

## **SYTUACJA GLOBALNA**

Miniony miesiąc nie okazał się zbyt udany dla globalnych inwestorów-szeroki indeks światowych giełd MSCI World wzrósł o symboliczne +0,1%, a indeks rynków wschodzących MSCI Emerging Markets odnotował wzrost +1,4%. Gorzej wyglądała sytuacja na rynkach rozwiniętych. Indeks największych amerykańskich spółek S&P 500 zakończył wrzesień niemalże płaskim wynikiem -0,4%, zaś niemiecki DAX spadł o -1,4%. Najgorzej na ich tle wypadł japoński Nikkei 225, tracąc -1,65%.

Większość danych płynących z **amerykańskiej gospodarki** przyniosła negatywne niespodzianki i okazała się gorsza od konsensusu. Spadki w ujęciu miesięcznym zanotowała sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa. Zachowanie tej ostatniej niemal idealnie odzwierciedla wahnięcia odczytu wskaźnika wyprzedzającego koniunktury ISM w ostatnich miesiącach. Jedynie dane o inflacji wskazują na wyczekiwany od dawna przez FED wzrost cen w największej gospodarce świata.

Wrzesień zaznaczył się jako miesiąc dalszego pogorszenia nastrojów przedsiębiorców w **strefie euro** - indeks PMI Composite spadł z 52,9 do 52,6 ustanawiając nowe 21-miesięczne minimum. Podobnie, jak w poprzednim miesiącu, zawiodły usługi i tylko wyraźnemu odbiciu w przemyśle można zawdzięczać to, że ogólny sentyment nie spadł w większym stopniu. W ujęciu geograficznym uwagę zwraca słabość Niemiec, kontynuacja wielomiesięcznego trendu spadkowego na peryferiach strefy euro i wyraźna poprawa sentymentu we Francji. Wobec dobrych wyników przemysłu nie powinien dziwić **mocny wzrost zamówień eksportowych w strefie euro** i, jak się wydaje, jest to również związane z poprawą aktywności gospodarczej na rynkach wschodzących. Nad tym przeważa jednak słabość popytu wewnętrznego (usługi) i utrata momentum przez rynek pracy - tu również odpowiednie wskaźniki dobiły do 2-letniego minimum.

Wrzesień nie przyniósł żadnych zmian w polityce monetarnej **głównych banków centralnych**, jednak w przypadku ECB można mówić o pewnym przesunięciu akcentów. **FED** po raz kolejny nie zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych. Wyraźnie preferuje oczekiwanie na inflację a później ewentualną pogoń za nią niż powrót do zera ze stopami procentowymi. Poza tym nie chciał podejmować tak ważnej decyzji przed wyborami prezydenckimi w listopadzie. Patrząc na dość stabilną sytuację gospodarczą w USA nie jest wykluczone, że stopy wzrosną w grudniu. Z kolei **Europejski Bank Centralny** nie zmienił stóp procentowych i nie wprowadził żadnych modyfikacji do realizowanego obecnie pakietu stymulacyjnego, co było rozczarowaniem dla rynku. Oczekiwano, że Bank zadeklaruje już obecnie przedłużenie skupu aktywów, który ma trwać do marca. Oczywiście nadal istnieje szansa na taką decyzję jednak sektor finansowy coraz bardziej cierpi ze względu na ujemne stopy procentowe, co wcześniej czy później ECB będzie musiało uwzględnić w swojej polityce. Jeśli nie zapadnie decyzja o przedłużeniu skupu aktywów, a FED podniesie stopy w grudniu lub na początku przyszłego roku będzie to oznaczać, że okres bardzo luźnej polityki monetarnej na świecie dobiegł końca, jednak ewentualne jej zacieśnienie będzie bardzo powolne. Banki Centralne muszą bowiem dostosować jej tempo do ciągle niepewnej sytuacji gospodarczej w wielu krajach oraz aby nie doprowadzić do niepotrzebnych zawirowań na rynkach finansowych.

## **SYTUACJA NA RYNKU AKCYJNYM**

We wrześniu wskaźnik polskiego rynku WIG zachowywał się gorzej niż indeks rynków wschodzących MSCI Emerging Markets. Stopa zwrotu głównego indeksu GPW spadła w minionym miesiącu o -1,9%, w czasie gdy ten drugi odnotował wzrost +1,4%. Tak jak w poprzednich miesiącach maruderami polskiej giełdy okazały się blue-chipy z WIG20, które straciły blisko 5%. Na ich tle dużo lepiej wyglądały **małe i średnie spółki z mWIG40 i sWIG80, które osiągnęły niewielkie, jednocyfrowe wzrosty**. Miniony miesiąc nie był udany dla inwestorów z rynków rozwiniętych, a główne światowe indeksy ze Stanów Zjednoczonych, Niemiec i Japonii zanotowały lekkie jednocyfrowe spadki.

**Ostatnie dane z polskiej gospodarki można uznać za zadowalające.** Złożył się na nie wyższy, niż miesiąc wcześniej odczyt przemysłowego PMI na poziomie 52,2 pkt., który miał swoje poparcie w wysokiej, 7,5% dynamice produkcji przemysłowej, jak i zadowalającym, bo blisko 6% wzroście sprzedaży detalicznej. Dobre dane napłynęły z rynku pracy. Ciągłe obserwujemy spadek stopy bezrobocia, która w sierpniu wyniosła 8,5%. **Malejąca liczba bezrobotnych w połączeniu rosnącymi płacami i środkami z programu 500+, wyraźnie zwiększają siłę nabywczą polskiego konsumenta,** co pozwala zrekompensować słabość inwestycji.

