,16 %
Japonia – Nikkei 225	5,49 %	CZ	-0,40 %	CZK/EUR	0,01 %	Fotowoltaika	5,91 %
MSCI Emer. Markets	-0,76 %	Polska	0,07 %	PLN/EUR	-0,13 %	Złoto	-0,84 %
CZ – PX	2,71 %	Węgry	-0,25 %	HUF/EUR	-1,00 %	Srebro	1,90 %
Polska – WIG30	-2,04 %	Turcja*	13,44 %	TRY/EUR	-7,16 %	Miedź	4,80 %
Węgry – BUX	-0,17 %	* BofA Merrill Lynch index					

WRZESIEŃ W PIGUŁCE

Główne wydarzenia na świecie

- Turecki Bank Centralny na swoim regularnym posiedzeniu 13 września znacznie zwiększył główną stopę procentową, tygodniowy kurs repo z 6,25% o 17,75% do 24% i znacząco przyczynił się do uspokojenia nastrojów na rynku tureckich aktywów, na czele z lirą turecką.
- 13 września odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Zgodnie z oczekiwaniami, żadnych zaskakujących decyzji nie podjęto. EBC zdecydował o obniżeniu miesięcznej kwoty zakupów aktywów w ramach programu luzowania ilościowego (QE) do 15 miliardów euro z obecnych 30 miliardów począwszy od października. Wszystkie inne parametry polityki pieniężnej EBC pozostały bez zmiany: stopy procentowe pozostały na technicznym zerze, zakończenie programu luzowania ilościowego pod koniec tego roku i prognozy dotyczące stóp procentowych, które miałyby pozostać na obecnym – zerowym – poziomie minimalnie do lata przyszłego roku.
- Zgodnie z oczekiwaniami rynki Czeski Bank Narodowy 26 września podniósł podstawową stopę procentową - dwutygodniową stopę repo – o ćwierć punktu procentowego do 1,5%. Była to trzecia z rzędu podwyżka, a w ciągu tego roku czwarta. Głównymi przyczynami stałego cyklu czeskich podwyżek stóp procentowych są ponadprzeciętny wzrost czeskiej gospodarki na granicy możliwości strukturalnych, ogromnie zaostrzony rynek pracy i szybki wzrost płac, inflacja nieznacznie powyżej celu inflacyjnego i słabsza korona czeska w stosunku do prognozy CNB. Wydaje się, że kolejna podwyżka stóp na następnym posiedzeniu w listopadzie jest całkiem prawdopodobna.
- 26 września odbyło się posiedzenie amerykańskiego banku centralnego Fed. Zgodnie z oczekiwaniami rynku zwiększono podstawowe stopy procentowe – federal funds rate – o ćwierć punktu procentowego do celowego przedziału 2,00-2,25%. Również w przypadku Fedu dalsze podwyżki na grudniowym posiedzeniu są bardzo prawdopodobne.

Sytuacja na rynkach finansowych

- Dolar amerykański w ciągu miesiąca był stabilny. Indeks DXY, który mierzy wydajność dolara względem głównych światowych walut, wrzesień zakończył na poziomie z końca sierpnia. W stosunku do euro dolar również trzymał się stabilnie na poziomie 1,160 dolara za euro.
- Korona czeska również nie wykazywała większych ruchów w ciągu miesiąca. W stosunku do euro i do dolara wrzesień zakończyła na poziomach podobnych jak w sierpniu.
- Wrzesień na globalnych rynkach akcyjnych, tak samo jak sierpień, był miesiącem umiarkowanie korzystnym. Indeks MSCI All Country World zanotował drobny zysk 0,3% (w dolarach).
- Z perspektywy regionalnej niewielkie zyski zanotowały rynki akcyjne krajów rozwiniętych (MSCI World +0,4%), z drugiej strony rynki akcyjne krajów rozwijających się straciły (MSCI Emerging Markets -0,8%).
- W poszczególnych krajach bardzo dobrze radziły sobie po spadkach w poprzednich miesiącach akcje w Turcji (BIST 100 +7,8%) i Rosji (RTSI +9,1%). Wysoki zysk zanotowały również akcje japońskie (Nikkei +5,5%). Z drugiej strony straty zanotowały akcje w Indiach (Sensex -6,3%) i w Polsce (WIG 30 -2,1%).
- Indeks praskiej giełdy PX zanotował solidny zysk 2,7% i zakończył miesiąc na poziomie 1102 punktów.
- Czeskie obligacje skarbowe w odróżnieniu od poprzednich miesięcy nieznacznie straciły, według indeksu czeskich obligacji skarbowych Bloomberg Barclays średnio straciły 0,4%. Rentowność do terminu zapadalności dwuletnich obligacji rządowych wzrosła o 0,16% do 1,48%, głównie za sprawą dalszych podwyżek stóp procentowych. Rentowność do terminu zapadalności 10-letnich obligacji rządowych wzrosła o 0,07% do poziomu 2,19%.



WRZESIEŃ W PIGUŁCE

Sytuacja na rynkach finansowych

- Polskie obligacje skarbowe wciąż nieznacznie zyskiwały, tym razem o 0,1%, odwrotnie radziły sobie węgierskie obligacje rządowe, które straciły 0,3%. Sytuacja w Turcji, po wyraźniej podwyżce stóp procentowych przez turecki bank centralny i po ogłoszeniu nowego planu gospodarczego przez tureckie władze, relatywnie uspokoiła się. Nastroje na rynku ustabilizowały się, z czego korzystały tureckie obligacje rządowe notując miesięczny zysk w wysokości 13,5%. Jednak indeks tureckich obligacji od początku roku jest wyraźnie na minusie -12,5%.
- Rentowność obligacji korporacyjnych ponownie oscylowała wokół zera, indeks obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego stracił 0,3%, natomiast indeks obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnego spekulacyjnego stopnia (high-yield) w euro nieznacznie zyskał 0,3%.
- Cena ropy Brent utrzymała tendencję wzrostową, we wrześniu wzrosła o 6,8% do poziomu 83 dolarów za baryłkę. W ciągu ostatnich 12 miesięcy cena ropy wzrosła o 44%.

