

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	3,10 %	USA (USD)	0,64 %	USD/EUR	-0,14 %	Ropa Brent (USD)	4,62 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	3,65 %	Europa (EUR)	1,04 %	CZK/USD	-0,24 %	Gaz (USD)	-5,22 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	3,07 %	Czechy (CZK)	-0,35 %	CZK/EUR	-0,48 %	Fotowoltaika (EUR)	9,35 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	2,18 %	Polska (PLN)	-0,05 %	PLN/EUR	-0,56 %	Złoto (USD)	7,92 %
Czechy – PX (CZK)	3,98 %	Węgry (HUF)	-1,78 %	HUF/EUR	0,33 %	Srebro (USD)	9,93 %
Polska – WIG30 (PLN)	0,08 %	Turcja (TRY)*	0,11 %	TRY/EUR	3,79 %	Miedź (USD)	4,28 %
Węgry – BUX (HUF)	-0,84 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

EBC sugeruje, że pierwsza obniżka stóp może nastąpić w czerwcu, ale utrzymująca się inflacja w usługach wymaga ostrożności. Dane dotyczące wzrostu gospodarczego pozostają słabe.

Tempo wzrostu PKB strefy euro w ujęciu kwartał do kwartału wyniosło 0 % w IV kwartale 2023 r. według ostatecznych szacunków, co oznaczało, że gospodarka rosła w najmniejszym możliwym dodatnim tempie (+0,1 %) r/r. Jednak w pozostałej części ubiegłego roku również nie było lepiej: gospodarka wzrosła o 0,1 % q/q zarówno w I, jak i II kwartale, i skurczyła się w tym samym stopniu w III kwartale. Tym samym przez cały ubiegły rok gospodarka znajdowała się w stagnacji.

W IV kwartale (podobnie jak w poprzednich kwartałach) nakłady brutto na środki trwałe miały najbardziej pozytywny wpływ na wzrost w ujęciu kwartalnym (+0,2 p. p.), zaś eksport netto najbardziej negatywny (-0,3 p. p.). W porównaniu rok do roku pozytywne czynniki były takie same (nakłady brutto na środki trwałe +0,3 p. p.), a zapasy miały najbardziej negatywny wpływ na wzrost (-0,6 p. p.). Pierwsze dane dotyczące wzrostu gospodarczego UGW w pierwszym kwartale zostaną opublikowane pod koniec kwietnia.

Twarde dane opublikowane w marcu były słabe.

Sprzedaż detaliczna rozpoczęła ten rok bardzo **ostrożnie**, dodając zaledwie 0,1 % m/m w styczniu, co oznaczało, że po spadku o 0,7 % w ubiegłym roku (po rewizji pod koniec), nie ma znaczącego ożywienia z powodu niższej inflacji.

Handel detaliczny był jednak (i prawdopodobnie będzie, przynajmniej w pierwszej połowie roku) wspierany przez wciąż silny rynek pracy na początku roku. Stopa bezrobocia, która w ubiegłym roku wynosiła średnio 6,5 %, **w pierwszych dwóch miesiącach 2024 r.** utrzymywała się na **historycznie niskim poziomie, osiągając w lutym 6,5 %**. Najniższa stopa bezrobocia wśród głównych krajów nadal występuje w Niemczech (3,2 %), a najwyższa w Hiszpanii (gdzie jednak spadła do 11,5 % w lutym 2024 r., czyli o 1,4 punktu procentowego mniej niż w tym samym miesiącu 2023 r.)

Ku niezadowoleniu EBC, co jest jednak całkiem zrozumiałe z uwagi na sytuację na rynku pracy, płace nadal rosną w dość szybkim tempie. Indeks **płac negocjowanych**, który jest monitorowany przez EBC, **wzrósł w IV kwartale o 4,5 % r/r**, czyli tylko nieznacznie (0,2 p. p.) poniżej rekordowo wysokiego rocznego tempa wzrostu osiągniętego w III kwartale. Nominalne koszty pracy mogły spowolnić do 4,2 % r/r (a następnie do 4,5 % w usługach), ale wynika to przede wszystkim z bardzo wysokiej kwartalnej stopy wzrostu w ostatnim kwartale 2022 r. (+2,7 % q/q): stopa wzrostu kwartał do kwartału w IV kwartale wyniosła 1 %, podobnie jak w I kwartale (1,2 %), II kwartale (1 %) czy III kwartale (1,3 %).

Produkcja przemysłowa rozpoczęła ten rok od znacznego spadku o 3,2 % m/m, co jest bardzo wysokim tempem spadku, ale wynika to jedynie ze spadku produkcji w Irlandii o 29 % m/m. Jednak irlandzkie dane są notorycznie zmienne ze względu na niestandardową produkcję i outsourcing (na przykład ostatnim razem produkcja spadła o 30 % m/m w marcu 2023 r., a teraz ponownie wzrosła o 19 % m/m w grudniu). Patrząc na dane z Niemiec czy Hiszpanii, nie jest tak źle (+0,6 % i +0,9 % m/m), a rok do roku niemiecka produkcja jest nawet na plusie (+1 %), podobnie jak produkcja w Hiszpanii (+1,5 %). Francja i Włochy pozostają w tyle (odpowiednio -1,6 % i -1,2 % r/r), ale nie są to również tragiczne liczby. W tym roku przemysłowi może nieco pomóc ożywienie popytu gospodarstw domowych wraz z powrotem płac do realnego wzrostu, ale droższa energia lub trudne przejście na pojazdy elektryczne w sektorze motoryzacyjnym będą nadal hamować.