Do wydarzeń ubiegłego miesiąca skupiających uwagę inwestorów można zaliczyć przetasowania w rządzie, gdzie miejsce dotychczasowego ministra finansów Pawła Szałamachy zajął wicepremier i minister rozwoju Mateusz Morawiecki, stając tym samym na czele dwóch „gospodarczych” resortów.

Opinia Komisji Europejskiej, że **podatek handlowy** jest niedozwoloną pomocą publiczną, rodzi obawy o wielkość deficytu w 2017 r., który może przekroczyć 3% PKB. Dla spółek z sektora handlu detalicznego jest to jednak dobra informacja.

Zagranicą obserwowano wzrost awersji do ryzyka w związku z problemami kilku instytucji finansowych w Niemczech. Sierpień przyniósł również więcej rozstrzygnięcia w kwestii zacieśniania polityki monetarnej w USA. FED po raz kolejny nie zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych. Rezerwa Federalna wyraźnie preferuje oczekiwanie na inflację, a później ewentualną pogoń za nią niż powrót do zera ze stopami procentowymi. Ponadto **ryнки przesuną swoją uwagę na wybory prezydenckie,** których wynik może mieć większy wpływ na warunki finansowe w USA niż Brexit.

## **SYTUACJA NA RYNKU OBLIGACYJNYM**

**Rentowność polskich 10-latek wzrosła z 2,78% na koniec sierpnia do 2,92% na koniec września. Przyczyniły się do tego w dużej mierze dobre dane z sektora realnego naszej gospodarki, które oddalają prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych przez RPP.** Zaliczyć do nich można przyzwoity odczyt przemysłowego PMI na poziomie 52,2 pkt., który miał swoje poparcie w wysokiej, 7,5% dynamice produkcji przemysłowej, jak i zadowalającym, bo blisko 6% wzroście sprzedaży detalicznej.

**Dobre dane napłynęły z rynku pracy.** Ciągłe obserwujemy spadek stopy bezrobocia, która w sierpniu wyniosła 8,5%. Malejąca liczba bezrobotnych w połączeniu rosnącymi płacami i środkami z programu 500+, wyraźnie zwiększają siłę nabywczą polskiego konsumenta, co pozwala zrekompenzować słabość inwestycji. Dodatkowo, wstępny odczyt inflacji za wrzesień wynoszący -0,5% r/r wskazuje na słabnięcie deflacyjnych tendencji w polskiej gospodarce, tym samym jeszcze bardziej zniechęcając RPP do łagodzenia polityki pieniężnej - co wyraźnie deklarują w swoich wypowiedziach członkowie RPP (w szczególności Prezes NBP).

**Wrzesień nie przyniósł żadnych zmian w polityce monetarnej głównych banków centralnych,** jednak w przypadku ECB można mówić o pewnym przesunięciu akcentów. **FED** po raz kolejny nie zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych. Wyraźnie preferuje oczekiwanie na inflację a później ewentualną pogoń za nią niż powrót do zera ze stopami procentowymi. Poza tym nie chciał podejmować tak ważnej decyzji przed wyborami prezydenckimi w listopadzie.

Z kolei **Europejski Bank Centralny** nie zmienił stóp procentowych i nie wprowadził żadnych modyfikacji do realizowanego obecnie pakietu stymulacyjnego, co było rozczarowaniem dla rynku, który oczekiwał, że Bank zadeklaruje już obecnie przedłużenie skupu aktywów, który ma trwać do marca. Oczywiście nadal istnieje szansa na taką decyzję, jednak sektor finansowy coraz bardziej cierpi ze względu na ujemne stopy procentowe, co wcześniej czy później ECB będzie musiało uwzględnić w swojej polityce. Brak wyraźnej deklaracji odnośnie przedłużenia skupu aktywów w Strefie Euro może powodować wzrost rentowności (spadek cen) obligacji skarbowych w Europie, a tym samym presję na podobny ruch w kraju.

## **SYTUACJA NA RYNKU PIENIĘŻNYM**

W sierpniu roczny wskaźnik inflacji spadł do -0,8% z -0,9% w lipcu. Główny Urząd Statystyczny podał, że największy wpływ na obniżenie wskaźnika CPI ogółem we wrześniu w ujęciu miesiąc do miesiąca miały spadek cen w transporcie, niższe ceny odzieży i obuwia oraz spadek kosztów użytkowania mieszkania i nośników energii. **W dalszej części roku oczekiwane stopniowe wychodzenie z deflacji, co potwierdza wstępny odczyt za wrzesień na poziomie -0,5% r/r.**

Na te same tendencje wskazuje inflacja producentów, która jest w znacznej mierze pochodną cen surowców i najszybciej spośród wskaźników wzrostów cen zbliża się do wartości pozytywnych. Wprawdzie w sierpniu osiągnęła poziom (-0,1% r/r) nieznacznie poniżej oczekiwań (0,0% r/r) to jednak wydaje się przesądzone, że jest tylko kwestią czasu kiedy wkroczy na dodatnie terytoria. **Jeżeli inflacja producentów byłaby dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym dla innych miar inflacji to bieżący rok powinien zakończyć deflację na polskim rynku.**

**Taki scenariusz preferuje obligacje o zmiennym oprocentowaniu.** Patrząc fundamentalnie na ceny tych obligacji, w szczególności o długim terminie do wykupu, pozostają niskie i w naszej opinii powinny dalej stopniowo rosnąć. Tym bardziej, że na horyzoncie nie widać obniżek stóp procentowych, a zarysowująca się zmiana w oczekiwaniach inflacyjnych, będzie wywierać presję na inwestorów do zwiększania ekspozycji w segmencie obligacji o oprocentowaniu zmiennym.