

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	2,86 %	USA	-0,56 %	USD/EUR	1,77 %	Ropa Brent	5,72 %
Europa – DJ Stoxx 600	2,06 %	Europa	-0,96 %	CZK/USD	-2,24 %	Gaz	-4,03 %
Japonia – Nikkei 225	1,56 %	CZ	-1,20 %	CZK/EUR	-0,50 %	Fotowoltaika	-1,77 %
MSCI Emer. Markets	7,17 %	Polska	-0,27 %	PLN/EUR	-1,42 %	Złoto	3,92 %
CZ – PX	3,23 %	Węgry	-0,14 %	HUF/EUR	-1,06 %	Srebro	5,61 %
Polska – WIG30	0,58 %	Turcja*	2,02 %	TRY/EUR	5,30 %	Miedź	5,22 %
Węgry – BUX	5,44 %						

* BofA Merrill Lynch index

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

GŁÓWNE WYDARZENIA NA ŚWIECIE

- Były gubernator Fedu USA Paul Volcker zmarł w wieku 92 lat. Zasłynął tym, że jako nowy prezes Fed wprowadził w latach 80. ściśle restrykcyjną politykę pieniężną dotyczącą bardzo wysokich stóp procentowych w celu położenia kresu nadmiernej inflacji. Jego walka zakończyła się sukcesem i stał się bardzo sławny. Podczas globalnego kryzysu finansowego 10 lat temu był także u boku ówczesnego prezydenta Baracka Obamy jako główny doradca finansowy w zakresie działań naprawczych sektora bankowego.
- Japoński premier Shinzo Abe ogłosił plan stymulacyjny o wartości 121 miliardów dolarów. Japońska gospodarka stoi w miejscu od dłuższego czasu i po raz pierwszy od trzech lat japoński rząd postanowił ogłosić nowy pakiet fiskalny o wartości 13,2 biliona, czyli 121 miliardów dolarów. Będzie się koncentrować na inwestowaniu w usuwanie szkód po tajfunie, modernizacji infrastruktury i nowych technologii. Wdrożenie planu powinno zająć 15 miesięcy, a skumulowany wpływ na PKB powinien być bardzo wysoki i wynosić 1,9%. Japonia może sobie pozwolić na finansowanie deficytu, ponieważ japoński bank centralny prowadzi program luzowania ilościowego, w którym masowo kupuje japońskie obligacje rządowe, tym samym de facto finansując państwo japońskie pośrednio. Japoński bank centralny celuje jednak w nieznacznie ujemne dochody z japońskich obligacji skarbowych lub bardzo wysokie ceny i obecnie posiada ponad 40% wszystkich obligacji.
- 11 grudnia odbyło się regularne posiedzenia Banku Centralnego USA. Inwestorzy nie byli zaskoczeni. Fed pozostawił swoje podstawowe stopy procentowej w przedziale 1,50–1,75%. Decyzja była jednomyślna. Stabilność stawek w następnym okresie jest prawdopodobna. Fed ocenił stan gospodarki USA jako stosunkowo przyzwoity.
- 12 grudnia Europejski Bank Centralny (EBC) pozostawił stopy procentowe bez zmian. Zgodnie z oczekiwaniami na grudniowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny pozostawił politykę pieniężną bez zmian. Podstawowa stopa procentowa wynosi obecnie 0%, stopa kredytu wynosi 0,25%, a stopa depozytowa -0,5%. Funkcję prezesa na posiedzeniu po raz pierwszy pełniła szefowa Międzynarodowego Funduszu Walutowego Christine Lagarde, która zastąpiła na tej pozycji Mario Draghiego. Stopy procentowe według władz monetarnych strefy euro utrzymają się na obecnym lub niższym poziomie, dopóki inflacja w bloku walutowym nie osiągnie celu bliskiego 2%. W sierpniu EBC obniżył stopę depozytową o jedną dziesiątą punktu procentowego z -0,4%. Od 1 listopada bank centralny wznowił także zakup aktywów, który zakończył się w grudniu ubiegłego roku. Kwota luzowania ilościowego wynosi obecnie 20 miliardów euro miesięcznie. Jeśli stopa depozytowa jest ujemna, oznacza to, że komercyjne domy finansowe muszą płacić za swoje pieniądze zdeponowane w EBC. W ten sposób stara się skłonić banki komercyjne do zapewnienia większej liczby pożyczek.
- W przedterminowych wyborach Partia Konserwatywna Johnsona była świadkiem przytłaczającego zwycięstwa, największego od 1987 roku. Boris ma wolną rękę, by wyprowadzić kraj z UE, jak sobie wyobraża, a prawdopodobieństwo „twardego wyjścia” jest zmniejszone. Miękki Brexit nastąpi prawdopodobnie na koniec stycznia, być może definitywnie. Funt zareagował umacniając tegoroczne maksima w stosunku do euro, dolara i korony. Brytyjskie akcje lubią również wyjaśniać sytuację, prawie wszystkie sektory umocniły się o jednostki procentowe, w szczególności banki.
- Pierwszy etap umowy handlowej USA-Chiny zostanie wkrótce podpisany. Stany Zjednoczone obniżą cła na chińskie towary. Pekin ma kupić więcej produktów rolnych. Stany Zjednoczone zawieszają planowane nałożenie ceł na inne chińskie towary i obniżą istniejące cła na chiński import. W zamian Chiny w przyszłym roku podejmą się zakupu większej ilości amerykańskich produktów rolnych. Środek ma na celu złagodzenie wojny handlowej między dwoma największymi gospodarkami świata. Według dwóch nienazwanych źródeł Stany Zjednoczone zawieszają planowane nałożenie ceł na chiński import na prawie 160 miliardów dolarów rocznie. Cła te miały pierwotnie obowiązywać od 15 grudnia. Jednocześnie Waszyngton obniży istniejące cła na chiński import nawet o 50 procent. Według źródeł Pekin powinien zobowiązać się do zakupu produktów rolnych w przyszłym roku za 50 mld USD w zamian za koncesje USA, jest to dwa razy więcej niż w 2017 r., przed rozpoczęciem chińsko-amerykańskiej wojny handlowej. Rynki akcji zareagowały bardzo pozytywnie na ten raport, podobnie jak na zwycięstwo w wyborach konserwatywnych w Wielkiej Brytanii.
- Wojna handlowa nadal opiera się na handlu międzynarodowym. Według danych holenderskiego Biura Analiz Polityki Gospodarczej handel międzynarodowy spadł globalnie o 1% rok do roku w trzecim kwartale. To kolejny wyraźny dowód na to, że światowa gospodarka nie jest obecnie w najlepszej formie.