Wskaźnik PMI (Purchasing Managers' Index) dla przemysłu również nie wskazuje jeszcze na powrót branży na ścieżkę wzrostu: **w I kwartale 2024 r. jego średnia wyniosła 46,4 punktu**. Chociaż jest to wynik lepszy niż w drugim, trzecim i czwartym kwartale ubiegłego roku, nadal znajduje się poniżej progu oddzielającego ekspansję od kurczenia się. **Nie widzimy również znacznej poprawy w indeksie IFO**, który odzwierciedla warunki w największej gospodarce strefy euro: chociaż indeks

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

oczekiwań osiągnął najwyższy poziom od maja ubiegłego roku z marcowym odczytem 87,5 punktu, ocena bieżącej sytuacji pozostaje **najniższa od lata 2020 roku**.

Sytuacja w sektorze usług jest według PMI wyraźnie lepsza niż w przemyśle. W lutym indeks podskoczył powyżej 50 punktów, a w **marcu**, z wynikiem, osiągnął nawet najwyższy poziom od 9 miesięcy, w wyniku pierwszego wzrostu nowych zamówień od czerwca ubiegłego roku i ustabilizowanej aktywności. Jest to z pewnością nieprzyjemne odkrycie dla EBC, że presja inflacyjna w usługach jest nadal silna: po tym, jak tempo wzrostu cen usług **51,1 punktów** w lutym (z wyłączeniem ostatniego epizodu inflacyjnego) było najszybsze od września 2000 r., inflacja w usługach nieco zwolniła w marcu, ale nadal jest znacznie podwyższona w ujęciu historycznym.

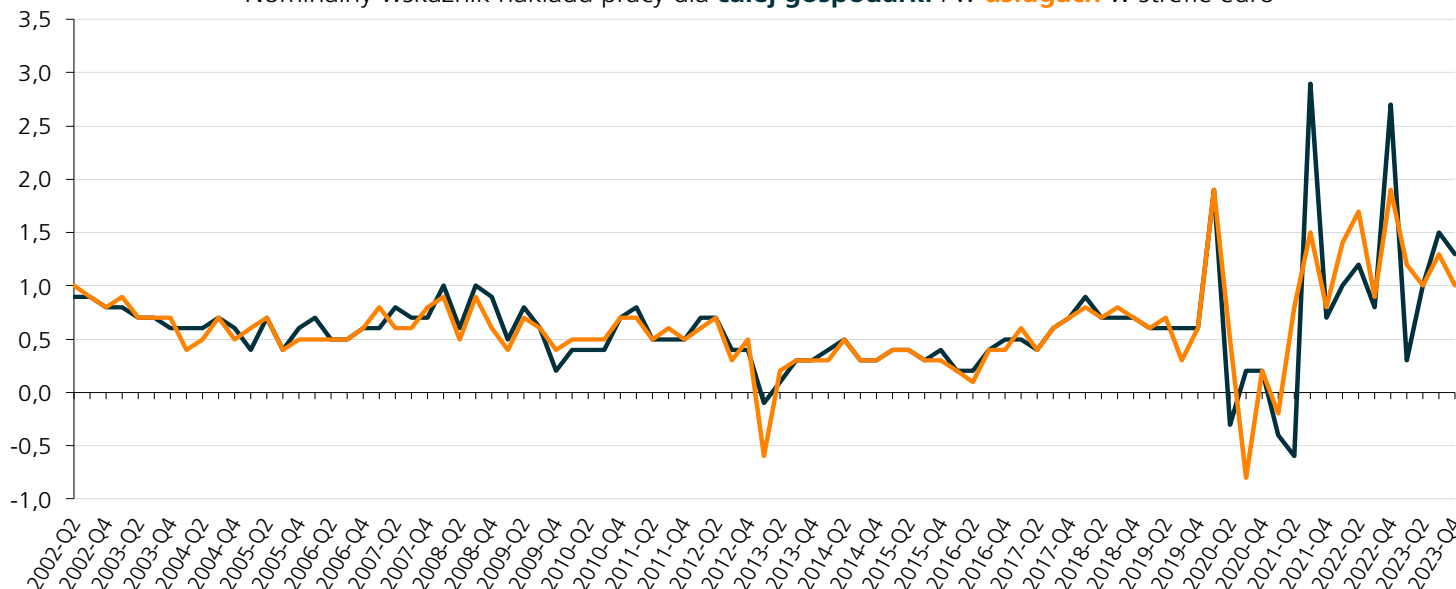
Wzrost płac realnych i najniższa stopa bezrobocia przyczyniają się do wzrostu zaufania gospodarstw domowych. Chociaż nadal jest on daleki od poziomu sprzed inwazji (-9,4 punktu w lutym 2022 r.), jego obecna wartość (**-14,9 punktu w marcu 2024 r.**) jest już daleka od najniższego poziomu z września 2022 r. (-28,6 punktu). Dalsza poprawa powinna nastąpić wraz z dodatnim wzrostem płac realnych, który dopiero się rozpoczyna, chociaż jego tempo raczej nie poprawi się dramatycznie w tym roku.

Inflacja już nie zwalnia. Inflacja bazowa wzrosła o 0,9 % w ciągu trzech miesięcy do lutego 2024 r., co jest znacznie powyżej celu EBC w ujęciu rocznym, a także najszybszym kwartalnym tempem od czerwca-sierpnia ubiegłego roku. Jeśli potwierdzi się to, co sugerują badania PMI, tj. że inflacja w usługach pozostanie wysoka, roczne tempo inflacji bazowej prawdopodobnie przyspieszy. **W lutym inflacja zasadnicza rok do roku wyniosła 2,6 %, z kolei inflacja bazowa 3,1 %.** Według [wstępnych danych za marzec](#), inflacja zasadnicza wzrosła w marcu o **0,8 % m/m** (2,4 % r/r), a inflacja bazowa o **1,1 %** (a zatem 2,9 % r/r). Jednak wzrost cen usług wyniósł 0,8% m/m (a zatem 4 % r/r).

EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian w marcu. Jednak na konferencji prasowej EBC zasugerował, że jeśli wszystko pójdzie dobrze, pierwsza obniżka stóp może nastąpić w czerwcu. Dopiero okaże się, czy zmiany cen, zwłaszcza w sektorze usług, rzeczywiście pozwolą na taki ruch w czerwcu

Nominalne koszty pracy nadal rosną w ujęciu rocznym w tempie około 4 %.

Nominalny wskaźnik nakładu pracy dla całej gospodarki i w usługach w strefie euro



Źródło: Eurostat (dostępne TUTAJ)

USA

Gospodarka jest nadal w dobrej kondycji, inflacja w usługach nie spada. Amerykański bank centralny nadal spodziewa się trzech obniżek stóp w tym roku.

Wzrost gospodarki amerykańskiej w czwartym kwartale 2023 r. był również bardzo dobry według ostatecznych danych: annualizowane tempo wzrostu kwartał do kwartału było wolniejsze niż tempo 4,9 % w trzecim kwartale, ale **wzrost o 3,4 %** (wobec 3,2 % w drugim szacunku) był (z wyjątkiem wspomnianego trzeciego kwartału) najszybszy od końca 2021 r. Do wzrostu przyczyniły się wszystkie komponenty zagregowanego popytu: popyt gospodarstw domowych dodał aż 2,2 p. p. do 2,1 p. p. wzrostu w III kwartale, inwestycje brutto 0,2 p. p., rząd 0,8 p. p. (3Q23: 1 p. p.).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Miesięczne dane opublikowane w marcu 2024 r. nie wskazują jednak na kontynuację tego tempa w I kwartale 2024 r.

Rzeczywista sprzedaż detaliczna nie wystartowała najlepiej w 2024 r., **odnotowując gwałtowny spadek o 1,4 % m/m w styczniu** i tylko minimalny, prawie **niezauważalny wzrost (0,1 %) w lutym**. Poza sektorem hotelarskim, styczniowy spadek był niemal jednolity, a najbardziej spadła sprzedaż materiałów budowlanych i sprzętu ogrodniczego. Możliwe, że mroźna pogoda w niektórych częściach Stanów Zjednoczonych odegrała pewną rolę w słabej sprzedaży, ale z pewnością nie była to jedyna przyczyna, co pokazuje sam luty.

Rynek pracy jest nadal stosunkowo silny, ale pojawiają się oznaki jego osłabienia. Choć stopa bezrobocia powróciła w lutym do poziomu **3,9 %** (gdzie ostatni raz była w październiku ubiegłego roku, a wcześniej w styczniu 2022 r.), jest to bardzo niski poziom w ujęciu historycznym (choć o 0,3 punktu procentowego wyższy niż w lutym 2023 r.). Inne miary bezrobocia są również historycznie niskie - na przykład **stopa U6** (która obejmuje, oprócz bezrobotnych, osoby, które pracują mniej niż by chciały i osoby, które zrezygnowały z poszukiwania pracy, ponieważ nie mają nadziei na jej znalezienie) była mniej więcej taka sama w lutym (7,3 %) jak w październiku (7,2 %) i **o 0,5 p. p. wyższa niż przed rokiem**. Tworzenie miejsc pracy również przyspieszyło na początku roku: **400 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym w pierwszych dwóch miesiącach tego roku to więcej niż średnia miesięczna w 2023 r. (192 tys.)**.

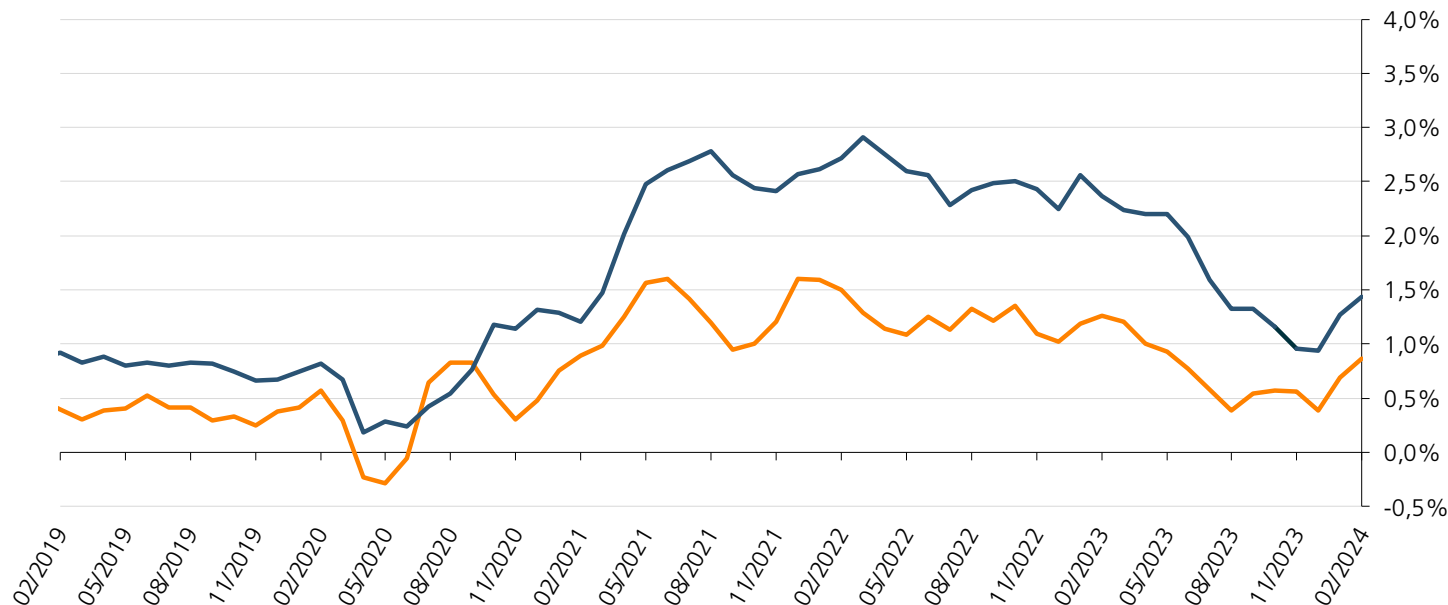
Według badania JOLTS, **stopa wolnych miejsc pracy**, która jesienią ubiegłego roku spadła do 5,3 %, utrzyma się na tym poziomie do początku 2024 r. Chociaż jest to zauważalnie niższy poziom niż lokalny szczyt po pandemii (7,4 % w marcu 2022 r.) czy wartość sprzed roku (6,4 %), to nadal jest o prawie 2 p. p. powyżej 20-letniej średniej sprzed pandemii. **Liczba osób ubiegających się o raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska: 210 tys. w I kwartale, co w ujęciu historycznym jest bardzo dalekie od typowych poziomów recesyjnych (>450 tys.).

