

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500	1,84 %	USA	0,09 %	USD/EUR	1,19 %	Ropa Brent	16,47 %
Europa – DJ Stoxx 600	2,85 %	Europa	1,01 %	CZK/USD	-2,24 %	Gaz	-5,30 %
Japonia – Nikkei 225	1,88 %	Czechy	-0,15 %	CZK/EUR	-0,97 %	Fotowoltaika	12,87 %
MSCI Emer. Markets	6,96 %	Polska	-0,29 %	PLN/EUR	-0,07 %	Złoto	3,66 %
Czechy – PX	2,51 %	Węgry	0,16 %	HUF/EUR	2,23 %	Srebro	0,23 %
Polska – WIG30	3,00 %	Turcja*	3,00 %	TRY/EUR	1,73 %	Miedź	12,12 %
Węgry – BUX	-0,16 %						

* BofA Merrill Lynch index

CZERWIEC W PIGUŁCE

SZYBKIE PODSUMOWANIE SYTUACJI W MARCU

Dzięki ciągłemu bodźcowi monetarnemu kluczowych banków centralnych i stopniowemu otwarciu gospodarek utrzymał się pozytywny nastrój na światowych rynkach finansowych. W rezultacie najszerzy globalny indeks giełdowy MSCI All Country World zyskał 3,0%. Jednocześnie od początku roku wskaźnik ten stracił „tylko” 7,1%.

GŁÓWNE WYDARZENIA

- Europejski Bank Centralny spotkał się 4 czerwca. Głównym rezultatem spotkania było to, że władza monetarna strefy euro ogłosiła zwiększenie wolumenu programu luzowania ilościowego (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) 600 mld euro do łącznej kwoty 1,35 biliona euro. Jednocześnie EBC przedłużył czas trwania programu zakupu aktywów z października do czerwca przyszłego roku. Jednocześnie EBC opublikował nową prognozę makroekonomiczną. Jeśli chodzi o wzrost PKB w strefie euro, oczekuje się, że w tym roku produkcja gospodarcza spadnie o 8,7%. W przyszłym roku wzrost powinien wynieść 5,2%, a w 2022 r. powinien wynieść 3,3%. Ekonomiści EBC również obniżyli swoje prognozy inflacyjne. Powinna ona wynieść zaledwie 0,3% w tym roku, 0,8% w przyszłym roku i 1,3% w 2022 r. Inflacja będzie zatem poniżej celu inflacyjnego wynoszącego „nieco poniżej 2%” w ciągu najbliższych dwóch i pół roku.
- Posiedzenie banku centralnego USA odbyło się 10 czerwca. Władze monetarne USA pozostawiły politykę pieniężną niezmienną zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie Fed zasygnalizował, że polityka pieniężna pozostanie bardzo luźna przez co najmniej kilka kolejnych lat. Jednocześnie zakupy aktywów pozostaną przynajmniej na obecnym poziomie, a podstawowa stopa procentowa feds funds rate utrzymuje się na poziomie 0-0,25%. Fed funds rate nie powinien ulec zmianie do co najmniej do końca 2022 r. Fed podkreślił również utrzymujące się znaczące ryzyko dla wzrostu gospodarczego z powodu trwającej pandemii światowej. W tym roku gospodarka USA powinna spaść o 6,5%.
- 15 czerwca amerykański Fed ogłosił, że zacznie kupować szeroki i zdywersyfikowany portfel indywidualnych obligacji korporacyjnych. Do tej pory Fed kupował obligacje korporacyjne wyłącznie za pośrednictwem funduszy giełdowych (ETF).
- 24 czerwca Międzynarodowy Fundusz Walutowy znacznie obniżył perspektywy światowej dynamiki gospodarczej. Podczas gdy w kwietniu spodziewał się spadku światowej gospodarki o 3% w tym roku, w zaktualizowanej prognozie spodziewa się spadku o 4,9%. Jednocześnie ożywienie gospodarcze powinno być słabsze w przyszłym roku. W kwietniu MFW spodziewał się wzrostu światowej gospodarki o 5,8% w 2021 r. W obecnej prognozie MFW oczekuje jednak niższego wzrostu na poziomie 5,4%. Jednocześnie MFW podkreślił, że z obecną prognozą wiąże się ogromne ryzyko i niepewność.
- 2 czerwca czeski urząd statystyczny określił dynamikę czeskiej gospodarki na pierwszy kwartał tego roku. Według zaktualizowanych danych gospodarka krajowa spadła nieznacznie mniej, o 3,3% kwartał do kwartału, w porównaniu z 3,6% w stosunku do wstępnych szacunków. Spadek PKB w ujęciu rok do roku wyniósł 2%. Struktura dynamiki wskazuje, że w szczególności gwałtownie spadły inwestycje, konsumpcja gospodarstw domowych była również niższa, a konsumpcja rządowa napędzała dynamikę. Spadek handlu zagranicznego nie był do tej pory tak znaczący. Największy spadek odnotuje jednak gospodarka krajowa w drugim kwartale, kiedy można spodziewać się dwucyfrowego spadku. Za cały rok spodziewany jest spadek o około 7%.
- Inflacja majowa w Czechach spowolniła do 2,9% z 3,2% w kwietniu, ale zakończyła się powyżej oczekiwań rynku i CNB na poziomie 2,6%. Głównym powodem spowolnienia wzrostu cen rok do roku był efekt bazowy, gdy porównanie rok do roku obejmowało szybszy wzrost cen od maja ubiegłego roku. Jednak z miesiąca na miesiąc ceny wzrosły o 0,4% powyżej oczekiwań w maju, głównie ze względu na rosnące ceny napojów alkoholowych i tytoniu. Obawy dotyczące deflacji, które mogłyby doprowadzić CNB do zastosowania bardziej niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, są zatem przedwczesne.