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

GŁÓWNE WYDARZENIA NA ŚWIECIE

- Nieco pozytywne wiadomości z Niemiec. Najbardziej widoczny niemiecki wskaźnik nastrojów biznesowych, indeks IFO, nieznacznie wzrósł w listopadzie z 94,7 punktów w październiku do 95,0 punktów. Poprawił się zarówno subindeks oceny obecnej sytuacji, jak i subindeks oczekiwań w ciągu najbliższych sześciu miesięcy. Ponadto IFO Institute oczekuje, że niemiecka gospodarka wzrośnie o 0,2% kwartał do kwartału w czwartym kwartale. Spadek niemieckiej gospodarki nie powinien zatem znajdować się w porządku obrad. W odniesieniu do poszczególnych sektorów niemiecki przemysł wciąż znajduje się w recesji. W szczególności firmy przemysłowe narzekają na słabe zamówienia. I odwrotnie, sektor usług nadal osiąga względnie dobre wyniki i powinien nadal stanowić najważniejszy punkt europejskiego motoru gospodarczego. Ogólnie rzecz biorąc, wynik IFO w listopadzie jest pozytywną informacją dla czeskiej gospodarki, która jest silnie powiązana z gospodarką niemiecką, ponieważ jest to jedna trzecia czeskiego eksportu.
- OPEC zgodził się z sojusznikami na znaczne ograniczenie produkcji. Organizacja Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) i jej sojusznicy zgodzili się na zmniejszenie produkcji o kolejne 500 000 baryłek dziennie. Celem porozumienia jest promocja cen ropy naftowej i ograniczenie niepotrzebnych dostaw surowców na rynek. OPEC i jego sojusznicy zgodzili się w grudniu zeszłego roku na zmniejszenie dostaw ropy o około 1,2 miliona baryłek dziennie. Umowa ta była negocjowana przez pierwszą połowę ubiegłego roku, ale w lipcu kraje wydobywcze przedłużyły jej ważność do końca marca tego roku. Dzięki tej rewizji osiągnięto redukcję na poziomie około 1,7 miliona baryłek dziennie, co stanowi około 1,7 procent światowej produkcji ropy. Według źródeł kolejne spotkanie kartelu OPEC i jego sojuszników powinno odbyć się w dniach 5–6 marca. OPEC i jej sojusznicy rozpoczęli skoordynowane cięcia w 2017 r., aby zapobiec gwałtownemu spadkowi cen ropy po wzroście produkcji w USA. Stany Zjednoczone pokonały już Rosję i Arabię Saudyjską i stały się największym producentem ropy na świecie.
- Czeski przemysł jest na skraju recesji, ale firmy wciąż przyciągają ludzi. W Czechach mniej niż dwieście tysięcy osób szuka pracy, co jest najlepszym wynikiem od 1996 r. W listopadzie bezrobocie utrzymało się na poziomie 2,6%. Nie ma jednak dobrych wiadomości z branży przemysłowej. Ta w ostatnim obserwowanym miesiącu, czyli w październiku straciła, a nowe zamówienia spadły o 5 procent. W 2020 roku możliwa jest niewielka recesja w czeskiej gospodarce.
- 18 grudnia odbyło się posiedzenie Czeskiego Banku Narodowego na którym, zgodnie z oczekiwaniami, stopy procentowe nie zostały zmienione. Pomimo wyższej inflacji w listopadzie i częściowego ograniczenia zagranicznej niepewności, rada banku postanowiła nie zaostrzać polityki pieniężnej. Stało się tak prawdopodobnie dlatego, że krajowa gospodarka zaczęła słabnąć, co spowoduje złagodzenie presji inflacyjnej, a także dlatego, że rada banku będzie chciała zobaczyć poprawę sytuacji za granicą również w realnych liczbach. Swoją rolę odegrał tutaj również nieco silniejszy kurs korony czeskiej. Ponadto członkowie rady banku postrzegali przekroczenie 3% przedziału tolerancji inflacji mniej problematycznie także dlatego, że wzrost inflacji był spowodowany głównie szybszym wzrostem cen żywności, co przy ustalaniu polityki pieniężnej bank centralny przyjmuje z pewną rezerwą. Jednocześnie CBN nie koncentruje się na bieżącej inflacji, na którą nie może już wpływać ustalenie stóp, ale na inflacji w horyzoncie roku czy półtora roku, która stopniowo zwalnia. Konferencja prasowa była nieco jastrzębia, ponieważ prezes Rusnok przyznał, że szanse na podwyżki stóp nieznacznie wzrosły. Ogólnie jednak debata na posiedzeniu banku była bardzo podobna do poprzednich dwóch. Za wzrostem stóp procentowych ponownie głosowało dwóch z siedmiu członków rady. Wydzwięk słów prezesa Rusnoka jest bardzo bliski naszej opinii, że w przypadku poprawy sytuacji zagranicznej, CBN w przyszłym roku może przystąpić do podwyżki stóp procentowych. Będzie to jednak zależało od nowych pojawiających się danych.
- Tesla dostarczyła pierwsze samochody wyprodukowane w Chinach, chcąc konkurować z lokalnymi markami. Tesla dostarczyła swoje pierwsze piętnaście samochodów wyprodukowanych w Chinach w niedzielę. Jest to ważny kamień milowy dla marki - oprócz prestiżu pozwala także obchodzić obowiązki związane z wojną handlową. Samochody wyprodukowane w Chinach będą przeznaczone wyłącznie na rynek lokalny, Tesla chciałaby tam konkurować z lokalnymi producentami.
- Pięciuset najbogatszych ponownie się wzbogaciło. Ich aktywa w 2019 roku wzrosły o jedną czwartą. Majątek 500 najbogatszych ludzi na świecie, według listy miliarderów Bloomberg, wzrósł w tym roku o 25 procent do 5,9 bln USD. Jeff Bezos, założyciel i dyrektor sklepu internetowego Amazon.com, pozostaje liderem rankingu, chociaż znalazł się w gronie pięćdziesięciu osób, których aktywa spadły w ubiegłym roku o prawie 9 miliardów do 116 miliardów dolarów z powodu rozwodu. Za Bezosem byli współzałożyciele Microsoft Bill Gates i Francuz Bernard Arnault, właściciel luksusowego konglomeratu LVMH. Majątek trzech najbogatszych ludzi przekracza 100 miliardów dolarów. W tym roku Arnault znalazł się wśród miliarderów, których aktywa wzrosły najbardziej, o prawie 38 miliardów dolarów. Tak ogromny wzrost prawdopodobnie zintensyfikuje i tak już gorącą debatę na temat zwiększenia majątku i nierówności dochodowych. W Stanach Zjednoczonych najbogatszy 0,1 procent populacji kontroluje największy udział nieruchomości od 1929 roku.
- Dzięki utrzymującemu się pozytywnemu nastrojowi rynki akcji ponownie wzrosły. Z drugiej strony nowe przychodzące makrodane po raz kolejny potwierdziły, że światowa gospodarka nadal nieznacznie zwalnia. Jednak globalna recesja z pewnością nie nastąpi.

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

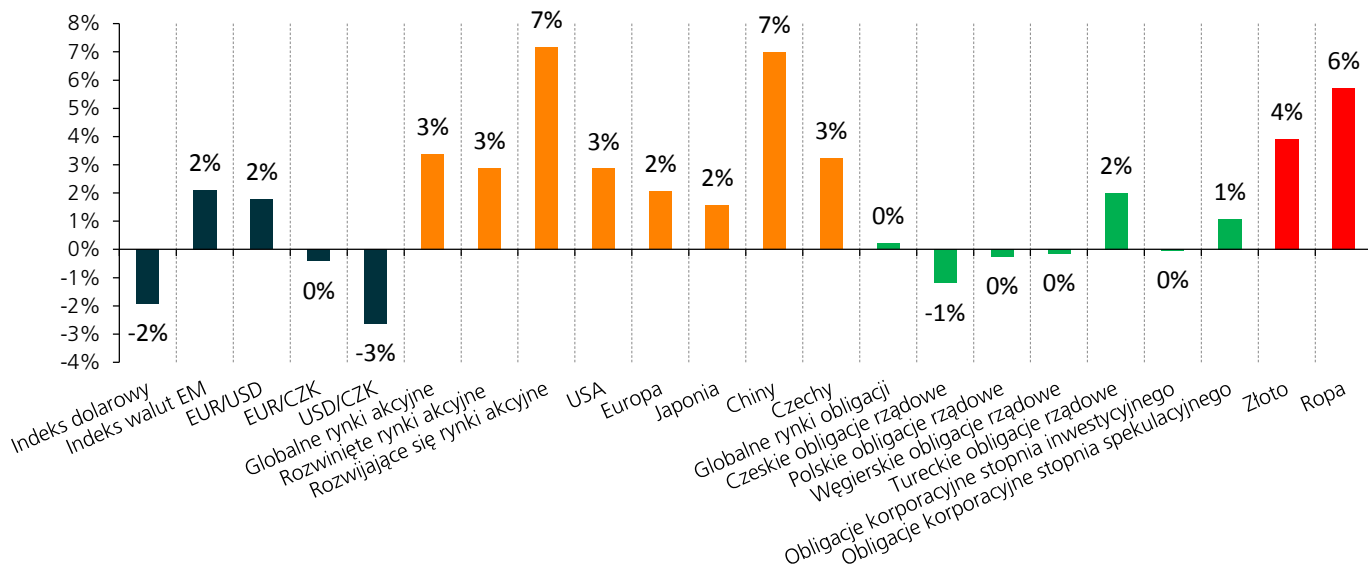
- Dolar stracił tym razem w sprzyjających nastrojach. Indeks dolara DXY, który mierzy wydajność dolara względem koszyka głównych walut światowych, spadł o 1,9%. Dolar stracił na wartości wobec euro o 1,8% do 1,111 USD za euro. Waluty gospodarek wschodzących umocniły się względem dolara, a ich indeks wobec dolara umocnił się o 2,1%.
- Korona miała tendencję do wzmacniania. Umocniła się wobec euro o 0,5% miesiąc do miesiąca do 25,41 CZK/EUR. W stosunku do dolara korona zyskała na wartości o 2,2% do 22,62 CZK/USD.
- Akcje znów radziły sobie bardzo dobrze. Najszerzy globalny indeks giełdowy MSCI All Country World uzyskał bardzo solidną aprecjację w wysokości 3,4%.
- Z regionalnego punktu widzenia akcje rynków wschodzących odnosiły większe sukcesy, a indeks MSCI Emerging Markets zyskał 7,2%. Udziały krajów rozwiniętych wzrosły o 2,9% według indeksu MSCI World.