Wzrost płac spowalnia, ale nadal jest stosunkowo szybki. Według danych [Atlanta FED](#) (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS), wzrost płac osiągnął **5 % r/r w lutym 2024 r.** (wobec 6,1 % w lutym 2023 r.); według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), kwartalne tempo wzrostu w ciągu trzech miesięcy do lutego wyniosło 1 %, wciąż nieco powyżej 4 % w ujęciu rocznym.

Zamówienia na dobra trwałe spadły o prawie 7 % m/m w styczniu i **wzrosły o 1,3 % w lutym**. Nawet te dwa miesiące dobrze obrazują, jak zmienna jest ta kategoria, więc lepszym (bo mniej zmiennym) wskaźnikiem apetytu inwestycyjnego firm są zamówienia z wyłączeniem samolotów i sprzętu zbrojeniowego: po IV kwartale, w którym spadły o 0,3 % q/q, jak dotąd wzrosły o 0,4 % w pierwszych dwóch miesiącach tego roku, a zatem są o 0,6 % wyższe r/r. **Realna produkcja przemysłowa**, która ostatecznie spadła o 0,6 % w czwartym kwartale ubiegłego roku po korektach, również **spadła w pierwszych dwóch miesiącach tego roku**: spadła o 0,4 % w styczniu i lutym i była tylko nieznacznie (0,2 %) niższa r/r na koniec lutego niż rok temu i tylko nieznacznie (0,6 %) wyższa niż w lutym dwa lata temu.

Tempo wzrostu poziomu cen bazowych przyspieszyło.

Amerykańska inflacja bazowa PCE za ostatni **kwartał** i ostatnie **pół roku**



Źródło: St. Louis Fed (dostępne [TUTAJ](#))

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Bazowy poziom cen PCE wzrósł o **0,9 % w ciągu trzech miesięcy** do lutego 2024 roku. Była to najszybsza kwartalna stopa wzrostu od I kwartału 2023 r. (+1 %) Jednak jeszcze gorszą wiadomością dla FED jest to, że po spowolnieniu w poprzednich miesiącach: w okresie trzech miesięcy do lutego 2024 r. tempo wzrostu wyniosło 1,1 % (w **obserwujemy ponowne przyspieszenie tempa wzrostu usług rynkowych** porównaniu z 0,7 % w okresie trzech miesięcy do sierpnia ubiegłego roku).

Amerykańska Rezerwa Federalna **pozostawiła w marcu stopy procentowe na niezmiennym poziomie**. W nowo przedstawionej prognozie bank centralny spodziewa się znacznie wyższego wzrostu gospodarczego (2,1 % w tym roku, 2 % w 2025 r. wobec 1,4 % i 1,8 % w prognozie grudniowej), ale tylko nieznacznie wyższej inflacji bazowej PCE w tym roku (2,6 % wobec 2,4 % w prognozie grudniowej). Tak więc, pomimo szybszego wzrostu, FOMC nadal spodziewa się obniżyć stopy procentowe łącznie trzy razy w tym roku, ponieważ (słowami Powella) „*inflacja pozostaje na - co prawda czasami wyboistej, ale jednak - ścieżce do 2 %*”.

CEE3

POLSKA

Silny wzrost płac realnych, napięta sytuacja na rynku pracy i ożywienie popytu gospodarstw domowych powstrzymują polski bank centralny przed obniżką stóp, pomimo spadającej inflacji.

Polska gospodarka wzrosła w 2023 r. o zaledwie 0,2 %. Ten anemiczny wzrost był napędzany głównie przez same nakłady brutto na środki trwałe (wzrost o 8 % r/r wynikał z napływu środków z UE); konsumpcja gospodarstw domowych spadła o 1 %.

Produkcja przemysłowa, która w IV kwartale wzrosła o 2 % dzięki silnemu wzrostowi w grudniu (+2,9 % m/m), **rozpoczęła rok 2024 od skromnego spadku o 0,2 % m/m w styczniu i podobnie skromnego spadku o 0,1 % m/m w lutym**. Jednak stopy wzrostu r/r zarówno w styczniu (+0,1 %), jak i lutym (+1,1 %) były dodatnie po raz pierwszy od dłuższego czasu. Lutowy wynik r/r był głównie napędzany przez produkcję dóbr kapitałowych (+11,5 %), natomiast produkcja energii (-1,8 % r/r) i dóbr trwałego użytku dla gospodarstw domowych (-0,1 %) spadła.