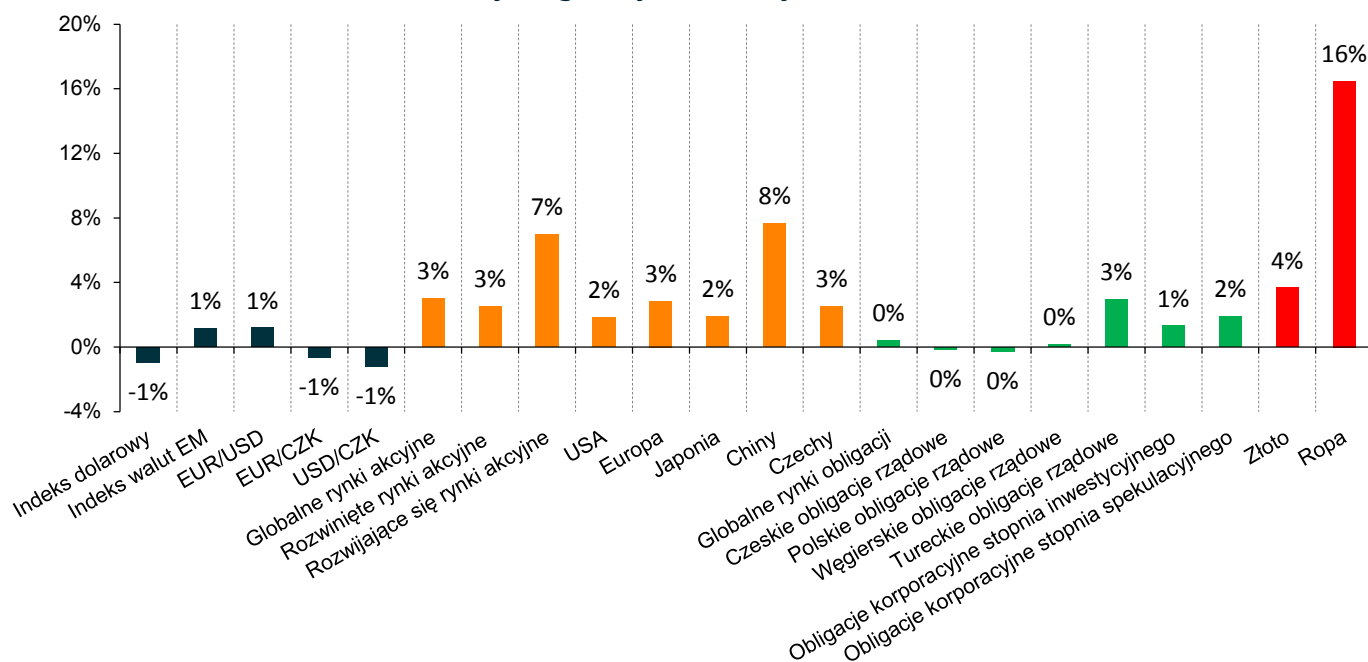
CZERWIEC W PIGUŁCE

GŁÓWNE WYDARZENIA

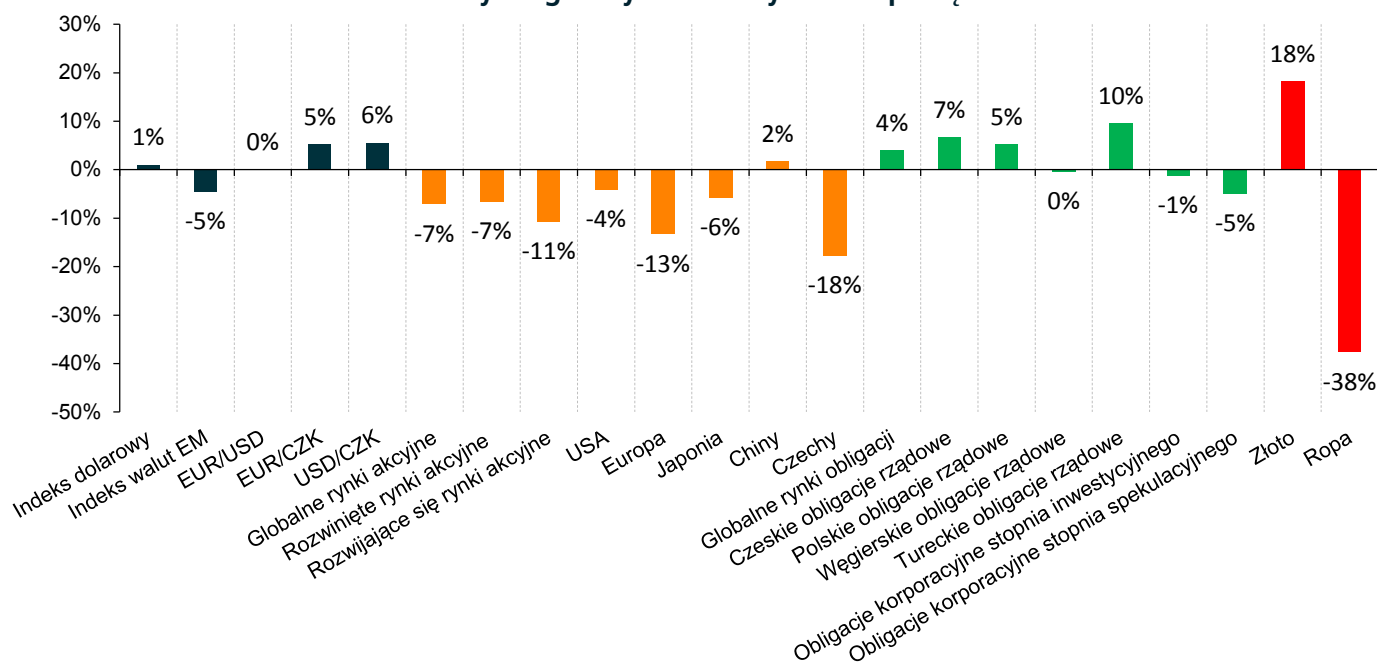
Spotkanie CNB odbyło się 24 czerwca. Tym razem CNB nie zaskoczył rynku i pozostawił kluczową stopę procentową, dwutygodniową stopę repo, niezmienną zgodnie z oczekiwaniami inwestorów na poziomie 0,25%. Ta możliwość została wcześniej ogłoszona przez niektórych członków Zarządu Banku, w tym możliwość utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie podczas dalszych negocjacji walutowych.

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

Wyniki głównych klas aktywów w czerwcu



Wyniki głównych klas aktywów od początku roku



CZERWIEC W PIGUŁCE

SYTUACJA NA RYNKACH FINANSOWYCH

- Dolar ponownie miał tendencję do osłabienia w sprzyjających nastrojach na rynku. Indeks dolara DXY, który mierzy wydajność dolara względem koszyka głównych walut światowych, spadł o 1,0%. W stosunku do euro dolar osłabił się o 1,2% do 1,123 USD za euro. Waluty gospodarek wschodzących umocniły się względem dolara, ich indeks wzrósł o 1,2% w stosunku do dolara.
- Korona znów się wzmacniała. W stosunku do euro umocniła się o 1,0% do poziomu 26,74 CZK / EUR, a wobec dolara o 2,2% do poziomu 23,88.
- Najszerszy globalny indeks giełdowy MSCI All Country World zyskał 3,0%. Z regionalnego punktu widzenia gospodarki wschodzące osiągnęły lepsze wyniki, a indeks MSCI Emerging Markets Index wzrósł o 7,0%. Akcje gospodarek rozwiniętych według indeksu MSCI World wzrosły znacznie mniej o 2,5%.
- Największe zyski odnotowały akcje w Turcji (BIST 100 + 10,4%), Brazylii (Bovespa + 8,8%), Chinach (CSI 300 + 7,7%) i Indiach (Sensex + 7,7%). Tylko akcje w Rosji (RTSI -0,6%), Rumunii (BET -0,5%) i na Węgrzech (BUX -0,2%) odnotowały straty.
- Według indeksu PX giełda w Pradze odnotowała wzrost o 2,5%, a indeks PX zakończył miesiąc na poziomie 918 punktów.
- Globalne rynki obligacji również stale rosły. Globalny indeks obligacji Bloomberg Barclays zyskał 0,9%. Indeks globalnych obligacji skarbowych umocnił się o 0,4%. Obligacje korporacyjne znów wypadły bardzo dobrze. Globalny indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym zyskał 2,1%, a globalny indeks obligacji korporacyjnych o ratingu nieinwestycyjnym (high-yield) zanotował wzrost o 2,3%. Indeks obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł o 1,3%, a indeks nieinwestycyjnych obligacji korporacyjnych (high-yield) o 1,9%.
- Tym razem czeskie obligacje rządowe nie radziły sobie dobrze, ich indeks nieznacznie spadł o 0,1%. Rentowność do wykupu krótkich dwuletnich obligacji skarbowych nieznacznie spadła o 0,01% do 0,07%. Rentowność do wykupu obligacji skarbowej o długim 10-letnim terminie zapadalności wzrosła o 0,03% do 0,81%. W ten sposób czeska krzywa dochodowości nieznacznie zwiększyła swoje nachylenie.
- Polskie obligacje rządowe osłabiły się o 0,3%, a węgierskie obligacje rządowe umocniły się o 0,2%. Tureckie obligacje rządowe wzmocnione o 2,9%.
- Globalny indeks towarowy S&P GSCI umocnił się o 5,1%. Cena ropy Brent nadal rosła, tym razem o 16,5% do 41 USD za baryłkę. Cena złota wzrosła o 3,7% do 1,801 USD za uncję.
- Wskaźnik zmienności VIX wzrósł o kolejne 11% do 30 punktów.