Co zrobiliśmy w naszych portfelach inwestycyjnych?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych we wrześniu nie przeprowadziliśmy żadnych poważnych operacji.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w porównaniu z benchmarkiem mamy nieznaczną niedowagę w akcjach, niedowagę w obligacjach i odwrotnie przeważenie 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 (całkowicie potwierdziły to dane o PKB kluczowych gospodarek za pierwsze dwa kwartały np. strefy euro, z Japonii czy Chin).
- W ramach części akcyjnej nadal preferujemy rynki rozwijające się (emerging markets) niż rynki rozwinięte (developed markets) głównie z powodu bardziej korzystnych wycen oraz znacznie wyższego tempa wzrostu gospodarczego.

Jakie są nasze perspektywy inwestycyjne na kolejny okres?

- Nasze oczekiwania na pozostałą część 2018 roku i na rok 2019 są w naszym podstawowym scenariuszu przyszłego rozwoju ostrożnie pozytywne.
- Globalne ożywienie gospodarcze trwa i jest mocno zsynchronizowane we wszystkich regionach świata. Globalny wskaźnik PKB powinien w tym roku oscylować wokół poziomu 3,5%.
- Z drugiej jednak strony zakładamy, że dynamika lub tzw. momentum gospodarki światowej obecnie znajduje się w szczytowym okresie bieżącego cyklu koniunkturalnego i w nadchodzących miesiącach będzie nadal nieznacznie się obniżać.
- Dane światowych gospodarek o PKB za drugi kwartał potwierdzają, że globalna gospodarka jest w dobrej kondycji, szczególnie dynamika PKB w USA była bardzo przyzwoita i w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej nie dojdzie do żadnego gospodarczego ochłodzenia, choć rzeczywiście nastąpiło niewielkie spowolnienie (np. w strefie euro, Japonii i Chinach).
- Trend inflacyjny na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi problemu. W ostatnich miesiącach inflacja prezentuje tendencję wzrostową w znacznej mierze za sprawą wyższej ceny ropy, jednak obecnie nie wydaje się, by inflacja miała w jakikolwiek sposób przekroczyć ten poziom, pomimo bardzo niskiego poziomu bezrobocia w światowej gospodarce. Ogólnie rzecz biorąc, inflacja w kluczowych gospodarkach światowych oscyluje wokół celów inflacyjnych, przy czym niektóre gospodarki są wyraźnie poniżej celu (np. Japonia i strefa euro w zakresie inflacji bazowej).
- Amerykański bank centralny FED prawdopodobnie będzie kontynuował stopniowy wzrost stóp procentowych, które z historycznego punktu widzenia są nadal bardzo niskie. Europejski Bank Centralny wciąż utrzymuje zerowe stopy procentowe i zgodnie z wrześniowym oświadczeniem najprawdopodobniej z końcem roku zakończy program skupu obligacji tzw. luzowania ilościowego (ang. quantitative easing). Nadal wydaje się, że strefa euro pozostanie co najmniej rok bez podnoszenia stóp.
- Jeśli chodzi o globalną sytuację na rynku akcji, uważamy, że po dziewięciu latach globalnej hossy, z punktu widzenia najszerszego światowego indeksu MSCI All Country World, akcje z pewnością mają już za sobą najlepsze czasy. Dynamika światowej gospodarki oraz wzrost zysków korporacyjnych prawdopodobnie ulegną w ciągu najbliższych dwóch lat nieznacznemu spowolnieniu z cyklicznego maksimum, co będzie negatywnym czynnikiem dla wyników giełdowych. W całym 2018 roku, w naszym bazowym scenariuszu oczekiwanego rozwoju spodziewamy się jedynie nieznacznie pozytywnych wyników globalnych rynków akcyjnych (ok. 5% w dolarach).



WRZESIEŃ W PIGUŁCE

Sytuacja na rynkach finansowych

- 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 wartość bilansową kapitału własnego (P/B), ponownie na podstawie najszerszego światowego indeksu MSCI All Country World są one obecnie, w porównaniu do wycen historycznych, nieco powyżej średniej, więc spodziewamy się stopniowego, umiarkowanego spadku wartości tegorocznych wycen.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne inwestycyjnego i nieinwestycyjnego stopnia uważamy, że po znaczącym wzroście cen w poprzednich latach, w tym w 2017 r., najlepszy okres mają już prawdopodobnie za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych – marże kredytowe, są nadal blisko historycznego minimum.
- W każdym przypadku musimy nadal liczyć się ze zwiększoną krótkoterminową zmiennością lub wahaniami cen rynkowych wszystkich ryzykownych aktywów na czele z akcjami.
- Głównymi zagrożeniami wynikającymi z naszego ostrożnie pozytywnego bazowego scenariusza oczekiwanego rozwoju globalnych rynków finansowych w 2018 i 2019 roku są 1) znaczące pogorszenie sytuacji walutowej, inflacyjnej i gospodarczej w Turcji 2) poważne zaostrenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami, sytuacja polityczna we Włoszech - stosunek nowego rządu do strefy euro i polityki fiskalnej, 4) pogorszenie sytuacji ekonomicznej kluczowych gospodarek w Ameryce Łacińskiej (Wenezuela, Brazylia i Argentyna), 5) szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki z cyklicznego szczytu, który został osiągnięty pod koniec ubiegłego roku, nieoczekiwany i znaczny wzrost inflacji i oczekiwań inflacyjnych, 7) znacznie szybsza normalizacja polityki monetarnej kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ) w porównaniu do obecnych oczekiwań oraz 8) wyraźniejsze w stosunku do bieżących oczekiwań spowolnienie chińskiej gospodarki lub kryzysu kredytowego.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wzrost gospodarczy powoli ciągnie w dół przemysł. Brak wzrostu płac i tylko niewielka poprawa na rynku pracy oznaczają, że inflacja bazowa pozostaje wciąż bardzo nisko i bez wyraźnego trendu.