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

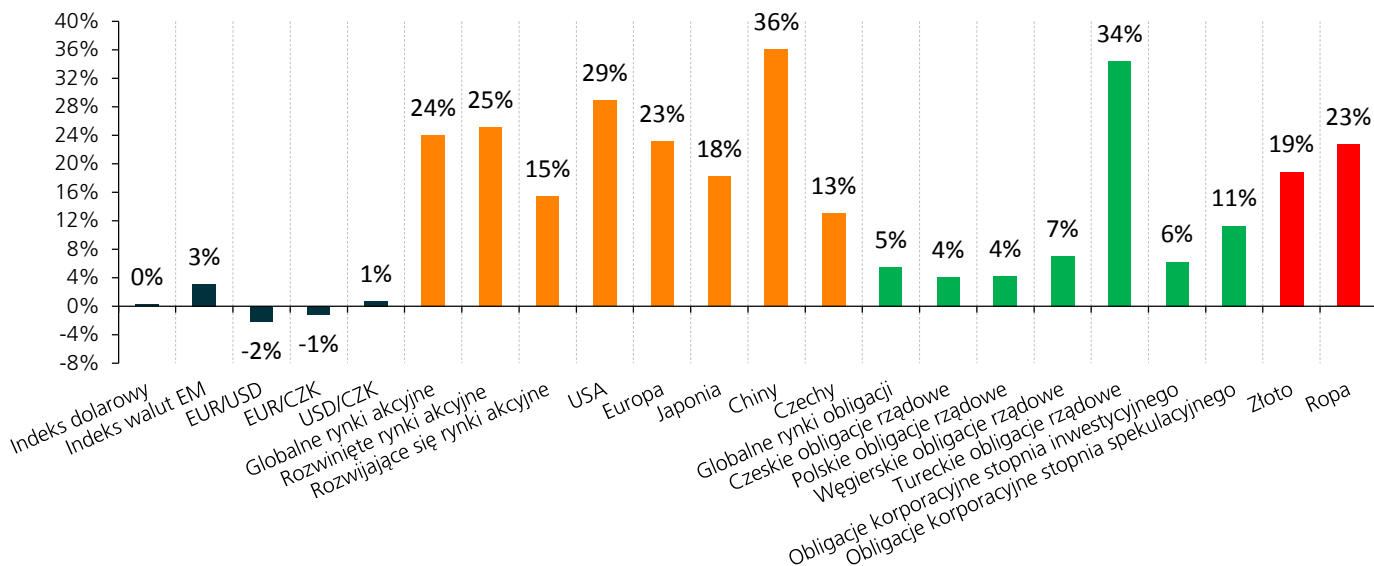
SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Z regionalnego punktu widzenia akcje rynków wschodzących odnosiły większe sukcesy, a indeks MSCI Emerging Markets zyskał 7,2%. Udziały krajów rozwiniętych wzrosły o 2,9% według indeksu MSCI World.
- Wśród monitorowanych rynków największe zyski odnotowano w Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America + 9,8%), Rosji (RTSI + 7,7%) i Chinach (CSI 300 + 7,0%). Żaden z głównych rynków objętych przeglądem nie wykazał jednak ujemnych wyników.
- Według indeksu PX PSE osiągnął dodatnią aprecjację w wysokości 3,2%, a indeks PX zakończył miesiąc na poziomie 1116 punktów.
- Polskie obligacje skarbowe odpisały -0,3%, a węgierskie -0,1%. Z drugiej strony tureckie obligacje rządowe nadal rosły, tym razem zyskując 2,0% i przez cały 2019 r. zyskały wysoce ponadstandardową aprecjację 35% w lirach tureckich..
- Obligacje korporacyjne wykazywały minimalne ruchy. Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym w euro pozostał niezmienny z miesiąca na miesiąc, natomiast Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu nieinwestycyjnym spekulacyjnym (high-yield) zanotował solidny zysk 1,1 %.
- Cena ropy Brent wzrosła o 5,7% do 66 USD za baryłkę. Cena złota wzrosła o 3,9% do 1523 USD za uncję.
- Przez cały 2019 r. globalne rynki akcji MSCI All Country World odnotowały bardzo ponadstandardową aprecjację o 24%, a globalne rynki obligacji według indeksu ICE BofAML również odnotował bardzo wysoki wzrost o 6%. Głównym powodem była bardzo luźna polityka pieniężna kluczowych banków centralnych, którą obserwujemy od połowy roku. Jednocześnie jest bardzo prawdopodobne, że ta wysoce ponadprzeciętna wydajność prawdopodobnie nie powtórzy się w 2020 r.

Wyniki głównych klas aktywów w grudniu



Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w grudniu nie przeprowadziliśmy żadnych znaczących działań.
- Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji portfela inwestycyjnego w porównaniu do benchmarków mamy niedoważenie akcji i obligacji oraz przeważenie w inwestycjach alternatywnych.
- W części akcyjnej mamy wyraźnie niedoważoną pozycję w USA, a z drugiej strony przeważenie w rynkach wschodzących (emerging markets) na czele z rozwijającą się Azją i wschodnią Europą.
- W przypadku czeskich obligacji skarbowych nadal utrzymujemy defensywne ustawienie ryzyka stopy procentowej przez niedoważony czas trwania, tzn. że w porównaniu z benchmarkiem utrzymujemy krótszy średni termin zapadalności obligacji.

ALOKACJA AKTYWÓW	Akcje	Obligacje	Alternatywy
	-	-	+
	Niedoważenie	Niedoważenie	Przeważenie

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

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nasze oczekiwania na pozostałą część 2019 roku i rok 2020 są, w ramach naszego podstawowego scenariusza przyszłego rozwoju, ostrożnie pozytywne.
- Światowa gospodarka w ramach aktualnego cyklu gospodarczego osiągnęła swój szczyt na koniec 2017 roku i od początku 2018 roku obserwujemy lekkie spowolnienie. Obecna dynamika i perspektywy gospodarki światowej są zatem raczej słabe. Obecny wzrost światowej gospodarki jest nadal stosunkowo przyzwoity, ale stopniowe spowolnienie dynamiki wyraźnie trwa, choć wskaźniki łagodnego sentymentu zaczęły sugerować w ostatnich tygodniach, że dno spowolnienia może być widoczne. Jednak globalny sektor przemysłowy jest nadal w bardzo złej sytuacji, dotyczy to zwłaszcza Niemiec.
- Aktualna prognoza spółki FocusEconomics szacuje wzrost gospodarki światowej w 2019 roku na poziomie 2,7%, więc jest bardzo prawdopodobne, że nie będzie horroru, ale ryzyko dla prognoz jest wyraźnie tendencyjne w dół, jak potwierdzili EBC i Fed na swoich posiedzeniach. Ekonomiści nie oczekują jeszcze globalnej recesji gospodarczej, ale niewielkie spowolnienie najprawdopodobniej będzie kontynuowane. Głównymi siłami napędzającymi wzrost będą nadal azjatyckie kraje rozwijające się na czele z Chinami i Indiami.
- Inflacja w USA i w strefie euro jest nieco niższa niż chcieliby bankierzy centralni. Dlatego ogólny rozwój inflacji na światowych rynkach finansowych nadal nie stanowi poważnego problemu. Inflacja powinna pozostać nieco poniżej lub na poziomie 2% celów inflacyjnych. Wydaje się, że znaczny wzrost inflacji nie znajduje się na porządku dziennym.
- Jeśli chodzi o kluczowe banki centralne, EBC i Fed nie zmieniły kursu polityki pieniężnej w grudniu. Ostatnio również nie widzieliśmy żadnych zmian w japońskim banku centralnym. Bank Japonii będzie nadal utrzymywał zerowe stopy procentowe i zakupy obligacji skarbowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopa inflacji w Japonii jest nadal znacznie poniżej celu inflacyjnego wynoszącego 2%. Jednocześnie, zwłaszcza w strefie euro, w związku z prawdopodobną słabością polityki pieniężnej, powiedziano, że do wspierania wzrostu gospodarczego należy wykorzystać ogromne bodźce fiskalne. Tak powiedziała między innymi nowa prezydent Christine Lagarde.
- Globalne rynki akcji umocniły się przez cały 2019 rok według indeksu MSCI All Country World o 24%. Znacząca zmiana retoryki FEDu i EBC w ostatnich miesiącach dała rynkom bardzo silny pozytywny impuls. Uważamy również, że ryzyko dalszego spowolnienia wzrostu światowej gospodarki jest już odzwierciedlone w cenach akcji. Dotyczy to również kluczowego czynnika dla nadchodzącego okresu, czyli wojny handlowej między USA i Chinami, która prawdopodobnie będzie trwała przez długi czas, mimo że wkrótce nastąpi podpisanie pierwszego etapu umowy handlowej. Uważamy jednak, że ten czynnik jest trudny do przewidzenia. W nadchodzącym okresie oczekujemy niewielkiego wzrostu akcji, ponieważ wyceny są ogólnie korzystne, ponadto dynamika wzrostu zysków przedsiębiorstw, zgodnie z szacunkami rynkowymi, powinna powrócić na plus już od przyszłego sezonu.
- Z perspektywy alokacji regionalnej nadal zdecydowanie preferujemy rynki wschodzące (emerging markets) na czele z rozwijającą się Azją oraz Środkową i Wschodnią Europą niż USA. Postawa ta opiera się przede wszystkim na perspektywie wyceny, w której naszym zdaniem akcje amerykańskie są obecnie mocno zawyżone (o około 34% powyżej średnich długoterminowych zgodnie ze wskaźnikami wyceny takimi, jak P/E, P/B lub P/S). Z kolei rynki wschodzące są wyceniane na poziomie średnich długoterminowych lub tylko nieznacznie powyżej nich.