CO ZROBILIŚMY W NASZYCH PORTFELACH INWESTYCYJNYCH?

- W ramach alokacji aktywów portfeli inwestycyjnych w czerwcu nie przeprowadziliśmy żadnych większych zmian. Ogólnie rzecz biorąc, w ramach alokacji portfela inwestycyjnego w porównaniu do benchmarków mamy przeważenie w akcjach, niedoważenie w obligacjach i 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
	+	-	-
	Przeważenie	Niedoważenie	Niedoważenie

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

CZERWIEC W PIGUŁCE

JAKIE SĄ NASZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE NA KOLEJNY OKRES?

- Nasze oczekiwania na 2020 r. zostały znacząco zmodyfikowane przez rozprzestrzenianie się epidemii koronawirusa na całym świecie. Scenariusz pozostaje ostrożnie pozytywny jednak biorąc pod uwagę, że od początku roku światowe rynki akcji osiągnęły obecnie około 7% na minusie, dość trudno będzie osiągnąć solidną pozytywną aprecjację w ciągu roku.
- Globalna gospodarka znajduje się w największej recesji od drugiej wojny światowej. Zdecydowana większość banków centralnych znacznie złagodziła politykę pieniężną w ubiegłych tygodniach.
- Amerykański Fed nawet zobowiązał się do nieograniczonych zakupów dłużnych papierów wartościowych, w tym skupu obligacji korporacyjnych nieinwestycyjnych o ratingu spekulacyjnym (high-yield). Banki centralne znacznie pomogły złagodzić nastroje inwestycyjnych.
- Jeśli chodzi o globalną perspektywę dla akcji, po spadkach w lutych i marcu, wyceny światowych rynków akcyjnych osiągnęły bardzo atrakcyjne poziomy, które wykorzystaliśmy do zakupów. Po silnym wzroście w kwietniu wyceny poszły w górę, do poziomów neutralnych, które wskazują, że w perspektywie średniookresowej 2-3 lata wzrost wartości akcji powinien wynieść około 8 % łącznie z dywidendami.
- Jeśli chodzi o obligacje, nadal uważamy, że obligacje rządowe krajów względnie wolnych od ryzyka nie oferują dużego pola do solidnej aprecjacji. Z drugiej strony obligacje korporacyjne są według nas po dotkliwych spadkach bardzo atrakcyjne, co zresztą nadal dobrze ilustrują marże kredytowe, które obecnie nadal znacznie przekraczają poziom długoterminowego minimum z przełomu roku.
- W każdym razie musimy nadal liczyć na zwiększoną krótkoterminową zmienność lub wahania ceny rynkowej wszystkich ryzykownych aktywów na czele z akcjami.

Światowa złożona zastrzeżona wycena akcji – MSCI All Country World Index



Źródło: Bloomberg, Conseq

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka Europejskiej Unii Walutowej nadal gwałtownie spadała na początku drugiego kwartału. Miękkie wskaźniki z końca miesiąca wskazują na ożywienie, ale ożywienie oparte na nadziei, że będzie lepiej, niż na fakt, że jest już lepiej.

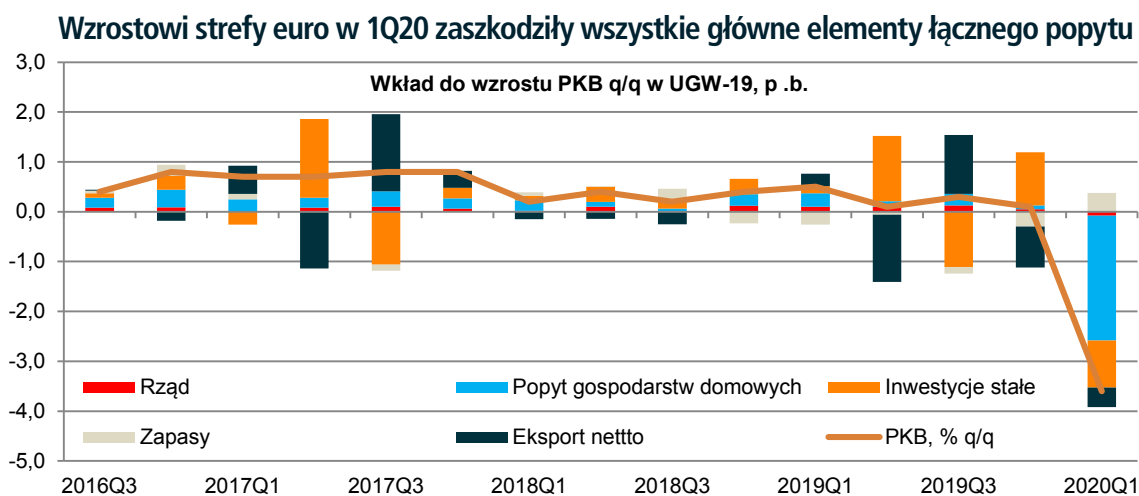
Według ostatecznych danych gospodarka Europejskiej Unii Walutowej spadła o 3,6% kwartał do kwartału w pierwszym kwartale, co było najgorszym wynikiem w historii. Był to także wynik, który jest niespotykany w czasie pokoju praktycznie w każdej gospodarce. Wszystkie duże gospodarki spadły mniej więcej tak samo (5,2-5,3% q/q), z wyjątkiem Niemiec, gdzie spadek wyniósł „tylko” 2,2% q/q. Dane strukturalne wykazały, że spadek w strefie euro w ujęciu kwartalnym był spowodowany wszystkimi składnikami zagregowanego popytu (z wyjątkiem zapasów). Największym negatywnym czynnikiem wzrostu był oczywiście popyt gospodarstw domowych (spadek o 2,5 pp), a następnie inwestycje stałe, które zmniejszyły wzrost o prawie punkt procentowy.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Twarde miesięczne dane, które zostały opublikowane w UGW w czerwcu, były oczywiście bardzo złe, ponieważ dotyczyły początku drugiego kwartału, co oznacza, że już w pełni odzwierciedlały środki ograniczające stosowane przez rządy. **Po spadku o 11,1% m/m w marcu sprzedaż detaliczna spadła w kwietniu o kolejne 11,7%**, co oznacza spadek o prawie 20% rok do roku. Istnieją duże różnice między dużymi gospodarkami: we Włoszech sprzedaż spadła o jedną trzecią, a w Niemczech o zaledwie 6,2%. Pierwsze dane z maja - z Hiszpanii - pokazują nieznaczne ożywienie, gdy gospodarki zaczęły się otwierać, ale wyraźnie jest jeszcze długa droga do normalizacji. Nawet po wzroście w maju sprzedaż detaliczna w Hiszpanii jest wciąż o jedną piątą niższa niż przed rokiem. **Po spadku o 13% m/m w marcu produkcja przemysłowa spadła o dalsze 18,4% w kwietniu**, jej spadek rok do roku wyniósł zatem 28%. Najgłębszy spadek odnotowano we Włoszech, w których sytuacja była najgorsza (42,5%), przy czym Niemcy ponownie osiągnęły względne wyniki (-30,2%).