Dane finalne o wzroście gospodarczym w UGW w 2Q18 zasadniczo nic nie zmieniły. Tempo wzrostu osiągnęło poziom 0,4% q/q, w stosunku do drugiego kwartału nie było żadnej różnicy. Nie było to zaskoczeniem – nic innego nie można było oczekiwać, gdyż dane finalne z Francji czy Włoch opublikowane na początku września potwierdziły niewielki wzrost (+0,2% q/q). Struktura wzrostu była dość nudna. Wkład popytu krajowego do wzrostu w ujęciu kwartał do kwartału ukształtował się na poziomie z 2017 roku; przyczyną niższego tempa wzrostu q/q niż w poprzednim roku był fakt, że eksport netto nie radził sobie tak dobrze. Wzrost w ciągu roku osiągnął poziom 2,1%, a jego struktura była taka sama jak w przypadku wzrostu kwartalnego – wkład popytu krajowego pozostał na poziomie 1,5 p.b., tj. na podobnym poziomie jak w poprzednich 6 kwartałach, a czynnikiem, który sprawił, że tempo wzrostu w ujęciu rocznym jest mniejsze niż w roku 2017 był eksport netto. Jego wkład do wzrostu był najniższy od 4Q2016. Dane finalne potwierdziły naszą długoterminową opinię, że udział popytu krajowego we wzroście ma charakter długoterminowy, a jeśli wzrost ma przyspieszyć, potrzebne będą dodatkowe zewnętrzne bodźce (z eksportu). Jest to jednak mało prawdopodobne ze względu na ryzyko (Trump, Brexit, wschodzące rynki).

Produkcja przemysłowa wciąż pozostaje słaba. Na początku drugiej połowy roku **niemiecka produkcja przemysłowa** spadła o 1,1% m/m, oznacza to, że w tym roku traciła w 5 miesiącach na 7. Przemysł wytwórczy tracił jeszcze wyraźniej (-2% m/m w lipcu, -0,7% m/m w czerwcu), tylko produkcja energii korzystnie wpływała na przemysł. Całkowita produkcja przemysłowa w ujęciu rocznym była tylko o 1,2% wyższa, w przemyśle wytwórczym było to tylko 0,8%. Niemieckie zamówienia przemysłowe w lipcu ponownie traciły – ich spadek o prawie procent nastąpił po czerwcowym spadku o 3,9% m/m i oznaczał, że w tym roku zamówienia rosły tylko w maju. Ogólnie zamówienia są o około 3% wyższe niż przed 3(!) laty. Ten niepochebny obraz branży nie dotyczy tylko Niemiec – dane z lipca potwierdziły, że branża na czele ze strefą euro prawie się nie rozwija (nie można inaczej określić tempa w lipcu -0,1% r/r).

Główne wskaźniki we wrześniu nie zanotowały znaczących zmian w stosunku do wyników w sierpniu: indeks IFO ani w prognozie (101 punktów), ani w ocenie obecnej sytuacji (106,4 punktu) w stosunku do sierpnia nie zmienił się (101,3 resp. 106,5). Dla całej strefy euro wskaźniki w sektorze wytwórczym pogorszyły się: finalny indeks PMI wciąż spada i osiągnął najniższą wartość (53,2) od września 2016. Najważniejszym czynnikiem spadku było zaufanie, które z powodu napięć w światowym handlu spowodowanych decyzjami Donalda Trumpa spadło do trzyletniego minimum. W usługach sytuacja nie zmieniła się (54,7 vs sierpniowa wartość 54,4). Jak dotąd nerwowość branży nie rozprzestrzeniła się.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

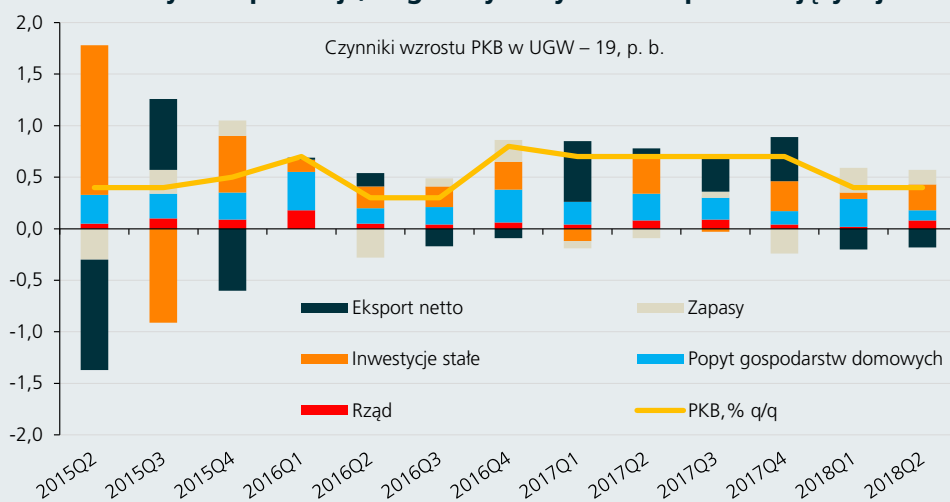
UGW

Sprzedż detaliczna na początku drugiej połowy roku pozostała tak samo słaba jak pod koniec pierwszego półrocza. Jej tempo w ujęciu rocznym w lipcu osiągnęło wynik tylko 1,2%, jest to zbyt mało by wygenerować jakąkolwiek presję inflacyjną w strefie euro. Dane z sierpnia potwierdziły niewielki wzrost (1,8%). Słaby popyt przekłada się na zaufanie gospodarstw domowych, które w okresie od lipca (-0,2 pkt) do września spadło o równe 2 punkty i osiągnęło najniższą wartość od maja 2017. Rynek pracy poprawia się bardzo powoli, stopa bezrobocia w sierpniu wyniosła 8,1%, jest to wynik zaledwie o 0,9 p.b. niższy niż rok temu. Wzrost wynagrodzeń jest nadal bardzo powolny i prawie nie obejmuje inflacji, nawet w Niemczech, gdzie bezrobocie jest jednym z najniższych w Europie.