Wskaźnik **PMI** jakościowo (choć niekoniecznie ilościowo) odpowiadał temu rozwojowi rok do roku: w IV kwartale średnia wartość osiągnęła 46,9 punktu, **z dalszą niewielką poprawą na początku 2024 r.** (47,1 w styczniu, 47,9 w lutym, **48 w marcu**), czyli poniżej 50 punktów nieprzerwanie od maja 2022 r., ale widoczna jest tendencja wzrostowa. Poprawa w I kwartale wynikała głównie z wolniejszego spadku liczby nowych zamówień

Realna sprzedaż detaliczna, po bardzo mocnym trzecim kwartale (prawie +5 % q/q) i po chwili przerwy w ostatnim kwartale ubiegłego roku (spadek o 0,8 % m/m w listopadzie i nawet 2,9 % m/m w grudniu), **ponownie wzrosła na początku roku: dodała +0,4 % m/m w styczniu i aż 2,9 % w lutym**. W porównaniu rok do roku, tempo wzrostu sprzedaży detalicznej osiągnęło 6,1 % w lutym, natomiast w pierwszych dwóch miesiącach roku sprzedaż wzrosła o 4,6 % r/r. Dobrze wypada zarówno sprzedaż pojazdów (+20,8 % r/r), jak i paliw (+13,8 %).

Jest oczywiste, że sektorowi detalicznemu pomaga rynek pracy. Stopa bezrobocia jest nadal **bardzo niska** i w lutym 2024 r. **wyniosła 5,0 %** po korekcie sezonowej. Nic więc dziwnego, że płace nadal rosną, a roczna **stopa wzrostu płac nominalnych** osiągnęła **12,9 % w lutym 2024 roku**. Biorąc pod uwagę spadek rocznej inflacji (roczna inflacja wyniosła 2,8 % w lutym), oznacza to, że roczna stopa wzrostu płac realnych jest obecnie bardzo silna, nawet dwucyfrowa

Dynamika cen sugeruje jednak, że inflacja przyspieszy w tym roku do 4–5 %. **Na początku pierwszego kwartału 2024 r.** ogólny poziom cen wzrósł o **0,4 % m/m (styczeń) i 0,3 % (luty)**. Po wyraźnie dezinflacyjnym okresie od maja do września, kiedy to inflacja miesiąc do miesiąca nie rosła (0 % w maju i czerwcu, a następnie -0,2 %, 0 % i -0,4 % we wrześniu), od października obserwujemy przyspieszenie inflacji. **Inflacja bazowa** wzrosła nawet o **1,2 %** w ciągu ostatnich trzech miesięcy (grudzień-luty), co jest najszybszym kwartalnym tempem od czerwca ubiegłego roku. Podobnie jak w Czechach, **wzrost cen** w Polsce, które rosną o 7 % r/r (i dodały 1 % m/m w lutym); inflacja jest z kolei tłumiona przez wzrost cen **jest napędzany głównie przez usługi** towarów (0,1 % m/m w lutym, 1,4 % r/r). Jednak w tym roku wygasną środki obniżające ceny z podatków pośrednich, więc jeśli nie zostaną one odnowione, wzrost cen towarów r/r przyspieszy.

Bank centralny, po zaskoczeniu rynków nieoczekiwanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 punktu bazowego we wrześniu i kontynuowaniu cięć stóp w październiku, **pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie 5,75 % od listopada** w związku z ponownie przyspieszającą inflacją. Na konferencji prasowej po kwietniowym posiedzeniu powiedziano, że bank centralny nie jest przekonany, że sytuacja inflacyjna jest pod kontrolą, tj. że inflacja pozostanie trwale na poziomie docelowym. Jest zaniepokojony silnym rynkiem pracy, bardzo szybkim (prawie dwucyfrowym realnym) wzrostem płac i ogólną niepewnością co do tego, co stanie się z cenami w drugiej połowie roku.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

ROPA

Cena ropy naftowej w marcu wzrosła do najwyższego poziomu od października (od wybuchu konfliktu w Strefie Gazy), osiągając pod koniec marca poziom nieco poniżej 90 USD za baryłkę. Powodem marcowego wzrostu były oczekiwania, że OPEC+ nie zmieni swoich kwot produkcyjnych przed czerwcowym spotkaniem, kontynuacja ataków na rosyjską infrastrukturę energetyczną oraz malejąca liczba aktywnych platform wiertniczych w USA.

RYNKI AKCJI

Rynki akcji w marcu wykazywały ożywienie dzięki utrzymującej się fali pozytywnych nastrojów co do przyszłego rozwoju sytuacji i oczekiwań „miękkiego lądowania” („soft landing”), tj. obniżenia inflacji bez wywoływania recesji. Zarówno Europejski Bank Centralny, jak i FED pozostawiły swoje podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie (amerykański FED na piątym posiedzeniu z rządu). Rynek zwrócił więc większą uwagę na wypowiedzi niektórych bankierów centralnych, którzy wskazywali, że obniżki stóp nie będą tak szybkie, jak oczekiwano na początku roku. Odpowiadało to mieszanym danym o inflacji - inflacja bazowa nadal spadała, ale inflacja zasadnicza nieznacznie wzrosła, napędzana głównie przez sektor usług. Mimo to amerykański indeks giełdowy S&P 500 wzrósł o 3,1 % w ciągu miesiąca. Najlepsze wyniki odnotowały sektory materiałów podstawowych i energii. Najgorzej radziła sobie Tesla, która straciła 13 % z powodu słabych wyników. Niespodziewany ruch nastąpił ze strony szwajcarskiego banku centralnego, który jako pierwszy z rynków rozwiniętych obniżył stopy procentowe o 25 pb na swoim posiedzeniu. Europejska inflacja nadal wykazuje tendencję spadkową pomimo wciąż napiętej sytuacji na rynku pracy. Szeroki europejski indeks DJ STOXX 600 wzrósł o 3,7 %.