Wiodące wskaźniki uległy poprawie, ale często odzwierciedlają wiarę w lepszą przyszłość (tj. lepsze oczekiwania) niż lepszą teraźniejszość. Na przykład **niemiecki wskaźnik IFO** wzrósł z 74,3 punktu w kwietniu, do 79,7 w maju i do 86,2 punktu w czerwcu, ale ocena obecnej sytuacji poprawiła się tylko minimalnie od kwietnia (79,4) do czerwca (81,3). Z drugiej strony oczekiwania wzrosły z 69,5 punktu w kwietniu do 91,4 punktu w czerwcu. Obserwujemy również wzrost optymizmu (lub spadek pesymizmu) w ramach wskaźników zaufania: **zaufanie konsumentów mierzone przez KE** poprawiło się z -30,1 w kwietniu do -14,7 w czerwcu, zaufanie do przemysłu z -32,5 do -21,7 punktu. Zaufanie konsumentów kształtuje się zatem na poziomie z września 2009 r., a zaufanie do przemysłu na poziomie z października 2009 r. **Wskaźnik PMI** dla usług dla całej strefy euro wzrósł z 30,5 w maju do 47,3 punktu w czerwcu, najwyższego od lutego (52,6). W przemyśle sytuacja uległa dalszej poprawie, z 39,4 w maju do 46,9 w czerwcu. Podobnie jak gdzie indziej, subindeks oczekiwań znacznie wzrósł: np. oczekiwania dotyczące przyszłej wielkości produkcji były drugimi najwyższymi od 2012 r. w czerwcu (kiedy ten subindeks zaczął być mierzony).



Źródło: EUROSTAT (<http://goo.gl/p7uulT>)

Bezrobocie skorygowane sezonowo osiągnęło w kwietniu zaledwie 7,3%, co znów było zaskoczeniem dla obserwatorów, którzy oczekiwali silniejszego wzrostu. Jednak bliższe przyjrzenie się ujawnia, że jest to jedynie wynikiem znacznego spadku (z 8% do 6,3%) stopy bezrobocia we Włoszech, co z kolei było spowodowane tym, że ludzie przestali szukać pracy. W Hiszpanii stopa bezrobocia wzrosła z 14,2% do 14,8%, we Francji z 7,6% do 8,7%. W Niemczech pozostał bez zmian na poziomie 3,5%.

Inflacja zasadnicza pozostaje bardzo niska. Według danych końcowych w maju spadła ona do najniższego poziomu (0,1%) od czerwca 2016 r., ze względu na znaczny spadek cen energii o 12% rok do roku. Inflacja bazowa pozostała na poziomie z kwietnia, tj. 0,9%. Według pierwszych danych inflacja zasadnicza osiągnęła w czerwcu 0,3% (spadek cen energii rok do roku zwolnił z 11,9% w maju do -9,4% w czerwcu), ale składnik podstawowy spadł do 0,8%.

EBC spotkał się 4 czerwca i na tym posiedzeniu przyjął szereg środków polityki pieniężnej. Najważniejszy był wzrost (o 600 mld EUR) całkowitej potencjalnej wielkości aktywów do odkupienia w ramach ogłoszonego w marcu programu PEPP („Pandemic Emergency Purchase Program“). Całkowity wolumen wynosi obecnie 1 350 miliardów euro, a zakupy będą miały miejsce co najmniej do końca czerwca przyszłego roku. Zwiększono także (długoterminowy) program APP („Asset Purchase Program“), dzięki czemu oprócz 20 mld EUR miesięcznie zakupione zostaną kolejne 120 mld EUR aktywów miesięcznie. Zapewniono również, że reinwestycja zapadających aktywów wcześniej zakupionych przez EBC będzie kontynuowana tak długo, jak to konieczne.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

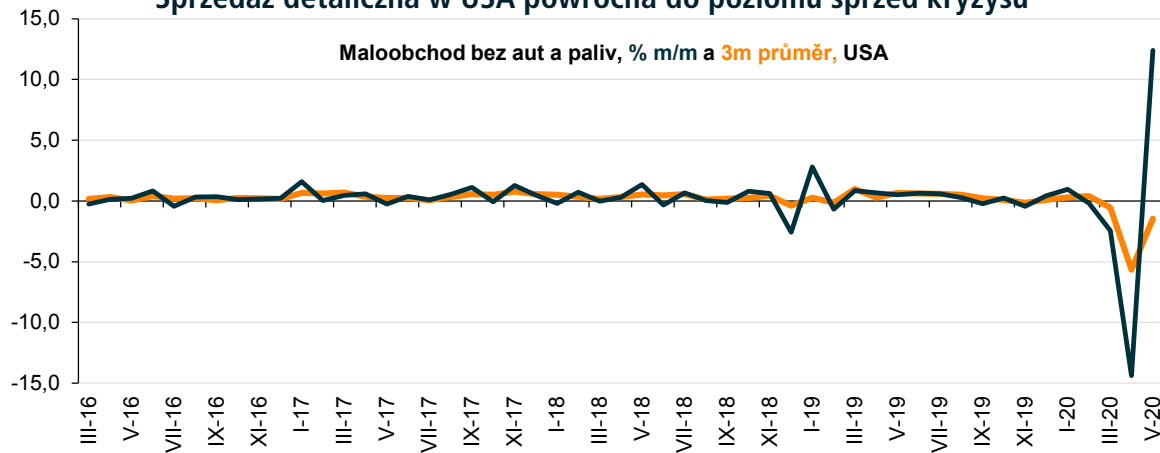
USA

Dane z maja pokazały zaskakująco szybki zwrot, ale przynajmniej w przypadku handlu detalicznego taka sytuacja wydaje się nie zrównoważona - bezrobocie jest dwucyfrowe, wsparcie fiskalne dla gospodarstw domowych nie będzie trwało wiecznie. Fed nie spodziewa się zmiany stóp procentowych przynajmniej do końca 2022 r.