GRUDZIEŃ W PIGUŁCE

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nadal mamy dość ostrożny pogląd na temat czeskiego rynku obligacji skarbowych, ponieważ wyniki do terminu zapadalności są nadal stosunkowo niskie w porównaniu z historycznymi wynikami.
- Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne ratingu zarówno inwestycyjnego jak i nieinwestycyjnego uważamy, że po znacznym wzroście cen od początku roku, najlepsze mają już za sobą. Kluczowy wskaźnik atrakcyjności obligacji korporacyjnych, marża kredytowa, jest obecnie na historycznie niskim poziomie.
- 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 jest dalsze poważne zaostrzenie sytuacji w handlu międzynarodowym, zwłaszcza w stosunkach między USA i Chinami i ewentualnie UE oraz szybszy niż obecnie oczekiwany stopniowy spadek globalnej gospodarki na czele z Chinami.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Strefa euro w czwartym kwartale wzrosła co najwyżej w takim samym tempie, jak w kwartale trzecim. Przemysł jest nadal w złym stanie, zwłaszcza w Niemczech.

Ostateczne dane potwierdziły, że tempo wzrostu w strefie euro w trzecim kwartale właśnie zakończonego roku 2019 było bardzo słabe. W ujęciu kwartalnym tempo wzrostu wyniosło podobnie jak w drugim kwartale tylko 0,2%, a to oznacza, że w ujęciu rocznym tempo wzrostu dostało się nieznacznie (o 0,2 p.b.) powyżej jednego procenta. Nie wynika to z faktu, że dwa lata temu wzrost zaatakował limit trzech procent, z pewnością nie ma się czym chwalić. Jedyną pozytywną wiadomością była struktura wzrostu. Fakt, że wkład eksportu netto był sześciokrotnie ujemny w ciągu ostatnich siedmiu kwartałów (także w trzecim kwartale 2019 r.) nie jest pozytywną informacją, ale fakt, że wkład zapasów był ujemny czwarty raz z rzędu, już ma. Jeśli przyczyną takiego powtarzającego się spadku zapasów jest faktyczny popyt większy niż zakładano w firmach (a zatem to, co rzeczywista produkcja mogłaby zaspokoić w danym kwartale), to takie „wycofanie” zapasów w 2019 r. powinno doprowadzić do ich odbudowania, co ma oczywiście pozytywny wpływ na wzrost.

Miesięczne dane opublikowane w grudniu wskazują, że sytuacja się ustabilizowała (tj. recesja w UGW wydaje się mało prawdopodobna w ciągu najbliższych 2 kwartałów), jednak oczekiwania dotyczące szybszego wzrostu niż widzieliśmy w 3Q19, nie jest właściwe. **Sprzedż detaliczna** zgodnie z oczekiwaniami na początku IV kwartału, po 4 miesiącach wzrostu w rocznym tempie przekraczającym 2,5%, ponownie spadła poniżej 2%. W październiku tempo wzrostu osiągnęło zaledwie 1,4% r/r i niewielki optymizm który mógł wpłynąć na dane rok do roku w ostatnich miesiącach, wpłynął również na dane w ujęciu miesięcznym – sprzedaż detaliczna z ostatnich 4 miesięcy (od lipca 2019 r. do października 2019 r.) spadła trzykrotnie miesiąc do miesiąca, w październiku nawet o 0,6% m/m, najwięcej od końca 2018 r. Biorąc jednak pod uwagę inne dane, takie jak bezrobocie lub zaufanie gospodarstw domowych, jest to całkiem zrozumiałe. **Bezrobocie** skorygowane o sezonowość pozostaje w stagnacji i praktycznie nie zmieniło się w ciągu ostatnich sześciu miesięcy (kwiecień 2019: 7,6%, październik 2019: 7,5%). **Zaufanie gospodarstw domowych** również uległo stagnacji w ciągu ostatnich sześciu miesięcy (-7,2 punktów w listopadzie, a w styczniu 2019 r. - 7,4 punktów), chociaż są to wartości powyżej średnich historycznych.

Produkcja przemysłowa spadła w październiku o 0,5% m/m, wrześniowy wynik został skorygowany ze wzrostu o 0,1% m/m na tej samej wielkości spadek. W ujęciu rocznym produkcja w październiku była niższa o 2,2%, głównie ze względu na sytuację w sektorze przemysłowym w Niemczech, gdzie produkcja spadła o 6,3% r/r z powodu słabości w sektorze samochodowym. Produkcja w październiku w ujęciu rocznym była niższa we wszystkich głównych gospodarkach z wyjątkiem Francji (+ 0,1% r/r), ale nigdzie tempo nie spadło tak jak w Niemczech.

Niestety, biorąc pod uwagę rozwój wiodących wskaźników i niemieckich zamówień przemysłowych, nie można oczekiwać, że ta (niepochlebna dla Niemiec) sytuacja szybko się poprawi. Jedyne, w co można wierzyć, to że sytuacja się nie pogorszy. **Zamówienia przemysłowe w Niemczech spadły w październiku o 0,4% m/m** i są niższe o 5,7% rok do roku, ale miękkie wskaźniki zmieniły się na lepsze. Indeks oczekiwań IFO w listopadzie wzrósł nieznacznie drugi miesiąc z rzędu, chociaż jego 92,1 punktu w listopadzie jest nadal tylko o 1,2 punktu wyższy niż we wrześniu ubiegłego roku. Jest to zarówno konsekwencja sytuacji w przemyśle wytwórczym, gdzie wciąż panuje pesymizm, jak i konsekwencja sytuacji w sektorze usług. Również w tym przypadku zaufanie jest nadal bardzo niskie, chociaż rośnie ono przez ostatnie trzy miesiące.

Indeks menedżerów zakupów (PMI) dla całej strefy euro pozostał na poziomie z listopada (50,6 punktu), zgodnie z pierwszymi danymi z grudnia. Jednak sektor produkcyjny spadł do 45,9 punktu (46,9 punktu w listopadzie), co zostało zrekompensowane czteromiesięcznym maksimum w sektorze usług (52,4 punktu w porównaniu do 51,9 punktu w listopadzie).