Akcje notowane na giełdach regionu Europy Środkowej radziły sobie różnie. Rumuńskie akcje radziły sobie bardzo dobrze, zyskując 6,5 %. Sektor bankowy ciągnął rynek, podobnie jak wydobywanie i przetwórstwo ropy naftowej i gazu. Czeski indeks PX również radził sobie dobrze, zyskując w marcu prawie 4 %. Wyraźnym zwycięzcą był Erste Bank, który wzrósł o ponad 11 %. Wzrost był napędzany dobrymi wynikami, obiecaną hojną dywidendą i zapowiedzianą kolejną rundą skupu akcji własnych. Akcje w Polsce nie radziły sobie zbyt dobrze. Tam indeks WIG zakończył sesję na minusie. Na słabe wyniki indeksu wpływ miała przede wszystkim afera LPP. Grupa aktywistów Hindenburg, która skupia się na ujawnianiu oszustw i późniejszym shortowaniu akcji, opublikowała raport, w którym oskarżyła LPP o jedynie fikcyjne wycofanie spółki z rosyjskiego rynku. W reakcji na raport akcje spółki spadły o ponad 30 %. W kolejnych dniach spółka wydała oświadczenie, w którym zaprzeczyła doniesieniom i podjęła próbę wyjaśnienia niektórych kontrowersyjnych kwestii. Inwestorzy w dużej mierze zaakceptowali wyjaśnienia i w pozostałej części miesiąca akcje odrobiły połowę strat, kończąc miesiąc na poziomie -14 %. Oprócz samej spółki, sprawa rzuciła złe światło na cały region, ponieważ region jako całość osiągnął gorsze wyniki niż inne regiony.

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

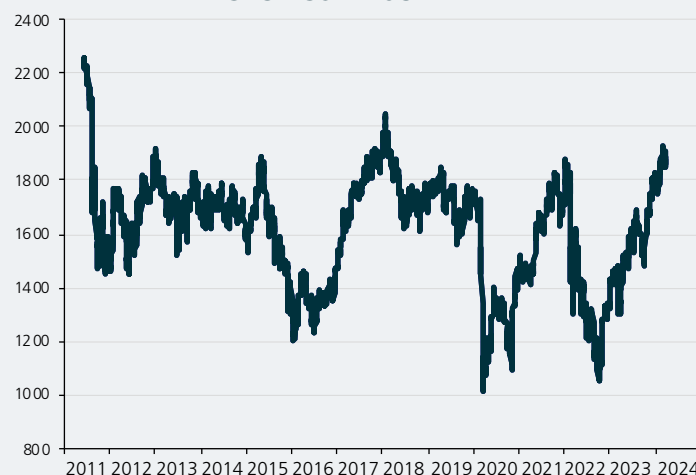
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCJI

Globalne akcje rynków wschodzących również zakończyły pierwszy kwartał na plusie, a indeks MSCI Emerging Markets USD Aggregate Index zyskał w marcu 2,2 %. Rozwój sytuacji był stosunkowo spokojny, a większość rynków odnotowała niewielkie zyski. Najlepiej radziły sobie akcje spółek (technologicznych) z Tajwanu (+9 %), które w dalszym ciągu korzystają na fali zakupów akcji związanych ze sztuczną inteligencją (AI) i produkcją chipów. Chińskie akcje zakończyły miesiąc nieznacznie na plusie, ale kluczowy będzie ogólny rozwój lokalnej gospodarki i ewentualne zatwierdzenie większego wsparcia rządowego, którego inwestorzy wciąż bezskutecznie poszukują. Tureckie akcje również zakończyły miesiąc na plusie (+1,7 %), choć słabnąca lira turecka zniwelowała zyski z powodu rosnącej niepewności przed lokalnymi wyborami. Akcje w Ameryce Łacińskiej pozostały w marcu na niezmiennym poziomie, głównie za sprawą silnych wzrostów na rynku w Meksyku.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W marcu nie odnotowano znaczących ruchów na amerykańskiej krzywej rentowności netto: 10-letnia rentowność była zasadniczo taka sama na koniec marca (4,2 %) jak na początku miesiąca, a na krótkim końcu dwuletnia rentowność wzrosła o około 10 punktów bazowych do 4,6 %. W strefie euro również nie odnotowaliśmy większych ruchów, ze względu na słabsze dane o wzroście i sugestie EBC, że wkrótce zacznie obniżać stopy procentowe, ale rentowności nieznacznie spadły: na dwuletnim terminie zapadalności o 5 pb do 2,85 %, na dziesięcioletnim o 10 pb do 2,3 %.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Pod koniec marca tzw. indeks całkowitej stopy zwrotu (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł tylko nieznacznie (+0,4 %, podobnie jak w poprzednim miesiącu) w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca; ich spekulacyjne odpowiedniki pozostały bez zmian w ujęciu miesiąc do miesiąca.

W przypadku instrumentów denominowanych w dolarach, zarówno obligacje o ratingu inwestycyjnym, jak i spekulacyjnym wzrosły odpowiednio o 1,6 % i 1,2 %. Ogólnie korzystny rozwój w segmencie obligacji korporacyjnych wynikał z utrzymującego się zainteresowania inwestorów bardziej ryzykownymi aktywami, optymizmu co do rozwoju sytuacji gospodarczej i wyników przedsiębiorstw w nadchodzących latach oraz wysiłków zmierzających do zablokowania wyższych rentowności obligacji.

Po zaskakującym spadku w lutym (odpowiednio –8,5 % i –6,9 %), spready kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w EUR kontynuowały ten trend w marcu, spadając odpowiednio o 1,8 % i 2,7 %.