Inflacja całkowita w sierpniu spowolnia do 2%, inflacja bazowa zwolniła do 1% - dla obu wskaźników był to spadek o 0,1 p.b. w stosunku do lipca. Jedynym powodem, dla którego inflacje różnią się jest cena energii, która w sierpniu wzrosła o 9,2% r/r, w lipcu o 9,5%. Wrześniowa inflacja, a dokładnie jej pierwszy szacunek, który został opublikowany pod koniec miesiąca, nie przyniósł żadnej zmiany w jej obrazie: inflacja bazowa osiągnęła poziom 0,9%, oznacza to, że już ponad rok nie przekroczyła pasma 0,8-1,1% (a od marca 2013 nie była wyżej niż 1,2%).

EBC na stagnację inflacji bazowej nie reaguje, nawet słownie. Wręcz przeciwnie, pomimo tego, że na posiedzeniu we wrześniu EBC obniżył szacunek tempa wzrostu PKB na ten i na 2019 rok, Draghi zaakcentował wzrost płac i ogólną poprawę na rynku pracy, mówiąc, że inflacja zbliża się do celu. Co, naszym zdaniem, nie opiera się na rzeczywistości (płace nie rosną szybciej niż rok temu), raczej na wierze i pragnieniu, aby tak się stało. Jest również oczywiste, że pomimo zerowej poprawy realnej inflacji, program zakupu aktywów skończy się zgodnie z planem na koniec roku.

Struktura wzrostu strefy euro pokazuje, że głównym czynnikiem spowalniającym jest eksport netto



Źródło: Eurostat

USA

Gospodarka wciąż radzi sobie bardzo dobrze, w drugiej połowie roku oczekuje się tempa wzrostu w przedziale 2,5% - 3%. Inflacja utrzymuje się blisko celu banku centralnego, który kontynuuje zacieśnianie polityki.

Finalny (trzeci) szacunek tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki w drugim kwartale tego roku nie zmienił się w stosunku do drugiego. Gospodarka wzrosła o 4,2% q/q (wynik annualizowany), jest to najszybsze tempo wzrostu od trzeciego kwartału 2014 roku. Najważniejszym czynnikiem były wydatki konsumpcyjne, które do wzrostu wniosły 2,6 p.b., oraz eksport netto (z wynikiem 1,2 p.b.). W pierwszym przypadku chodzi o efekty reformy podatkowej (=ulgi), w drugim silny wkład eksportu netto pochodził z samego eksportu w związku z potrzebą przesunięcia części eksportu w czasie tak, by uniknąć odwetu celnego ze strony UGW i Chin. Oba czynniki są nie do utrzymania, a w przypadku eksportu na USA wpłynie jeszcze silny dolar. Inwestycje stałe zyskały 1,1 p.b., tyle ile straciły zapasy (-1,2 p.b.).

Dane miesięczne opublikowane we wrześniu były całkiem dobre. **Produkcja przemysłowa** w sierpniu zyskała 0,4% m/m, w ostatnich trzech miesiącach zanotowała nieoczekiwany zysk 1,5%. Sektor wytwórczy radził sobie niewiele gorzej, w sierpniu zyskał 0,25%, a w ostatnich trzech miesiącach 1,3%. Ze względu na kurs dolara jest to nieoczekiwany, lecz pozytywny wynik.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

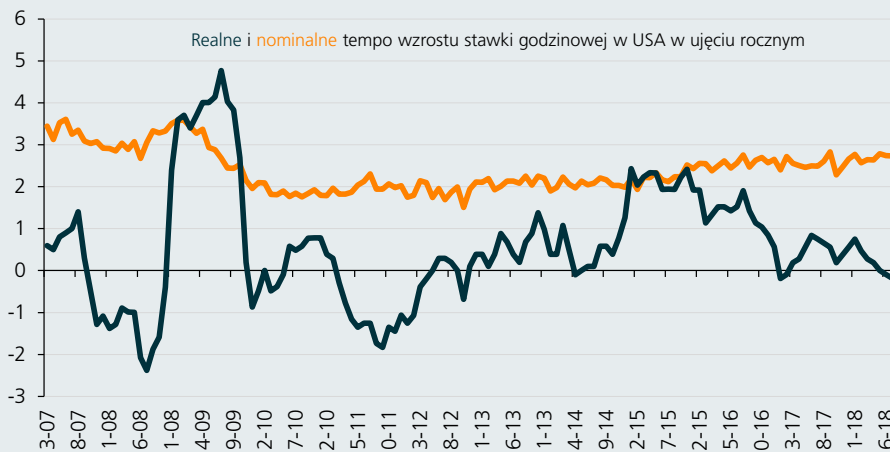
USA

Zamówienia dóbr trwałych (bez samolotów i sprzętu wojskowego) po czerwcowej korekcie w górę o 0,9% m/m straciły w lipcu 1,7% m/m, co oznacza, że w ostatnich trzech miesiącach razem straciły ponad procent. Pytaniem jest, czy nie jest to już konsekwencja wojny handlowej zainicjowanej przez prezydenta Trumpa, która ma wpływ na nastroje i decyzje inwestycyjne. W każdym razie dane za lipiec nie są pozytywne dla działalności inwestycyjnej.