Niestety, biorąc pod uwagę rozwój wiodących wskaźników i niemieckich zamówień przemysłowych, nie można oczekiwać, że ta (niepochlebna dla Niemiec) sytuacja szybko się poprawi. Jedyne, w co można wierzyć, to że sytuacja się nie pogorszy. **Zamówienia przemysłowe w Niemczech spadły w październiku o 0,4% m/m** i są niższe o 5,7% rok do roku, ale miękkie wskaźniki zmieniły się na lepsze. Indeks oczekiwań IFO w listopadzie wzrósł nieznacznie drugi miesiąc z rzędu, chociaż jego 92,1 punktu w listopadzie jest nadal tylko o 1,2 punktu wyższy niż we wrześniu ubiegłego roku. Jest to zarówno konsekwencja sytuacji w przemyśle wytwórczym, gdzie wciąż panuje pesymizm, jak i konsekwencja sytuacji w sektorze usług. Również w tym przypadku zaufanie jest nadal bardzo niskie, chociaż rośnie ono przez ostatnie trzy miesiące.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

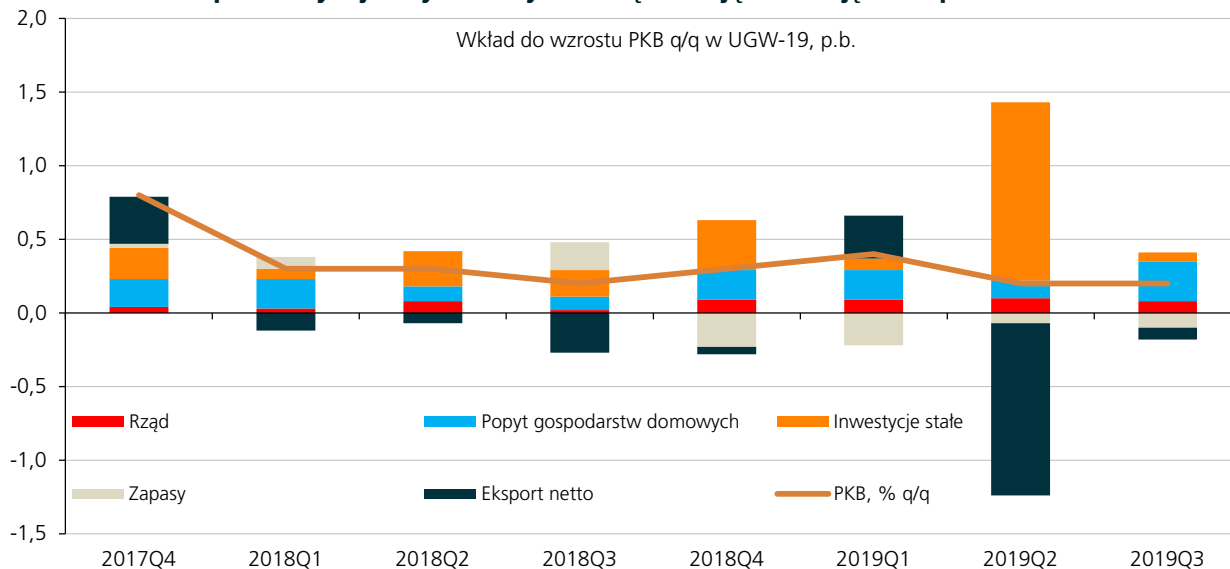
UGW

Indeks menedżerów zakupów (PMI) dla całej strefy euro pozostał na poziomie z listopada (50,6 punktu), zgodnie z pierwszymi danymi z grudnia. Jednak sektor produkcyjny spadł do 45,9 punktu (46,9 punktu w listopadzie), co zostało zrekompensowane czteromiesięcznym maksimum w sektorze usług (52,4 punktu w porównaniu do 51,9 punktu w listopadzie).

Inflacja zasadnicza pozostaje niska, ale w listopadzie jej podstawowy składnik wzrósł do najwyższego poziomu (1,3%) od kwietnia 2019 r. Wcześniej była to na tym samym poziomie w kwietniu (2017 r.), więc fakt, że osiągnęła 1,3% w miesiącu innym niż kwiecień (kiedy inflacja jest zwykle pod wpływem Wielkanocy), nie daje nadziei, że trochę się poprawi.

Oczywiście EBC nie zmienił kursu polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Nowa prezydent Lagard, zgodnie z oczekiwaniami, potwierdziła ciągłość polityki pieniężnej, gdy powtórzyła, że będzie kontynuować niezwykle luźną politykę pieniężną Dragiego. Niewielką niespodzianką może być jedynie fakt, że dość wyraźnie wykluczył dalsze łagodzenie polityki, interpretując niektóre bieżące dane (takie jak tempo wzrostu akcji kredytowej dla firm i gospodarstw domowych) jako dowód na to, że polityka pieniężna działa zgodnie z oczekiwaniami i że trzeba dać jej więcej czasu. Jednak w horyzoncie prognozy (w 2022 r.) wciąż pokazuje się inflację na poziomie jedynie 1,6%, co według Lagard jest nadal poniżej celu EBC („blisko, ale poniżej 2%”). Nie można zatem całkowicie wykluczyć dalszego złagodzenia polityki, choć jest to mało prawdopodobne w dającej się przewidzieć przyszłości.

Wkład zapasów był ujemny czwarty raz z rzędu, dając nadzieję na impuls wzrostu w 2020 r.



Źródło: Eurostat

USA

Dane sugerują, że gospodarka USA spowolniła w czwartym kwartale. Natomiast inflacja przyspieszyła do rocznej stopy zbliżonej do celu banku centralnego USA.

Chociaż tempo wzrostu gospodarczego w USA jest dalekie od tego, które chciałby widzieć prezydent USA (blisko 3 procent), z pewnością nie jest wstydem: według ostatecznych szacunków PKB USA wzrósł nieco lepiej w III kwartale (2,1% q/q w ujęciu rocznym) niż w drugim (gdzie był on równy dwóm procentom). Największy wpływ na wzrost miał oczywiście popyt gospodarstw domowych (+2,1 p.p. według ostatecznych danych), a następnie z dużą różnicą popyt rządowy (+0,3 p.p.). Udział pozostałych składników zagregowanego popytu był ujemny, ale tylko nieznacznie: inwestycje stałe spadły o 0,14 p.p., eksport netto i zapasy razem o 0,17 p.p. W porównaniu do pierwszego szacunku, które wyniosło 1,9% q/q w ujęciu rocznym, w drugim i końcowym (trzecim) szacunku nastąpiły jedynie zmiany kosmetyczne (w górę).

Dane opublikowane w grudniu nie pozwalają nam spodziewać się znacznie innej stopy wzrostu w ostatnim kwartale 2019 r. niż w trzecim.

Zamówienia dóbr trwałego użytku z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego, będącego wskaźnikiem inwestycji stałych, wzrosły po raz drugi w listopadzie (+ 0,1% m/m wobec października + 1,1% m/m). **Produkcja przemysłowa** po korekcie w październiku i spadku w dół (-0,9%) w listopadzie dodano prawie 1,1%, w porównaniu z początkiem roku i listopadem 2018 r. wynosi zaledwie 0,8%. Tak więc, chociaż wojna handlowa dotyka przemysłu amerykańskiego, jest wyraźnie nieporównanie łagodniejsza niż wojna niemieckiego przemysłu. **Sprzedaż detaliczna** wyłączając samochody i paliwa, wyraźnie spowolniła w czwartym kwartale, dodając zaledwie 0,2% m/m w październiku i tylko 0,1% m/m w listopadzie. Biorąc pod uwagę inne dane, takie spowolnienie w porównaniu do trzeciego kwartału jest zaskakujące, ale prawdopodobnie tylko tymczasowe.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