Gospodarka amerykańska skurczyła się w 1Q20 według trzeciego szacunku o tyle samo czyli 5% jak wg szacunku drugiego. Był to lepszy wynik niż w UGW, ale informacja, że amerykańska gospodarka zaczęła się zamykać później niż Europa (i że niektóre części amerykańskiej gospodarki, takie jak Arizona i Floryda, zaczęły ponownie zamykać się pod koniec drugiego kwartału) powinny ochronić nas przed nadmiernym optymizmem. Historia strukturalna jest taka sama jak gdzie indziej: w spadku dominuje popyt gospodarstw domowych, który spadł o 4,7 punktu procentowego, a także inwestycje trwałe (-1,8 pp).

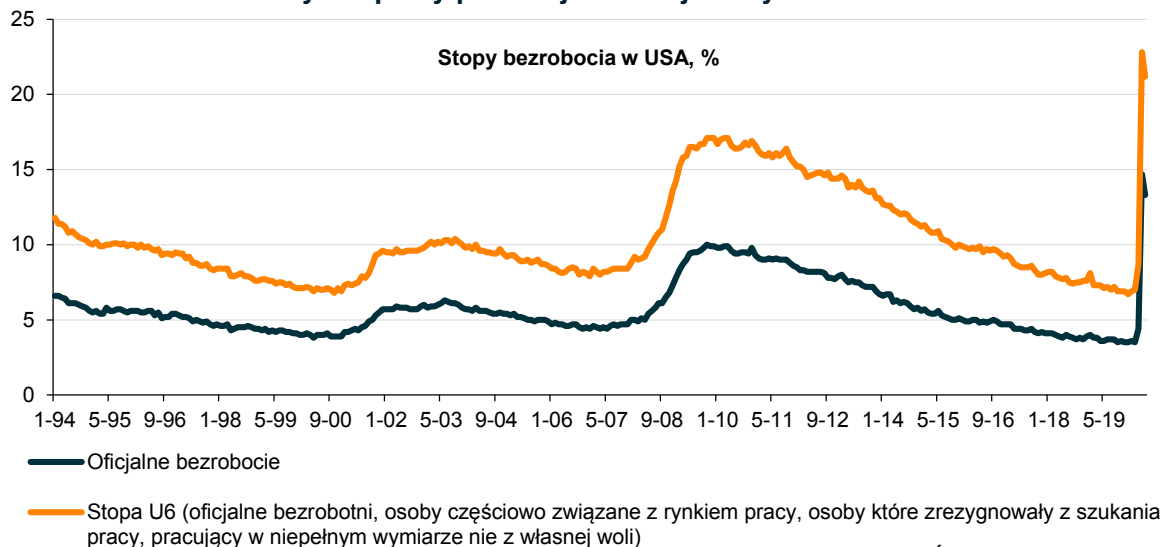
Dane opublikowane w czerwcu 2020 r., dotyczące maja pokazują ożywienie. **Zamówienia na dobra trwałe**, po spadku o 16,7% miesiąc do miesiąca w marcu i o kolejne 18,1% w kwietniu (w obu miesiącach głównie z powodu gigantycznego spadku zamówień na nowe samoloty), wzrosły w maju o 15,8%. Wyłączając kategorię samolotów i kategorię sprzętu wojskowego, tj. po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią wskaźnik zastępczy dla stałych inwestycji większości firm, uzyskujemy lepsze liczby: spadek o 1,3% m/m w marcu, większy w kwietniu, ale nadal nie przerażający spadek o 6,3% m/m, wzrost o 2,3% w maju. Co zaskakujące, w maju nie odnotowano dalszego spadku, ale obawiamy się, że inwestycje są nadal słabe, biorąc pod uwagę rozwój **produkcji przemysłowej**. Po miesięcznym spadku o 4,6% w marcu i 12,5% w kwietniu, wzrosła ona tylko o 1,4% w maju, a zatem jest o ponad 15% niższa w porównaniu z poprzednim rokiem. Całkowita **sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw, po 2,5-procentowym spadku w marcu i spadku o 14,3% w kwietniu, zaskakująco wzrosła w maju o 12,4% m/m, co oznacza, że jest ona obecnie tylko o 4% niższa w porównaniu z rokiem ubiegły. Jest to jednak tylko konsekwencja ogromnego wsparcia fiskalnego, które jest wyjątkowo hojne (dla wielu osób wsparcie jest nawet wyższe niż zarobki), ale które skończy się wcześniej (w lipcu) czy później.

Sprzedaż detaliczna w USA powróciła do poziomu sprzed kryzysu



Źródło: Bloomberg

Chociaż rynek pracy pozostaje w skrajnie złym stanie



Źródło: Bloomberg

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Jednocześnie amerykański rynek pracy nie powrócił do normy w maju. Stopa bezrobocia pozostała dwucyfrowa (14,7% w kwietniu, 13,3% w maju), stopa bezrobocia U6 (obejmująca nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż chcieliby, oraz tych, którzy zrezygnowali z szukania pracy z powodu braku nadziei, że znajdą jakieś), osiągnęła nawet 21,2%. Ciągłe składanie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wynosi ponad 20 milionów, co pokazuje, że bezrobocie utrzymało się na wysokim poziomie pod koniec drugiego kwartału.

Inflacja bazowa PCE w czerwcu po dwóch poprzednich miesiącach spadku (nawet 0,4% m/m w kwietniu, jest to największy spadek z miesiąca na miesiąc od września 2001 r., tj. po atakach na World Trade Center) wzrosła, ale tylko w najniższym możliwym tempie z miesiąca na miesiąc. Inflacja rok do roku pozostała na poziomie 1%, jest to najniższy poziom od grudnia 2010.

Bank centralny spotkał się pod koniec pierwszej dekady czerwca. Nie podjęto żadnych nowych kroków w polityce pieniężnej, opublikowano jedynie nową prognozę makroekonomiczną. Tegoroczny spadek gospodarczy powinien wynieść 6,5%, bezrobocie na koniec roku powinno pozostać w zasięgu wzroku 10% (9,3%). Wszyscy członkowie FOMC oprócz dwóch oczekują, że gospodarka nie wytworzy presji popytowej do co najmniej 2022 r., a zatem stopy pozostaną na obecnym poziomie przez co najmniej ten okres.

CEE3

POLSKA

Choć polska gospodarka zaskakująco dobrze poradziła sobie z pierwszym kwartałem, w drugim kwartale z pełną siłą uderzył w nią również kryzys związany z koronawirusem. Kryzys zaczyna również mieć wpływ na rynek pracy.

Polska gospodarka zaskakująco trzymała się w pierwszym kwartale. Jej spadek w stosunku do poprzedniego kwartału o 0,4% oznaczał, że tempo wzrostu PKB rok do roku osiągnęło + 2%. Wszystkie elementy zagregowanego popytu przyczyniły się pozytywnie do wzrostu, głównie (0,8 pp) rząd, nieco mniej (0,7 pp) gospodarstwa domowe. Po pięciu kwartałach udział zapasów również przestał być ujemny. Eksport netto powiększył stratę o 0,4 pp z powodu spadku importu.