Sprzedaż detaliczna (z wyłączeniem samochodów i paliwa) podobnie jak w całym drugim kwartale równie dobrze radziła sobie na początku trzeciego kwartału. W lipcu zyskała po korekcie w górę 0,7% m/m. Oczywiście, istotnym czynnikiem mającym wpływ na ten wynik jest reforma podatkowa prezydenta Trumpa, która de facto jest wymianą przyszłego wzrostu długu publicznego na bieżące zapotrzebowanie gospodarstw domowych. Dane z sierpnia były nieco słabsze – sprzedaż detaliczna zyskała tylko 0,2% - kwartalna dynamika pozostaje na poziomie kwartału drugiego (1,5% q/q). **Wzrost płac** z perspektywy historycznej pozostaje relatywnie wolny - nominalna stawka godzinowa na początku drugiej połowy roku wzrosła o 2,7%, jednak za względu na wyższą inflację w lipcu spadła najwięcej (-0,3% r/r) od października 2012. W sierpniu jednak wzrost płac przyspieszył do 2,9%, jest to najwyższa wartość od maja 2009.

Pomimo tego, rynek pracy wypada wciąż bardzo dobrze. W lipcu powstało 153 tys. miejsc pracy, natomiast w sierpniu kolejne 204 tys. w sektorze prywatnym. **Oficjalna stopa bezrobocia** w sierpniu osiągnęła poziom 3,9%, jest to wynik bliski 18-letniemu minimum, jej alternatywna stopa bezrobocia U6 (obejmująca oficjalnie bezrobotnych, pracowników powiązanych z rynkiem pracy jedynie częściowo, pracowników zniechęconych do szukania pracy czy pracowników pracujących jedynie w niepełnym wymiarze godzin, ale chcących i mogących pracować więcej) spadła do najniższej wartości (7,4%) od kwietnia 2001 (7,4%). **Ilość wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest najniższa, od co najmniej 1970 roku (okres, dla którego mamy dostępne dane). Jedynym nieco negatywnym czynnikiem na rynku pracy jest to, że **nie wzrasta wskaźnik uczestnictwa**, który pozostaje poniżej 63%, (w sierpniu 62,7%).

Wzrost płac z perspektywy historycznej jest wciąż słaby, w sierpniu jednak przyspieszył do najwyższego tempa do maja 2009



Źródło: BLS.gov, szeregi czasowe numer CES0500000003, CES0500000013

Inflacja bazowa PCE w sierpniu w ujęciu rocznym pozostała czwarty raz z rzędu na poziomie 2 procent, jej miesięczna dynamika wyraźnie spowolniła, w ujęciu miesięcznym w stosunku do lipca 2018 poziom cen nie zmienił się. Stagnacja inflacji m/m nie występowała od marca 2017. W ostatnich trzech miesiącach inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,3% wspierając tym samym pogląd FED-u, że pod względem stabilności cen rzeczy są pod kontrolą, a zaostrzenie polityki pieniężnej nie jest konieczne.

FED na posiedzeniu we wrześniu ponownie zwiększył stopy procentowe (kluczowa stopa osiągnęła przedział 2-2,25%), a z zapisu zniknęło określenie, że polityka pieniężna jest „akomodacyjna”. Można z tego wywnioskować, że dalsze podwyżki stóp będą prawdopodobnie stopniowe, zwłaszcza, jeżeli potwierdzi się spowolnienie inflacji, które wskazują miesięczne dane o inflacji.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka rośnie wciąż bardzo dobrze, w drugim kwartale zyskała ponad 5% r/r. Inflacja pozostaje jednak nisko.

Po tym, jak gospodarka przyspieszyła w pierwszym kwartale do szokujących 1,6% q/q, wiodło jej się równie dobrze w kwartale drugim. Wynika to z pierwszych danych o PKB, które w drugim kwartale wzrosło o 1% q/q. Wzrost w ujęciu rocznym wyniósł 5%, było to tylko kosmetyczne spowolnienie w stosunku do poprzedniego kwartału (5,1% r/r).

Produkcja przemysłowa w lipcu nieznacznie przekroczyła szacunki analityków i zyskała mocne 10,3% r/r, w sierpniu wzrosła dokładnie z oczekiwaniami o 5% r/r; średnie tempo wzrostu w ostatnich trzech miesiącach osiągnęło poziom 7% r/r. Spowolnienie dynamiki następowało zgodnie ze spadkiem indeksu PMI. Sektor budownictwa wciąż silnie rośnie, w sierpniu wzrost był jeszcze większy niż w lipcu. W tym roku polski przemysł radzi sobie najlepiej w regionie. W następnych miesiącach jednak to się zmieni. W sierpniu indeks PMI zwolnił do 51,4 punktu, jest to wynik najniższy z trzech krajów regionu (Polska, Węgry, Czechy), we wrześniu natomiast spadł do prawie 50 punktów (50,5).

Sprzedaż detaliczna również radziła sobie na początku drugiej połowy roku bardzo dobrze. W lipcu realnie zyskała 7,1% r/r, jest to wynik powyżej tempa osiągniętego przez ostatnie półtora roku. Wydaje się, że w drugim półroczu siłą napędową polskiej gospodarki będzie popyt konsumpcyjny. Przyczyny silnego tempa wzrostu pozostają te same – zdecydowania rosnące wynagrodzenia (nominalne w lipcu +7,2% r/r) i bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w sierpniu pozostała na bardzo niskim poziomie, osiągnęła nowe historyczne minimum (5,8%); po korekcie sezonowości spadło do 6,1%. W kolejnych miesiącach nie przewiduje się spowolnienia popytu gospodarstw domowych.