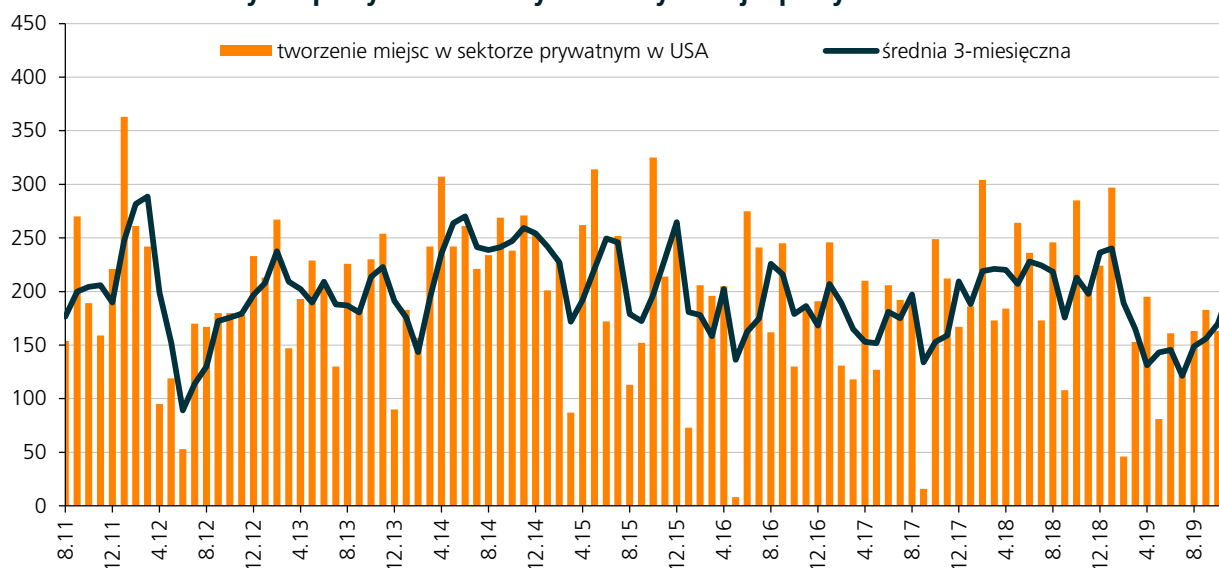
USA

Rynek pracy po silnym pierwszym i drugim kwartale, kiedy utworzono 496 tys. i odpowiednio 437 tys. prywatnych miejsc pracy, w dalszym ciągu silnie rósł w trzecim kwartale, w którym sektor prywatny stworzył 452 tys. miejsc pracy. W czwartym kwartale rynek pracy kwitł - w październiku utworzono 163 tys. miejsc pracy, w listopadzie 254 tys., a więc nawet w czwartym kwartale na pewno przekroczy granicę 450 tys. Nie świadczy to o słabości popytu gospodarstw domowych. Nie wskazuje na to również **oficjalna stopa bezrobocia. Ta w listopadzie 2019 wyniosła 3,5%** (tj. z wyjątkiem września tego roku najniższy poziom od 1994 r.), jej alternatywna stopa, obejmująca oprócz osób bezrobotnych również osoby, które pracują mniej niż by chciały, wyniosła 7%, jest to równie niski wynik jak w grudniu 2000. **Pierwsze wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w październiku 228 tys. tygodniowo**, jest to najniższa ilość od końca lat sześćdziesiątych (okres, dla którego mamy dane). Dobra sytuacja na rynku pracy znajduje odzwierciedlenie w wynagrodzeniach: wynagrodzenie nominalne wzrosło w listopadzie o 3,1% r/r (płaca realna tylko o 1,1%). Stawka nominalna nieco powyżej 3 procent z pewnością nie jest chlubą, ale jest to maksimum po kryzysie (tj. przez ostatnie dziesięć lat).

Inflacja bazowa PCE wzrosła w listopadzie o 0,15% m/m, czyli tyle samo, co w październiku. Roczna inflacja pozostaje zatem tylko na poziomie 1,6%, ale w ujęciu miesięcznym wynosi teraz ponownie 2%. Zobaczmy, czy stopa ta utrzyma się w nadchodzących miesiącach - jeśli tak, to zobaczymy roczną inflację bazową PCE na poziomie dwóch procent na koniec pierwszego kwartału tego roku.

W listopadzie Fed nie zasiadł, w grudniu spotkał się w dniach 10-11 grudnia. W listopadzie opublikowano jedynie protokół ze spotkania pod koniec października, w którym Fed obniżył główną stopę o kolejne 25 b.b. (do 1,50-1,75%). Protokół z listopada potwierdził, co Fed powiedział tuż po październikowym posiedzeniu - że poprzeczka do dalszych obniżek stóp wzrosła. **W grudniu** następnie FED potwierdził, że potrójna obniżka stóp procentowych w ubiegłym roku była nie tylko polisą ubezpieczeniową (tj. nie była to obniżka, która, jeśli ryzyko się nie zmateriałizowało, została szybko usunięta ponownie), ale że była to nowa norma. Powell powiedział, że chce widzieć „znaczący wzrost inflacji”, zanim będzie kontynuował wzrost stóp procentowych, i że ten „ruch musi mieć trwały charakter”. Biorąc pod uwagę opublikowane oczekiwania poszczególnych członków dotyczące stawek na 2020 r. (Ujęte w tak zwanym wykresie „dot-plot”), jasne jest, że nie jest to tylko pogląd Powella. Prawdopodobnie będziemy mieć dłuższy okres stabilności stawek.

Rynek pracy nadal tworzy ok 450 tys. miejsc pracy kwartalnie



Źródło: bls.gov.

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka zaskakuje wzrostem, zarówno dzięki gospodarstwu domowemu, jak i przemysłowi, który wciąż rośnie znacznie lepiej, niż sugerują wskaźniki miękkie. Pomimo wzrostu inflacji bazowej do najwyższego poziomu od siedmiu lat bank centralny nadal jest spokojny.

Polska gospodarka zaskoczyła ponownie w trzecim kwartale. Jego tempo wzrostu osiągnęło 1,3% q/q, ponownie ponad 4% r/r. Struktura wzrostu była bardzo zrównoważona, jedynym negatywnym czynnikiem, podobnie jak w ostatnich trzech kwartałach, były zapasy. Jest to zaskakujące, ale stwarza miejsce na pozytywny wpływ na ogólny wzrost w nadchodzących kwartałach w przyszłości. Rzeczywiście, jeśli zapasy spadną, ponieważ rzeczywisty popyt przewyższy oczekiwania producentów, co jest całkiem możliwe, biorąc pod uwagę utrzymującą się siłę popytu krajowego, konieczne będzie uzupełnienie zapasów do ich normalnego poziomu (z pozytywnym wpływem na wzrost produkcji i PKB).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Produkcja przemysłowa wzrosła o 1,4% r/r w połowie IV kwartału, co stanowi wzrost o około 3% po korekcie. Biorąc pod uwagę lokalizację PMI (46,7 punktów w listopadzie), jest to bardzo zaskakujące. Jednak PMI w Polsce, podobnie jak w Czechach, był bardzo słabym wskaźnikiem rzeczywistej produkcji w ostatnim roku. Na przykład w październiku spadł najszybciej od połowy 2009 r. (do 45,6 punktu), spadł dzięki najszybszemu spadkowi nowych zamówień od kwietnia 2009 r. i najszybszemu spadkowi zamówień eksportowych od czerwca 2009 r. Mimo to produkcja wzrosła. Poniżej 50-punktowej wartości, która historycznie oddzielała wzrost produkcji od spadku, wskaźnik funkcjonuje od ponad roku, a tempo wzrostu przemysłu było dodatnie.

Dobre wyniki sprzedaży detalicznej odnotowano również w listopadzie, wzrosła zaskakująco silnie o 5,2% r/r. Jest to nieco wolniejsze tempo niż w pierwszej połowie roku, ale obiektywnie oczywiście wzrost jest bardzo dobry. Fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych są, podobnie jak w poprzednich miesiącach, bardzo dobre. **Płace nadal rosną** 5,9% r/r w październiku, 5,3% r/r w listopadzie, a rynek pracy również ma się dobrze. Po październikowym spadku **stopa bezrobocia** w listopadzie pozostała na historycznie niskim poziomie 5,2% (po korekcie sezonowej). W tym roku popytowi pomoże wzrost płacy minimalnej (o 15%) ogłoszony przez partię Prawa i Sprawiedliwości w pierwszej połowie września (obejmano dalszy wzrost płacy minimalnej o 15% w 2021 r. i 10% rocznie w latach 2022–2024).

Nie jest to dobra wiadomość dla inflacji, szczególnie w połączeniu z obojętnym bankiem centralnym. Według ostatecznych danych **inflacja zasadnicza** w listopadzie przyspieszyła o 0,1 p.p. w porównaniu do października do 2,6%, czyli wyniosła tyle samo, co we wrześniu. Co ważniejsze, inflacja bazowa zwiększyła się o 0,2 p.p. w porównaniu do października, a wartość 2,6% to najwyższa wartość od kwietnia 2012 r. (2,7%). Presja popytowa jest zatem coraz bardziej widoczna w polskiej gospodarce..

Rada Polityki Pieniężnej Banku Centralnego (RPP) na posiedzeniu na początku grudnia pozostawiła stopy bez zmian. Nowa prognoza została opublikowana na listopadowym posiedzeniu i nawet wtedy nie dokonano żadnych zmian, więc wynik grudnia nie był z pewnością zaskoczeniem. Prezes Glapiński powiedział, że jego zdaniem polska gospodarka jest bardziej odporna na problemy niemieckie niż w ostatnim kryzysie i powtórzył swoją długoterminowo utrzymywaną opinię z poprzednich posiedzeń, że stopy procentowe pozostaną niezmienione do końca jego kadencji w 2022 r.