Jednak z miesięcznych danych opublikowanych w czerwcu widać, że gospodarka ogromnie cierpi z powodu działań przeciwko rozprzestrzenianiu się koronawirusa i że pierwszy kwartał nie oznacza, że kryzys koronawirusa dotknie Polskę mniej niż innych. Po spadku o 25,1% r/r w kwietniu **produkcja przemysłowa** spadła również w maju o 15,9%. Jeszcze w marcu jej spadek rok do roku wyniósł zaledwie 5,1%. Produkcja spadła we wszystkich sektorach z wyjątkiem farmaceutyków. Chociaż powrót do poziomów sprzed kryzysu będzie powolny, polski indeks PMI pokazuje, że dno prawdopodobnie osiągnięto w kwietniu. W marcu odnotował 42,4 punktu (najniższej od kwietnia 2009 r.), w kwietniu oczywiście w wyniku zamknięcia gospodarki przez koronawirusa spadł do historycznie najniższego poziomu 31,9 punktu, ale w maju wzrósł do 40,6 punktu (co jest nadal drugim najgorszym wynikiem od stycznia 2009 r.), a w czerwcu nawet 47,2 pkt. Również w tym przypadku, podobnie jak w Czechach, interpretacja czerwcowego rozwoju wskaźnika PMI jest niejasna: z jednej strony spadek nowych zamówień trwał, z drugiej wzrost optymizmu na kolejne 12 miesięcy.

Sprzedaż detaliczna zanotowała dramatyczne spowolnienie ze względu na zamykanie sklepów w marcu i kwietniu, chociaż sytuacja poprawiła się w maju, ale sprzedaż jest nadal znacznie niższa rok do roku. O ile w lutym nadal rosła realnie o prawie 10% r/r, w marcu straciła 7% rok do roku, a w kwietniu nawet 22,6%. W maju roczna stopa spadku spowolniła do „zaledwie” 8,6%, gdy gospodarka zaczęła się ponownie otwierać.

Fundamenty wspierające popyt gospodarstw domowych również zaczęły się pogarszać, co oznacza, że nawet po całkowitym wznowieniu gospodarek popyt gospodarstw domowych nie wzrośnie tak bardzo, jak w lutym. Podczas gdy na koniec pierwszego kwartału **wynagrodzenia** wzrosły o 6,3% rok do roku, na początku drugiego kwartału ich wzrost dramatycznie spowolnił do 1,9% r/r; w połowie II kwartału nawet do 1,2% r/r. To chłodzi rynek pracy, co widać również po stopie bezrobocia - **stopa bezrobocia** po dostosowaniu sezonowym osiągnęła 6,1% i jest najwyższa od lipca 2018 roku.

Inflacja ponownie spadła w maju (z 3,4% w kwietniu do 2,9% w maju, najniżej od listopada 2019 r.), choć wynikało to tylko ze spadku cen paliw. Z wyłączeniem cen paliw i żywności, inflacja skierowała się na północ: tak zdefiniowana inflacja bazowa wyniosła w kwietniu 3,6%, czyli była na tym samym poziomie co w lutym i marcu, ale wzrosła w maju o 0,2 pp, osiągając poziom 3,8%. To jej najwyższa wartość od kwietnia 2002 r. Według pierwszych danych za czerwiec, opublikowanych 29 czerwca, poziom inflacji zasadniczej wzrósł do 3,3%, co prawdopodobnie będzie trudne do pogodzenia ze spadkiem inflacji bazowej (która nie została jeszcze opublikowana).

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) już wcześniej osiągnęła stawki zerowe: pod koniec maja obniżyła stawki o 0,4 punktu procentowego, co wraz z obniżką o 100 punktów bazowych w kwietniu i marcu oznaczało, że stopy osiągnęły 0,1%. Jest to najniższy poziom w historii Polski, a zarazem najniższy wskaźnik w regionie CEE3.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

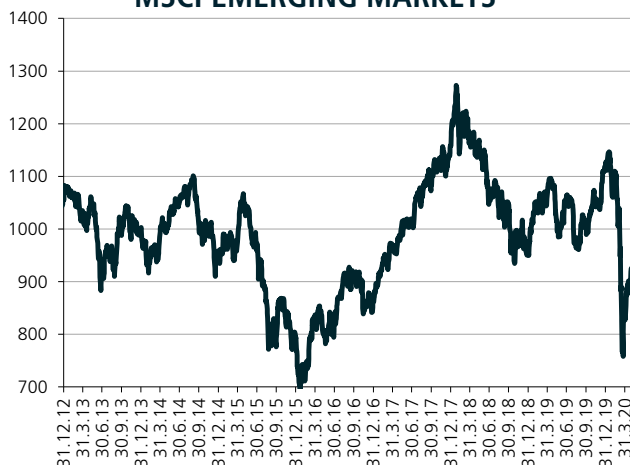
Bank centralny już w marcu wprowadził inne niekonwencjonalne działania polegające na operacjach repo, wykupie obligacji skarbowych na rynku wtórnym oraz refinansowaniu podobnych do tych obsługiwanych przez EBC (TLTRO) od lat, a w kwietniu przedłużył instrumenty przyjęte na instrumenty gwarantowane przez państwo, a także WPR. W świetle tych mierników i wciąż wysokiej inflacji nie dziwi fakt, że **na ostatnim posiedzeniu w dniu 16.06. nic się nie stało z ustawieniami polityki pieniężnej**. Jedyne, o czym warto wspomnieć z czerwcowego posiedzenia, to uwaga RPP, że słaby złoty jest dla RPP zaskoczeniem i może poprzez wyższą inflację w przyszłości zdusić popyt konsumpcyjny.

ROPA

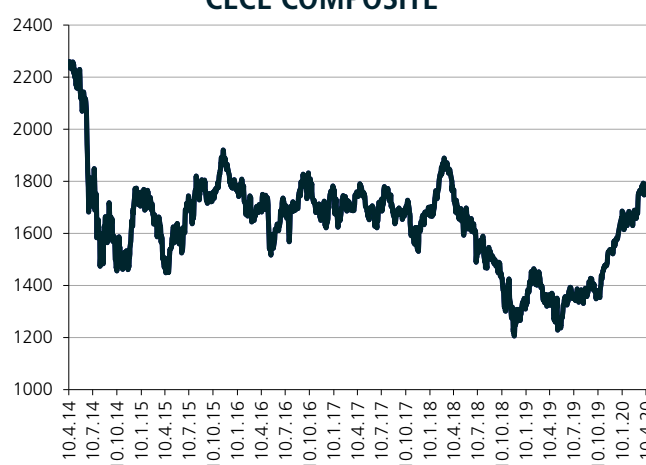
Po tym, jak ropa naftowa (WTI) znalazła się w środku burzy w kwietniu (zamknięcie gospodarek przez koronawirusa i wynikający z tego spadek popytu na ropę oraz konflikt między OPEC a Rosją), co spowodowało, że cena ropy do konsumpcji fizycznej była głęboko ujemna, sytuacja ustabilizowała się w maju. Baryłka WTI powróciła do dodatnich wartości, w połączeniu z wyższym popytem ze strony Chin (ponowne otwarcie chińskiej gospodarki), zamknięciem mocy wydobywczych w USA i pokojem w konflikcie między Rosją a Arabią Południową. W czerwcu ropa utrzymywała się między 37 a 40 USD za baryłkę, a handel był, podobnie jak na innych rynkach, spokojny.