Pomimo silnego wzrostu gospodarczego, niskiego bezrobocia i wysokiego wzrostu płac, inflacja bazowa pozostaje bardzo nisko. Dane z sierpnia pokazały, że inflacja bazowa wyniosła tylko 0,9% - jest to wynik o prawie 0,3 p.b. wyższy niż w lipcu, ale wciąż wyraźnie poniżej banku centralnego. Wstępne dane za wrzesień zostały opublikowane na początku października, jednak nie przyniosły one żadnych zmian: inflacja ogólna wyniosła 1,8%, tj. o 0,2 p.b. mniej niż w sierpniu. Inflacja bazowa za wrzesień jeszcze nie jest znana, można jednak oczekiwać, że nie wzrosła.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na posiedzeniu we wrześniu zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe bez zmiany na poziomie 1,5%, na którym znajdują się od marca 2015. Nie można było oczekiwać innego rozwiązania – poziom inflacji jest paradoksalny, ale realny. Prezes NBP Adam Glapiński oświadczył, że do 2020 roku nie widzi miejsca dla wzrostu stop procentowych. Nowa prognoza oczekuje inflacji na granicy 3% do roku 2020. Do końca roku nastąpi spowolnienie wzrostu do 4% i spowolnienie inflacji do dolnej granicy przedziału (1,5%).

RYNKI OBLIGACJI

USA i UGW

Rozwój sytuacji w Stanach Zjednoczonych we wrześniu stał pod znakiem wzrostu amerykańskich obligacji rządowych. W związku z ciągłym zaostrzaniem polityki pieniężnej i zapewnieniami FED-u, że będzie to kontynuowane, cała krzywa przesunęła się w górę o około 20 p.b. Dwuletnia rentowność wyniosła 2,8%, dziesięcioletnia 3,1%. Krzywa jest wciąż najbardziej płaska od 2007.

W centrum strefy euro sytuacja wyglądała nieciekawie, niemieckie dziesięcioletnie obligacje we wrześniu wzrosły (na długim końcu krzywej o około 15 p.b.), z perspektywy historycznej pozostały jednak na bardzo niskim poziomie (poniżej 0,5% dla dziesięcioletniej zapadalności). Na peryferiach sytuacja była ciekawsza. Włoskie obligacje przez prawie cały wrzesień zyskiwały, była to jednak konsekwencją braku jakiegokolwiek oświadczenia rządu włoskiego. Zaraz po opublikowaniu propozycji budżetu na rok 2019 przez rząd włoski (z deficytem 2,4%, tj. wyraźnie wyższym niż zalecenia KE), nieuchronny konflikt pomiędzy KE a rządem Włoch doprowadził do ponownego obniżenia cen. Włoskie obligacje dziesięcioletnie kończyły miesiąc z rentownością na poziomie 3%, tj. tak samo jak ten miesiąc zaczynały.



RYNKI OBLIGACJI

Obligacje korporacyjne

Sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych we wrześniu wiązała się z relatywnie stabilnymi marżami kredytowymi. Nastroje na ryzykowne aktywa nieco się poprawiły, dalszy wzrost wymiany handlowej z Chinami obciążony planowanymi cłami amerykańskimi, podsycaty obawy przed pogłębiającą się wojną handlową między tymi kluczowymi mocarstwami. W związku z ciągłym podnoszeniem stóp przez FED, inwestorzy w tym otoczeniu bardziej koncentrowali się na segmencie wysoce oprocentowanych obligacji i spekulacyjnym ratingu, których marże spadły trochę więcej. Średnia marża kredytowa indeksu EUR iBoxx Corporate IG we wrześniu spadła o 2 pkt. do 79 punktów w przypadku indeksu poziomu spekulacyjnego (EUR iBoxx HY) strata wyniosła 9 pkt. do 293 punktów. Marże kredytowe kontraktów CDS zanotowały wyraźniejszą stratę niż obligacje korporacyjne.

Polski rynek obligacji

Polska krzywa rentowności pozostała we wrześniu bez zmian. Na dłuższym końcu rentowność w stosunku do początku września nie zmieniła się (tj. dalej pozostała na poziomie około 3,2%), na krótkim końcu wystąpiły tylko kosmetyczne zmiany (-4 p.b. do 1,56%).

Turecki rynek obligacji

Wrześniowa sytuacja na rynku tureckich aktywów rozwijała się w wyraźnie pozytywnym duchu w stosunku do dramatycznie negatywnego sierpnia. Kluczowym czynnikiem było większe niż oczekiwał rynek podniesienie kluczowych stóp procentowych przez turecki bank centralny. Podstawowa stopa procentowa wzrosła o 625 p.b. do 24% z obietnicą, że zaostrzone warunki będą się utrzymywać aż do trwałej poprawy inflacji. Przedstawiony przez ministra finansów i uważnie obserwowany przez rynek średnioterminowy plan fiskalny został oceniony przez inwestorów, jako dość racjonalny i osiągalny. Jednak z uwagi na fakt, że są to długoterminowe podstawy gospodarcze, widoczne skutki odzwierciedlone będą stopniowo w perspektywie średnioterminowej. Poprzednie masywne osłabienia waluty w pierwszej kolejności będą silne odzwierciedlenie w liczbach inflacyjnych. Nastój na rynkach ustabilizował się i ostrożnie polepszył się, z czego korzystały zarówno tureckie obligacje rządowe, jak również kurs tureckiej liry. Krzywa rentowności spadła o 2,5 - 5 punktów procentowych i pod koniec miesiąca znajdowała się na poziomie 18 – 25,5%. Kurs TRY nadrobił część rozległych strat miesięcznym zyskiem 7,6% do walut EUR i USD, od początku roku jego strata wynosi ponad 55%.