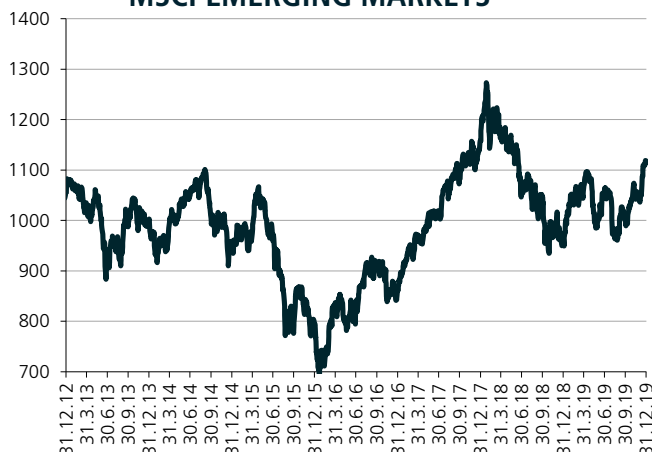
ROPA

Cena ropy naftowej (Brent) nadal rosła w grudniu, z około 62 USD za baryłkę na początku grudnia do 68 USD za baryłkę na końcu. Było to spowodowane połączeniem raportów o spadkach zapasów, optymizmem gospodarczym (szczególnie w odniesieniu do malejących napięć między Chinami i USA) oraz perspektywami ograniczenia produkcji OPEC / OPEC +.

RYNKI AKCYJNE

Większość głównych rynków akcji osiągnęła dobre wyniki w grudniu. Żadne wiadomości nie były na tyle istotne, aby przełamać trend wzrostowy na giełdach. Wiadomość o dobrym rozwoju umowy handlowej USA-Chiny była pozytywna. Stany Zjednoczone obniżą cła na chińskie towary. Pekin ma kupić więcej produktów rolnych. W Europie rezonowały wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii, w których Partia Konserwatywna Johnsona wygrała w przeważającej mierze. Borys ma więc wolną rękę, by wyprowadzić kraj z UE zgodnie ze swoimi pomysłami. Spotkania banków centralnych nie zaskoczyły w postaci zmian podstawowych stóp procentowych, aktualne ustawienia pozostaną odpowiednio złagodzone. Z drugiej strony, nowe przychodzące makro dane po raz kolejny potwierdziły, że światowa gospodarka nadal nieznacznie zwalnia. Jednak globalna recesja z pewnością nie nastąpi. Amerykański indeks giełdowy S&P 500 zanotował wzrost w ujęciu miesięcznym o + 2,9%, europejski indeks giełdowy DJ STOXX 600 wzrósł o + 2,1%.

MSCI EMERGING MARKETS

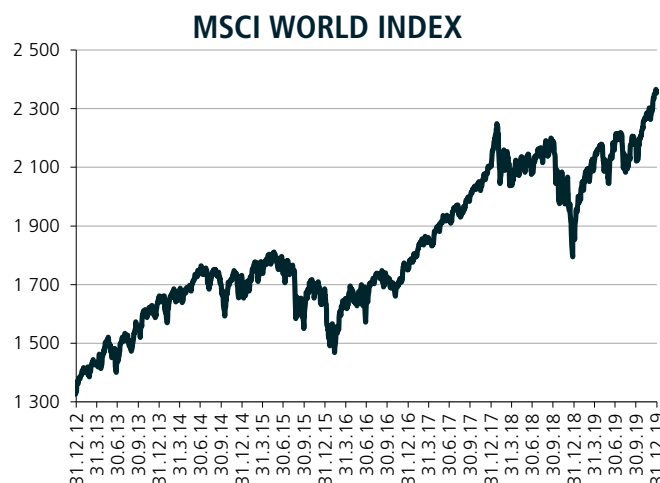


CECE COMPOSITE



RYNKI AKCYJNE

Rynki w Europie Środkowej śledziły globalne wydarzenia rynkowe i z pozytywnym sentymentem, zakończyły się miesiąc zyskami w ujęciu miesięcznym. Najlepsze wyniki osiągnęła giełda węgierska (BUX + 5,4%), w szczególności akcje banku OTP, który skorzystał na słabości polskich banków i osiągnął oczekiwane rezultaty. Banki notowane na praskiej giełdzie również osiągnęły dobre wyniki (indeks PX + 3,2%). Atrakcyjne wskaźniki wartości i wysokie stopy dywidendy przyciągnęły wielu inwestorów. Ciekawym wydarzeniem było ogłoszone spotkanie Monety i Wüstenrot na temat sprzedaży towarzystwa budowlanego i banku hipotecznego. Z przełomem roku i powoli zbliżającym się sezonem dywidend wzrosły, pomimo zatwierzonego pakietu podatkowego o wzroście podatku od wyrobów tytoniowych, ceny akcji Philip Morris. W Polsce (WIG30 + 0,5%) dobrze radziły sobie firmy telekomunikacyjne (Orange Polska, PLAY), firmy odpowiedzialne za oprogramowaniem do „Wiedźmina” - CD Project i IT Asseco Poland, a udział własnościowy wykazała spółka telekomunikacyjna Cyfrowy Polsat. Wysokie straty zanotowały spółki rafineryjne PKN Orlen i Lotos, gdy pojawiła się bardzo zaskakująca oferta PKN na zakup spółki energetycznej Energa. Zwiększyło to ryzyko zaangażowania PKN w przyszły projekt budowy pierwszej elektrowni jądrowej w Polsce. Akcje słoweńskiego banku Nova Ljubljanska Banka wzrosły o ponad 11 procent.



Źródło: Bloomberg

Akcje rynków wschodzących zakończyły rok dobrze. Ogólnie rzecz biorąc, MSCI Emerging Markets USD udało się dodać prawie 7,2%, co czyni grudzień drugim najlepszym miesiącem roku. Wszystkie główne rynki osiągnęły dodatnie zyski. Głównie chińskie akcje (+ 7% w walucie lokalnej), co odzwierciedla oczekiwane zakończenie pierwszego etapu umowy handlowej z USA. Indeks MSCI Latin America (w USD) również zyskał na wartości prawie 10%, podczas gdy inwestorzy docenili planowane reformy w Brazylii i negocjacje (najwyraźniej) ostatecznej umowy handlowej między Meksykiem, Kanadą i USA. Reszta roku była w spokojnym świątecznym nastroju, a rynki zdołały utrzymać zyski na fali optymizmu. Nie powtórzyła się dramatyczna sytuacja z końca ubiegłego roku.

RYNKI OBLIGACJI

USA I UGW

Niemiecka krzywa dochodowości zwiększyła swoje nachylenie w grudniu. Na krótkim końcu rentowności pozostały znacząco ujemne i nie uległy żadnej istotnej zmianie - zarówno na koniec listopada, jak i na koniec grudnia wyniosły około -63 punkty bazowe. Na długim końcu rentowność wzrosła do 20 punktów bazowych w wyniku nieco optymistycznego posiedzenia EBC i nadziei na rozwiązanie konfliktu chińsko-amerykańskiego. Dziesięcioletnie rentowności osiągnęły w ten sposób -25 p.b.

Krzywa rentowności w USA uległa podobnej tendencji, tj. odnotowała wzrost jej nachylenia. Na krótkim końcu rentowności pozostały na poziomie 1,6%, na długim końcu nastąpił niewielki wzrost, nieco mniejszy zakres w stosunku do krzywej EUR, do około 15 punktów bazowych, czyli do około 1,9%.

OBLIGACJE KORPORACYJNE

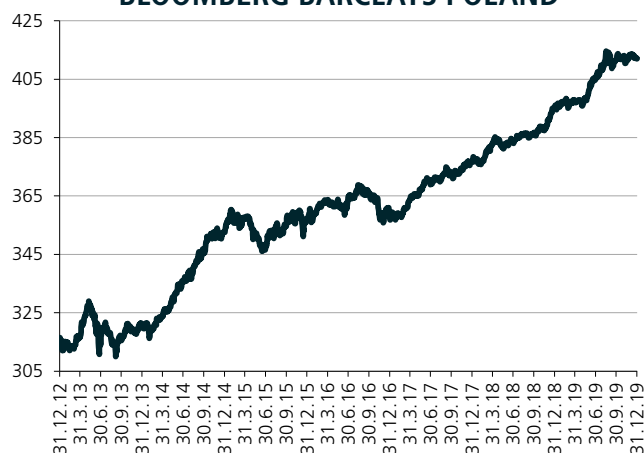
Podobnie jak w poprzednich dwóch miesiącach, zmiany na rynku kredytowym były w grudniu pokojowe. Obligacje korporacyjne stopnia inwestycyjnego i spekulacyjnego denominowane w euro uległy stagnacji, (zmiana tzw. indeksu total return wyniosła odpowiednio 0,03% i 0,91%), instrumenty dolarowe wykazywały wzrost cen w wyniku nadziei na co najmniej częściowe rozstrzygnięcia wojny handlowej między Chinami i USA (dla obligacji stopnia inwestycyjnego o 0,8%, dla stopnia spekulacyjnego o 1,95%). Jeśli chodzi o rynek swapów ryzyka kredytowego (CDS), spadek z poprzednich dwóch miesięcy był kontynuowany - według indeksu Markit iTraxx Europe średnia marża kredytowa klasy inwestycyjnej spadła o kolejne 3,5 punktu do 44 punktów, podczas gdy klasa spekulacyjna spadła o kolejne 15 punktów do 206 punktów. Oba te wskaźniki są najniższymi wartościami od dłuższego czasu, zasadniczo od 2007 r.