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

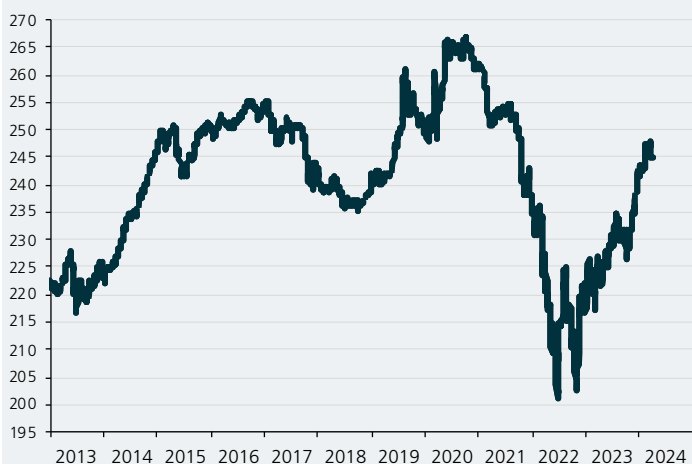
Czeska krzywa rentowności zignorowała w marcu rozwój sytuacji za granicą, podobnie jak w lutym, i wzrosła. Ostrożny CNB, który wskazuje, że będzie obniżał stopy procentowe, ale wolniej niż oczekuje rynek, spowodował, że rentowności nieznacznie wzrosły: rentowność 2-letnia wzrosła o 15 punktów bazowych do 3,8 %, 10-letnia wzrosła o 20 punktów bazowych i powróciła powyżej 4 %.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

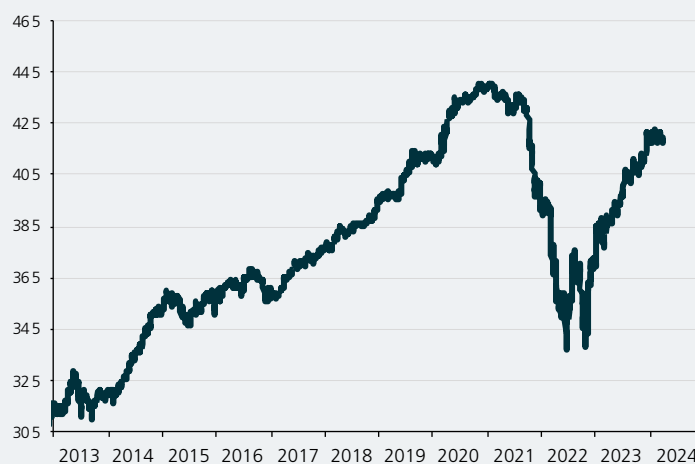
Rozwój sytuacji na polskiej krzywej w marcu był dokładnie taki sam jak w Czechach: dwuletnie rentowności wzrosły o 15 punktów bazowych do 5,15 %, natomiast 10-letnie o 20 punktów bazowych (do 5,45 %).

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ukraińskie obligacje skarbowe w UAH pozostawały w stagnacji lub nieznacznie rosły w marcu. Obligacje państwowe denominowane w dolarach nadal rosły w lutym w związku ze spekulacjami na temat publikacji propozycji restrukturyzacji ukraińskiego długu państwowego w walucie obcej pod nadzorem MFW i przed wygaśnięciem wcześniej uzgodnionego dwuletniego przedłużenia terminu zapadalności. Z cen na poziomie około 20–25 % wartości nominalnej, od lutego stale zbliżają się one do poziomu 40 %. Scenariusze implikowane przez program DSA MFW pokazują opcje restrukturyzacji od prawie 100-procentowego umorzenia zadłużenia w walutach obcych do około 40 %. Istnieje jednak duża wrażliwość na parametry wejściowe, zwłaszcza w postaci poziomów PKB, ustalonego docelowego wskaźnika zadłużenia oraz ogólnych potrzeb pożyczkowych i obsługi zadłużenia. Kwota zadłużenia zewnętrznego do restrukturyzacji wynosi około 28,5 mld USD (20 % całkowitego zadłużenia). Rynek skłania się obecnie ku bardziej umiarkowanej i stopniowej opcji z wydłużeniem terminu zapadalności i zmniejszeniem płatności kuponowych.

WALUTY

Kurs dolara do euro poruszał się w bardzo wąskim przedziale 1,075–1,095 przez cały marzec, podobnie jak miesiąc wcześniej, a przez większość czasu jedynie bardzo blisko poziomu 1,085. **Polski złoty**, podobnie jak w grudniu, w styczniu oraz w lutym i marcu, oscylował w wąskim przedziale między 4,275 a 4,325. **Czeska korona** również wahała się bez trendu w marcu, wokół poziomu 25,30. **Węgierski forint** pozostawał pod presją spadających stóp: po 100-punktowej obniżce stóp w lutym osłabił się do 395 forintów za dolara, gdzie pozostał po kolejnej obniżce stóp w marcu.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Umiarkowana inflacja w połączeniu ze słabym wzrostem gospodarczym (gospodarka jest na poziomie z 2019 r.) zaostrzyła oczekiwania rynku na szybką obniżkę stóp procentowych. Z drugiej strony, spadająca różnica stóp procentowych osłabia koronę, co CNB ocenia jako ryzyko proinflacyjne i tłumi oczekiwania rynku na poluzowanie polityki pieniężnej. Co więcej, CNB nie chce wracać do ery bardzo niskich stóp procentowych z ostatniej dekady. Do tego należy dodać wciąż duży deficyt budżetowy, który zwiększa emisję obligacji. Podsumowując, naszym zdaniem daje to obraz rentowności między 3,5 % a 4 % na krótkim końcu krzywej dochodowości, z odpowiednią premią za dłuższe terminy zapadalności. Ta ostatnia, naszym zdaniem, znajduje się nie niżej niż 50 do 100 punktów powyżej stóp krótkoterminowych. Przy poziomach rentowności obserwowanych pod koniec marca uważamy, że czeskie obligacje skarbowe mają przestrzeń do dalszego wzrostu, a tym samym do dalszego spadku cen. W tym kontekście, obecne ponadprzeciętne zaangażowanie i znaczna nadwyżka wagi inwestorów zagranicznych w czeskich obligacjach skarbowych stanowi dodatkowe ryzyko.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