Bloomberg Barclays Poland



Źródło: Bloomberg

WALUTY

We wrześniu dolar amerykański w stosunku do euro przez większość czasu trzymał granice 1,16, jedynie na początku trzeciego tygodnia za sprawą decyzji FEDu na chwilę osłabł do 1,18. Jednak ze względu na niekorzystny rozwój inflacji w strefie euro, ponownie pod koniec września wrócił do 1,16, a na początku października, po komentarzu Ewansa z FEDu, że nie będzie problemu z grudniowym zaostrzeniem, i jego zdaniem ze względu na kondycję amerykańskiej gospodarki stopy procentowe mogą osiągnąć poziom 3-3,25%, dolar osiągnął wartość 1,15.

ROPA

Ropa (Brent) na początku miesiąca kosztowała 75 dolarów za baryłkę, pod koniec miesiąca osiągnęła wartość 85 dolarów. Powodem były głównie ciągłe obawy o wpływ amerykańskich sankcji na Iran, które wejdą w życie na początku listopada.



RYNKI AKCYJNE

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Pierwszy powakacyjny miesiąc był spokojny na giełdach, globalny indeks akcyjny pozostał prawie bez zmian (MSCI All Country World 0,3%). Pod względem rentowności najlepiej radziły sobie akcje japońskich spółek (indeks Nikkei 225 +5,5%), rentowność akcji amerykańskich (indeks S&P 500 +0,4%) i europejskich (indeks DJ STOXX 600 +0,2%) była bliska zeru. Na giełdach w większości przypadków brakowało istotnych informacji na temat przyszłych wydarzeń. Kręgi polityczne nadal były skupione na ograniczeniach celnych, wyjściu Wielkiej Brytanii z UE czy włoskim długiem publicznym. Wśród wiadomości korporacyjnych rozbrzmiewały echa problemów z emisją samochodów oraz dochodzenia w sprawie publikowania nieprawdziwych informacji przez Elona Muska.

CECE Composite



W regionie Europy Środkowej najlepiej radziły sobie akcje spółek czeskich (indeks PX +2,7%). Ponad 11 procent zyskały akcje Avast, po około 6 procent zyskał bank Moneta, Erste bank i Vienna Insurance Group. Solidną stopę zwrotu zanotowały również akcje Kofoli (+4,6%). Polski indeks akcyjny WIG30 zakończył miesiąc z niewielką stratą (-1%). Było to spowodowane nerwowym nastrojem panującym na globalnych rynkach rozwijających się oraz przesunięciem polskiego rynku akcyjnego, spółki FTSE, w ramach indeksów z rynków rozwijających się na rynki rozwinięte. Niepewność związana z prawdopodobną reformą emerytalną i możliwością pogorszenia się bilansu budżetu krajowego hamowało lepszą rentowność rumuńskiego indeksu BUX (+1,7%).

Źródło: Bloomberg

Rynki wschodzące nadal przechodzą skomplikowany okres. Indeks MSCI Emerging Markets we wrześniu stracił kolejne 0,76% (w USD), a od początku roku już ponad 15%. Warto zauważyć, że coraz więcej interesujących rynków przyciągnęło już w tym miesiącu wystarczającą liczbę inwestorów, np. chińskie i brazylijskie akcje zyskały ponad 3%. Sytuacja uspokoiła się również w Turcji (+ 8,34%), gdzie bank centralny nareszcie podniósł stopy procentowe i przedstawił nowy plan gospodarczy. Traciły za to akcje indyjskie (-6,26%), które spadają pod ciężarem wysokich oczekiwań wzrostu indyjskiej gospodarki i gorszego nastroju. Presja na rynki rozwijające się była wywierana przez nieprzewidywalność amerykańskiej polityki handlowej, mocnego dolara i wzrost stóp amerykańskiego banku centralnego. Rynki pozostają bardzo wrażliwe na nowe informacje.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Polski rynek obligacji

Rentowność polskich obligacji długoterminowych jest przez większość tego roku bardzo stabilna, na poziomie około 3,20%. Pomimo bardzo silnego wzrostu gospodarczego, polska inflacja bazowa w tym roku w większości spadła, przez co prawdopodobieństwo wzrostu stóp w ciągu najbliższych sześciu kwartałów jest bliskie zeru. Spodziewamy się, że dynamika gospodarcza i silny popyt wewnętrzny stopniowo będą podnosić inflację na wyższy poziom, wobec wyraźniejszego wzrostu popytu na obligacje skarbowe (spadające ceny) przemawia korzystny obraz fiskalny. Według nas ten obraz odzwierciedli się w ograniczeniu aktywności Ministerstwa Finansów, a tym samym zmniejszeniu marży kredytowej w stosunku do wolnych od ryzyka (niemieckich) obligacji rządowych UGW. Polskie obligacje rządowe powinny zatem wyprzedzić niemieckie odpowiedniki w następnym okresie.

Turecki rynek obligacji

Kroki podjęte przez turecki bank centralny (przede wszystkim gwałtowny wzrost kluczowych stóp procentowych, innymi słowy, tak wielu inwestorów wymagało ortodoksyjnego zacieśnienia polityki pieniężnej) i rząd (nowy średnioterminowy plan gospodarczy, skierowany głównie na walkę z inflacją, zaostrzenie polityki fiskalnej czy wsparcie sektora bankowego) ustabilizowały dramatyczną sytuację na rynku tureckich aktywów (obligacje, kurs TRY). Uważamy, że obecna partia rządząca, kierowana przez prezydenta Erdogana, zdaje sobie sprawę z powagi sytuacji i zacznie działać racjonalnie w polityce gospodarczej z zamiarem przywrócenia równowagi przegrzanej gospodarce poprzez zaostrzenie luźnej polityki fiskalnej. Według ostatnich danych dotyczących handlu zagranicznego i działalności kredytowej banków to już się dzieje. Uzpełni to już ustalone zaostrzenie polityki pieniężnej (podwyżka stóp procentowych do 24%) – i dzięki schłodzeniu gospodarki ostatecznie doprowadzi do stopniowego zmniejszenia obecnie wysokiej inflacji i zmniejszenia deficytu na rachunkach obrotów bieżących. Chociaż przedstawiciele rządu odrzucają możliwość pomocy ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego czy ewentualne dwustronne porozumienia finansowe z sojusznikami i partnerami ze Wschodu (15 milionów dolarów obiecał Katar, w grze pozostają także Chiny i Rosja), które znacznie zmniejszyłyby potrzeby refinansowania na rynkach obligacji. Byłby to pozytywny scenariusz dla tureckich aktywów i kursu wymiany TRY, a ceny tureckich obligacji rządowych zaczęłyby odbierać swoje ogromne straty.