RYNKI OBLIGACJI

POLSKA

Wyższa inflacja znalazła również odzwierciedlenie w polskiej krzywej dochodowości. Choć wydaje się, że bank centralny jest całkowicie wykluczony ze wzrostu stóp, rynek obligacji zareagował nie tylko w segmencie obligacji długoterminowych, ale także krótkoterminowych. Nie było to nic poważnego, wzrost rentowności do około 10-12 p.b. Dwuletnie rentowności wyniosły na koniec grudnia 1,45%, a długoterminowe blisko 2,1%.

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

WALUTY

W grudniu ubiegłego roku euro umocniło się względem dolara. Na początku grudnia para walutowa nieznacznie przekroczyła 1,10, a na koniec grudnia nieco poniżej 1,12. Nie były to ruchy fundamentalne, lecz ruchy techniczne spowodowane zamknięciem pozycji spekulacyjnych przed końcem roku, które następnie wzrosły z powodu niższej płynności w grudniu.

Polski złoty w ostatnich miesiącach notuje duże wahania. Po silnej aprecjacji w październiku do 4,25, w listopadzie stracił do euro (kosztował 4,32), by w grudniu znów wrócić do wartości z października 4,25.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska inflacja pozostaje wysoka (nawet inflacja bazowa), a polska gospodarka nadal się rozwija (wzrost pomimo słabości Niemiec utrzymuje się, a rząd wydaje się chcieć zapewnić, że tak będzie również w 2020 r.). Można oczekiwać, że polityka pieniężna zapewni wzrost przychodów. Jednak wrześniejsze złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro i gołębia zmiana polskiego banku centralnego na ostatnim posiedzeniu skutecznie podważają te oczekiwania. Podstawowym scenariuszem na nadchodzący kwartał jest wzrost nachylenia krzywej (wzrost rentowności w dłuższej perspektywie), zasadniczo zgodny z ruchem krzywej w strefie euro.

WALUTY

Kurs euro w stosunku do dolara rozwija się zgodnie ze scenariuszem ryzyka, który opisaliśmy, tzn. jeśli kurs przekroczy zakres 1,12–1,14. Uważamy, że polityka pieniężna EBC i Fed nie przyniesie żadnych niespodzianek w nadchodzących miesiącach, Brexit prawdopodobnie okaże się cywilizowany. Największym ryzykiem dla tej pary walutowej jest rozwój chińsko-amerykańskiego konfliktu handlowego, zwłaszcza w związku z nadchodzącymi wyborami prezydenckimi. Każde zaostrzenie może osłabić euro (w końcu to gospodarka niemiecka najbardziej cierpi z powodu pogorszenia stosunków chińsko-amerykańskich). Jednak w dłuższej perspektywie oczekujemy stopniowego umocnienia euro wobec dolara, ze względu na wciąż pogłębiającą się nierównowagę fiskalną w USA, fundamentalną przewartościowanie dolara i stopniową konwergencję polityki pieniężnej Fed i EBC.

W przypadku polskiego złotego doszło do oczekiwanego przez nas umocnienia do poziomu 4,25. Choć z fundamentalnego punktu widzenia złoty byłby wspierany przez wartości wyraźnie silniejsze, nie uważamy tego za zbyt prawdopodobne. Konieczne byłoby podwyższenie prognozy 4,10, prawdopodobnie ze strony polityki pieniężnej (dotychczas silny wzrost nie był wystarczający do rozpoczęcia umocnienia). Tego jednak się nie doczekamy. Dlatego spodziewamy się oscylacji w okolicach 4,30, być może częściej poniżej tego prognozy.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK AKCYJNY

Nasze oczekiwania dotyczące globalnych rynków akcji w 2020 r. są selektywne pod względem regionalnym – pozytywnie jesteśmy nastawieni do rynków europejskich i rozwijających się, natomiast ostrożnie podchodzimy do rynku amerykańskiego. Światowa gospodarka osiągnęła najwyższy poziom w bieżącym cyklu gospodarczym pod koniec 2017 r. i stopniowo zwalnia od początku 2018 r. Obecna dynamika i perspektywy gospodarki światowej są zatem raczej słabe. Obecny wzrost światowej gospodarki jest nadal stosunkowo przyzwoity, ale stopniowe spowolnienie dynamiki wyraźnie trwa. Słabość rozpoczęła się w sektorze przemysłowym, ale teraz wydaje się, że sektor konsumencki również przyczyni się negatywnie do dalszego spowolnienia światowej gospodarki w nadchodzących miesiącach. Rzeczywiście wydaje się, że odporność konsumentów na całym świecie należy już do przeszłości. Handel międzynarodowy jest również istotnym czynnikiem negatywnym. Jeśli chodzi o kluczowe banki centralne, EBC i Fed nie zmieniły kursu polityki pieniężnej w grudniu. Ostatnio również nie widzieliśmy żadnych zmian w japońskim banku centralnym. Bank Japonii będzie nadal utrzymywał zerową stopę procentową i zakupy obligacji skarbowych przez bardzo długi czas, ponieważ stopa inflacji w Japonii jest znacznie poniżej celu inflacyjnego wynoszącego 2%. Jednocześnie, zwłaszcza w strefie euro, w związku z prawdopodobnie słabą skutecznością polityki pieniężnej, powiedziano, że do wspierania wzrostu gospodarczego należy wykorzystać ogromne bodźce fiskalne. Tak powiedziała między innymi nowa prezydent Christine Lagarde.

Na początku przyszłego roku możemy spodziewać się wzrostu marży zysku, co sprawi, że wskaźniki wartości akcji, które są obecnie w obrocie zbliżone do ich długoterminowych średnich historycznych, będą bardziej atrakcyjne. Jednocześnie europejskie akcje mogą odzwierciedlać słabe euro i wciąż luźną politykę pieniężną EBC. Ostrożnie podchodzimy do amerykańskich indeksów giełdowych, które są bliskie historycznym szczytom i obecnie trudno im szukać przyczyn ich dalszego wzrostu. Zbliżające się wybory prezydenckie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego lub luźna polityka pieniężna banku centralnego mogą być pozytywnym bodźcem. 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 handlowe, w porównaniu do obecnych oczekiwań znacznie szybsza standaryzacja polityki monetarnej kluczowych banków centralnych (FED, EBC, BOJ, PBoC), wysokie zadłużenie peryferyjnych państw strefy euro, główne zagrożenia geopolityczne na czele z Bliskim Wschodem, Argentyną i Wenezuelą, a dla rynków rozwijających się silny amerykański dolar w połączeniu z rosnącymi stopami procentowymi.

Największy potencjał widzimy obecnie w słoweńskich i niektórych czeskich akcjach. Z akcji na rynku czeskim pozytywnie patrzymy na akcje producenta wyrobów tytoniowych Philip Morris Czech, akcje AVAST i producenta napojów bezalkoholowych Kofola. Wprowadzenie podatku bankowego, o którym spekulowano w ostatnich miesiącach, może stanowić ryzyko dla tytułów bankowych. Ten sam problem podatków sektorowych dotknął już ubezpieczycieli, telekomunikację lub producentów wyrobów tytoniowych. Z segmentu START, części praskiej giełdy, jesteśmy pozytywnie nastawieni do akcji producenta ciągów do drukarek 3D Fillamentum, producenta obuwia Prabos, a także producenta bezpilotowego samolotu Primoco. Z polskich tytułów jesteśmy zadowoleni ze spółki obuwniczej CCC, spółki medialnej Agora, agrarnej firmy Kernel, banków Pekao i Alior czy producent odzieży Vistula. W Rumunii jesteśmy pozytywnie nastawieni do konglomeratu medycznego MedLife oraz producenta wina Purcari, w Słowenii są to akcje firmy farmaceutycznej Krka, banku Nova Ljubljanska Banka, sieci stacji benzynowych Patrol 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