RYNKI AKCYJNE

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE

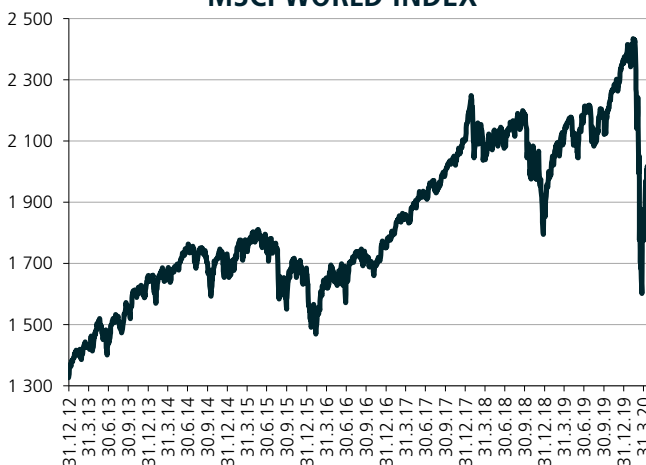


Po tym, jak ropa naftowa (WTI) znalazła się w środku burzy w kwietniu (zamknięcie gospodarek przez koronawirusa i wynikający z tego spadek popytu na ropę oraz konflikt między OPEC a Rosją), co spowodowało, że cena ropy do konsumpcji fizycznej była głęboko ujemna, sytuacja ustabilizowała się w maju. Baryłka WTI powróciła do dodatnich wartości, w połączeniu z wyższym popytem ze strony Chin (ponowne otwarcie chińskiej gospodarki), zamknięciem mocy wydobywczych w USA i pokojem w konflikcie między Rosją a Arabią Południową. W czerwcu ropa utrzymywała się między 37 a 40 USD za baryłkę, a handel był, podobnie jak na innych rynkach, spokojny.

Rynki akcji Europy Środkowej również cieszyły się pozytywnym sentymentem na światowych giełdach. W dalszym ciągu łagodzone środki restrykcyjne, a inwestorzy zwiększali swoje udziały w akcjach z myślą o przyszłym ożywieniu gospodarczym.

Perspektywy zysków korporacyjnych przedsiębiorstw są nadal słabe, ale dane pokazują, że moglibyśmy teraz być blisko dolnej granicy. Najbardziej reprezentowany sektor w naszym regionie nie był zainteresowany wynikami. W kolejnych kwartałach banki nadal będą musiały zmagać się z odpisami kredytowymi i niskimi stopami procentowymi. Sektor Utilit radził sobie najlepiej w naszym regionie, kurs akcji ČEZ był kształtowany przez zatwierdzoną dywidendę i bardziej precyzyjne plany rozbudowy elektrowni atomowej Dukovany. Polskie przedsiębiorstwa energetyczne (PGE + 42% m / m, Tauron + 91%, Enea + 22%) rozwijały się na podstawie informacji o możliwym podziale aktywów na węgiel i inne mniej zanieczyszczone źródła. Dobre dane napłynęły również z obszaru sprzedaży detalicznej, gdzie sprzedaż odradza się szybciej niż oczekiwali analitycy. Polski indeks giełdowy wzrósł o 1,8% miesiąc do miesiąca, czeski indeks PX o 2,5%, węgierski indeks BUX o -0,2%, a rumuński indeks BET o -0,5%.

MSCI WORLD INDEX



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCYJNE

Akcje rynków wschodzących osiągnęły lepsze wyniki w czerwcu, a MSCI Emerging Markets USD zyskał prawie 7%, kończąc na zielonym już trzeci miesiąc z rzędu. Akcje notowały tak dobre wyniki, mimo że w ciągu miesiąca napłynęło wiele niepokojących informacji. Przykłady obejmują konflikt między Chinami a Indiami, w którym żołnierze po obu stronach ginęli na wspólnej granicy w Himalajach, dramatycznie rosnąca liczba przypadków COVID-19 w Ameryce Łacińskiej, obawy przed drugą falą zarażenia czy zatwierdzenie nowego chińskiego prawa bezpieczeństwa państwowego, które wywołało kolejną falę protestów i aresztowań w Hongkongu (a także groźby sankcji ze strony USA). Nie zniechęciło to jednak inwestorów. Pozytywny nastrój był więc ponownie wspierany głównie przez luźną politykę monetarną banków centralnych i perspektywę relatywnie wczesnego ożywienia gospodarczego. Akcje brazylijskie zyskały na wartości ponad 8,75%, chińskie i indyjskie ponad 7,5%. Akcje w Hongkongu, Meksyku i Korei (wszystkie w lokalnych walutach) były tylko nieznacznie w tyle.

RYNKI OBLIGACJI

USA I UGW

Niemiecka krzywa rentowności nie zmieniła się w czerwcu. Na krótkim końcu rentowności obligacje dwuletnie pozostały na poziomie -0,69% (na koniec maja było to prawie tyle samo: -0,66%) i choć w pierwszej dekadzie czerwca spadły, wynik ten, tj. brak zmiany między końcem maja a końcem czerwca, był ostatecznie taki sam dla dziesięcioletnich rentowności. Te na koniec maja i koniec czerwca były one na dokładnie tym samym poziomie -0,45%. Ta sama sytuacja - niewielkie zmiany od końca maja do czerwca - miała miejsce w Stanach Zjednoczonych. Na początku czerwca rentowności wzrosły po stosunkowo lepszych danych makro, ale tylko na długim końcu (prawie + 0,9%) i tylko na kilka dni. Pod koniec czerwca dziesięcioletnie rentowności w USA powróciły do + 0,67%, czyli do tego samego poziomu co na koniec maja (+ 0,65%).

OBLIGACJE KORPORACYJNE

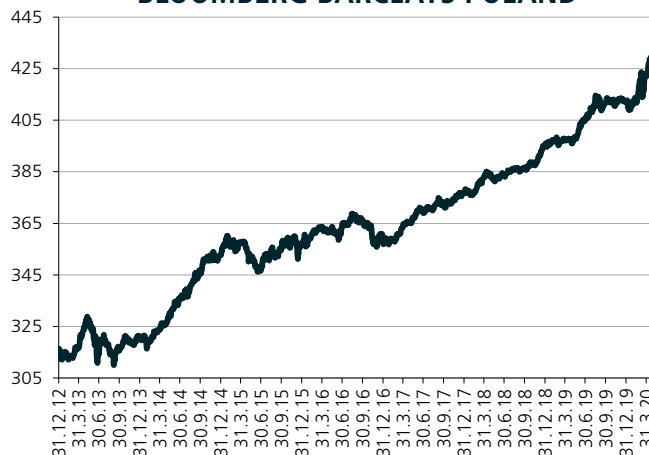
Na rynku kredytowym w czerwcu, podobnie jak w kwietniu i maju, nastąpiło uspokojenie sytuacji po marcowej panice. Panika z powodu koronawirusa i jego wpływu na światową gospodarkę, która znalazła odzwierciedlenie w masowej sprzedaży obligacji korporacyjnych dowolnej jakości w marcu i masowym wzroście premii CDS w marcu i która zaczęła spadać w kwietniu, nadal osłabiała się pod wpływem bezprecedensowych interwencji w zakresie polityki fiskalnej i pieniężnej w maju i czerwcu.

Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowane w euro w czerwcu nadal rosły, zmiana tzw. indeksu total return wyniosła odpowiednio +0,4% i +0,5%. W przypadku instrumentów dolarowych rozwój nie był tak jednorodny - dla klasy inwestycyjnej wzrósł o 2,1%, dla klasy spekulacyjnej spadł o 1,9%. Kolejną, tym razem jednolitą poprawę odnotowaliśmy w premii kredytowej za obligacje korporacyjne denominowane w euro. Według indeksu Markit iTraxx Europe premie za obligacje inwestycyjne spadły o kolejne 2,2 procent w porównaniu do maja, a za obligacje spekulacyjne o 1,4%. Na poziomie inwestycyjnym składki są już na poziomie z końca lutego (jednak na poziomie spekulacyjnym są jeszcze znacznie wyższe).

POLSKA

Polska krzywa dochodowości była zdecydowanie jedyną, na której się coś działo w czerwcu. Rentowności dziesięcioletnich polskich obligacji wzrosły z 1,18% do 1,40% w czerwcu, z najniższego w historii poziomu w maju do końca kwietnia, w wyniku zaskakująco wysokiej inflacji. Na krótkim końcu dwuletnie rentowności pozostały na niezmiennym poziomie 0,14%.

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



WALUTY

Po zawirowaniach w marcu zarówno w maju jak i czerwcu było bardzo spokojnie; w czerwcu kurs wahał się w wąskim przedziale od 1,115 do 1,135. Było to zrozumiałe, biorąc pod uwagę brak faktycznych lub oczekiwanych zmian w stosunkowej polityce pieniężnej EBC i Fed. Bardziej niż cokolwiek innego, to oczekiwanie na rozwój względnej polityki pieniężnej po przeciwnych stronach Atlantyku wpływa na kurs walutowy.

Korona czeska była również wyjątkowo spokojna w czerwcu. Przez cały miesiąc, ze względu na brak znaczących zdarzeń w środowisku zewnętrznym, nie wydostała się z przedziału 26,50-26,80. Złoty w końcu osiągnął mocniejsze wartości pod koniec maja po kilku poprzednich miesiącach osłabienia (mimo utraty wsparcia banku centralnego w postaci najwyższych w regionie stóp procentowych w marcu, kwietniu i maju), w czerwcu szybko powrócił powyżej 4,40. Pod koniec miesiąca (4,47) było w zasięgu nawet 4,50. Węgierski forint również powrócił do słabego poziomu w kwietniu w czerwcu, po umocnieniu w maju - pod koniec drugiego kwartału osiągnął poziom 355 forintów na 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. Presja na wzrost dochodów w Polsce może jednak zacząć pojawiać się w scenariuszu ożywienia gospodarczego i utrzymującej się rosnącej inflacji. Jednak niskie rentowności w strefie euro prawdopodobnie osłabią silniejszy wzrost polskiej krzywej.

WALUTY

Przy kursie euro do dolara widzimy w nadchodzących miesiącach kurs dolara w paśmie 1,12-1,15, w średnim okresie spodziewamy się osłabienia dolara (także w stosunku do innych walut światowych). Głód płynności dolara, który został wzmocniony w marcu, został zasilony przez bank centralny Fed zarówno swapami walutowymi z innymi bankami centralnymi, jak i programem repozytorium FIMA (umożliwiającym operacje repo banku centralnego na świecie z amerykańskimi obligacjami bezpośrednio z Fedem). We względnej pozycji polityki pieniężnej nic się nie zmienia przez co najmniej rok (a być może nawet lata), a samo tempo ożywienia gospodarczego prawdopodobnie nie będzie do pozazdroszczenia. Wzrost liczby nowych przypadków koronawirusa, które obecnie obserwujemy w niektórych częściach USA, grozi wkrótce ponownym zamknięciem amerykańskiej gospodarki, co miałoby negatywny wpływ na dolara.

Z fundamentalnego punktu widzenia **polski złoty** byłby świadkiem wartości znacznie silniejszych niż dzisiaj. Oczekujemy, że po panice powróci do 4,30, ale prawdopodobnie nie będzie miał większych wartości, jeśli weźmiemy pod uwagę, że przed wyprzedzami w marcu nie uzyskano dużej dodatniej różnicy stóp procentowych i silnego wzrostu gospodarczego. Możliwe jednak, że podobnie jak w latach 2008–2009 polska gospodarka lepiej poradzi sobie z obecnym kryzysem niż UGW - w tym przypadku złoty może osiągnąć nawet 4,20.

RYNEK AKCYJNY

Spółeczeństwo stopniowo przyzwyczaja się do COVID19 i dostosowuje się do niego. Początkowa panika ustąpiła, systemy opieki zdrowotnej zostały odpowiednio skonfigurowane, rządy nadal łagodzą wcześniej ustalone ograniczenia, przedsiębiorstwa otwierają się, firmy wznawiają produkcję, banki centralne nadal wspierają wszystko luźną polityką pieniężną, a rządy pakietami wsparcia fiskalnego. Wygląda na to, że najgorsze się skończyło. Wszystko to stopniowo przełoży się na dobre nastroje na giełdach. Kluczowe będzie jednak opanowanie ostatecznego rozluźnienia przyjętych działań i rozruchu gospodarek. Warunkiem wstępnym będzie przywrócenie zaufania konsumentów. W najbliższych miesiącach spodziewamy się przyspieszenia aktywności gospodarczej, jednak poziomów sprzed kryzysu nie osiągniemy nawet w przyszłym roku. Wzrost wskaźników zysków przedsiębiorstw powinien pojawić się tylko w ostatnim kwartale tego roku. Perspektywy dla globalnych rynków akcji do końca 2020 r. są selektywne pod względem regionalnie - jesteśmy pozytywnie nastawieni do rynków europejskich i wschodzących, zachowując ostrożność w odniesieniu do rynków amerykańskich.

Teraz widzimy największy potencjał wzrostu w regionie Europy Środkowej w przypadku słoweńskich i niektórych czeskich akcji. Naszym zdaniem silne spadki spowodowane rozprzestrzenieniem się COVID 19 w średnim okresie zapewniają bardzo interesujące możliwości inwestycyjne. Lokalne rynki charakteryzują się wysoką stopą dywidendy (mało prawdopodobne w 2020 r.) i stosunkowo niskim długiem. 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. Cenimy wiele słoweńskich firm pod względem wartości.

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