Waluty

W związku z osiągnięciem naszego tegorocznego celu i biorąc pod uwagę, że nowe informacje nie prowadzą nas do ponownej oceny naszego poglądu, spodziewamy się, że kurs EUR/USD pozostanie na poziomie około 1,15 przez pozostałą część bieżącego roku. Dla wyższych poziomów (= dla słabszego dolara) nie znajdujemy uzasadnienia w obecnych lub oczekiwanych różnicach w polityce pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku (co jest głównym czynnikiem kursu w ciągu ostatniej dekady). FED w drugiej połowie roku również przystąpi do podwyższenia stóp procentowych, Natomiast EBC nie widzi żadnego powodu do zaostrzenia polityki i prawdopodobnie nie stanie się to również w 2019 roku. Utrata dynamiki wzrostu oraz niższa niż oczekiwano inflacja, zwiększają prawdopodobieństwo, że stopy procentowe pozostaną niskie przez dłuższy okres czasu. Czynniki średniokresowe 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 umocnienia. Niska inflacja nie pozwala jednak bankowi centralnemu na podniesienie stóp, co ogranicza możliwości silniejszego złotego, wartość 4,30 z września nie odpowiada silnemu wzrostowi gospodarczemu ani ogólnemu stanowi polskiej gospodarki. W tym roku oczekujemy powrotu do poziomu 4,20 PLN/EUR.

Rynek akcyjny

W przypadku akcji amerykańskich nie widzimy powodów do wyraźnego wzrostu cen akcji. Na korzyść przemawia dobra kondycja gospodarki amerykańskiej, wzrost zysków korporacyjnych oraz silny konsument. Wskaźniki wartości wahają się jednak powyżej długoterminowych historycznych średnich, następuje stopniowy i powolny wzrost stóp procentowych, a niepewność wiąże się również z groźbą wojen handlowych. Wskaźniki kapitałowe akcji spółek europejskich notowane są w pobliżu ich długoterminowych średnich. Akcje powinny korzystać z dobrej koniunktury gospodarczej i nadal luźnej polityki monetarnej EBC. Istnieje jednak pewna ostrożność europejskich firm zagrożonych wojnami gospodarczymi w planowaniu wydatków inwestycyjnych.



PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Rynek akcyjny

Pozytywnie oceniamy zarządzanie spółkami z rynków wschodzących, które będą czerpać korzyści z rosnącego konsumenta i konwergencji w kierunku gospodarek rozwiniętych. Główne ryzyka naszego ostrożnie pozytywnego scenariusza bazowego obejmują: nieoczekiwane i znaczące wzrosty inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, szybsze niż oczekiwano stopniowe spowolnienie światowej gospodarki, wojny gospodarcze, w porównaniu do obecnych oczekiwań znacznie szybsza standaryzacja polityki monetarnej banków centralnych (FED, EBC, BOJ, PBoC) oraz główne zagrożenia geopolityczne na czele z Bliskim Wschodem i Wenezuelą, a dla rynków rozwijających się silny amerykański dolar w połączeniu z rosnącymi stopami procentowym.

Z akcji czeskiego rynku podoba nam się większość akcji instytucji finansowych. Dobre otoczenie makro z rosnącymi zyskami powinno być pozytywną zachętą dla zysków operacyjnych większości banków i firm ubezpieczeniowych. Największy potencjał widzimy w akcjach Monet, którego celem jest zdobycie pozycji cyfrowego lidera na czeskim rynku. W tym roku Monet powinien ustabilizować przychody z odsetek, przy czym silna poduszka kapitałowa umożliwi hojne wypłaty dywidendy przynajmniej w tym i przyszłym roku. Akcje Erste Bank i Vienna Insurance Group powinny również korzystać z atrakcyjnych wskaźników wartości i rosnących stóp procentowych. Pozytywnie nastawiamy się do nowych akcji AVAST. Inwestorzy zaczną doceniać ogólnoświatową dywersyfikację przychodów, szeroką gamę produktów oferowanych przeciwko cyberatakami na rosnącym rynku, poprawę wolnych przepływów pieniężnych i wszystko to w połączeniu ze światową marką. Na rynku czeskim obecnie nie spodziewamy się znaczącego spadku którejkolwiek z akcji będących w obrocie, chociaż np. dla akcji CEZ nie widzimy znaczącego bodźca dla dalszego wzrostu cen. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, producenta mięsa Tarczyński, banków Pekao i Alior, czy firmy leasingowej Prime Car Management. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do akcji rumuńskiego funduszu restytucyjnego Fondul Proprietatea, konglomeratu medycznego MedLife, spółek gazowych Romgaz i Petrom, w Słowenii są to akcje producenta urządzeń gospodarstwa domowego Gorenje, firmy farmaceutycznej Krka i portu Luka Koper.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

- Infolinia: +48 222 089 949
- E-mail: fundusze@conseq.pl
- Strona internetowa: www.conseq.pl