W Polsce bank centralny nie obniża już stóp po przedwyborczej obniżce - wciąż napięty rynek pracy, silny wzrost płac i przyspieszająca inflacja bazowa w czwartym kwartale sprawiły, że wstrzymał się z decyzjami. Ma to wpływ na rentowności, które pozostają stabilne lub nieznacznie rosną. Wraz ze wznowieniem cyklu obniżek stóp (pytanie brzmi, kiedy to nastąpi) możliwy jest spadek rentowności, ale najpierw, podobnie jak w przypadku Czech, nadal oczekujemy dalszego wzrostu (spadku cen).

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ofensywa armii ukraińskiej zakończyła się wraz z nadejściem zimy, a obecna sytuacja jest raczej defensywna w kontekście problemów z amunicją. Armia rosyjska osiąga marginalne zyski, ale ogólna sytuacja pozostaje bez większych postępów terytorialnych. Po początkowym odparciu rosyjskiego ataku w 2022 roku, Rosja miała wystarczająco dużo czasu na zbudowanie potężnych fortyfikacji obronnych (obecna długość przekracza 5000 km). Ale ich utrzymanie czy spowolnienie ukraińskiego natarcia osiągnięto tylko kosztem ciężkich strat rosyjskich. Z punktu widzenia wyzwolenia terytorium, a w szczególności spełnienia oczekiwań zachodnich sojuszników, jest to porażka. Z punktu widzenia wyczerpania armii rosyjskiej, ofensywa była natychmiastowym sukcesem, ale długoterminowa przewaga liczebna jest po stronie agresora, który może sobie pozwolić na podtrzymywanie konfliktu w dłuższej perspektywie, wykorzystując rozłam Zachodu i malejące poparcie społeczne. Rosja kontroluje obecnie około 109 000 kilometrów kwadratowych (18 % Ukrainy), 25 % w szczytowym momencie inwazji w marcu 2022 r. 40 z tego to jednak terytorium zajęte już w latach 2014–2015. Obecna sytuacja jest więc bardzo podobna do tej po agresji w 2014 r. Nadal spodziewane są ataki Rosji na strategiczną infrastrukturę i cele cywilne, nowe rosyjskie naciski i możliwa odpowiedź ze strony ukraińskiej armii, która nie rozmieściła jeszcze całego swojego zachodniego sprzętu. Jednak bez dodatkowego wsparcia (zwłaszcza przewagi powietrznej i raketowo-artyleryjskiej) trudno będzie posuwać się naprzód, a w wielu miejscach będzie widać więcej rosyjskich wysiłków na rzecz (ograniczonych) postępów.

W grę wciąż wchodzi wydarzenia polityczne. Nowe finansowanie z USA zostało na razie odroczone z powodu wewnętrznych sporów politycznych, ale prawdopodobieństwo jego zatwierdzenia wzrosło. Z drugiej strony, środki europejskie zostały odblokowane pomimo początkowego sprzeciwu Węgier, wynegocjowano nowe dostawy amunicji, a konsensus w sprawie zwiększenia dostaw amunicji w szczególności wydaje się być bardzo silny w Europie. Między innymi inicjatywa prowadzona przez Czechy doprowadzi do natychmiastowej dostawy 200 tys. sztuk nowej amunicji i zwiększenia zdolności produkcyjnych do około 1,5 mln sztuk rocznie. Obecnie ukraińska armia potrzebuje około 3 tys. sztuk amunicji dziennie do utrzymania swoich pozycji, przy czym dostępnych jest około 2 tys. sztuk. W przypadku dużej ofensywy potrzebna byłaby dostępność 8–10 tysięcy sztuk amunicji dziennie.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

WALUTY

Nasze oczekiwania dotyczące kursu euro do dolara nie uległy zmianie; nadal uważamy, że utrzymywanie się kursu mniej więcej w przedziale 1,05–1,10 jest fundamentalnie uzasadnione (tj. biorąc pod uwagę oczekiwany kierunek rozwoju polityki pieniężnej EBC i FED).

Zasadniczo korona czeska znajduje się obecnie mniej więcej na poziomach, których oczekiwaliśmy, biorąc pod uwagę perspektywy stóp procentowych, powolny wzrost gospodarki i politykę fiskalną. W rzeczywistości można oczekiwać dalszej deprecjacji (do 26 CZK/EUR), ale spodziewamy się, że CNB temu zapobiegnie, prawdopodobnie spowalniając faktyczne tempo obniżek stóp i tłumiąc oczekiwania rynku w tym zakresie. W związku z tym spodziewamy się ruchu bez widocznego trendu w przedziale 25 - 25,50 CZK/EUR.

Polski złoty nie ma solidnych fundamentów makroekonomicznych, a bank centralny dodatkowo odebrał mu wsparcie w postaci stóp procentowych, które obecnie są tylko nieznacznie wyższe od amerykańskich. Naszym zdaniem złoty pozostaje wrażliwy i postrzegamy obecny poziom 4,30–4,35 jako maksimum możliwości. Jeśli w nadchodzących miesiącach złoty podąży w jakimkolwiek kierunku, sądzimy, że będzie to słabszy poziom.

Węgierski forint również nie ma powodów do umocnienia: różnica stóp procentowych maleje, polityka wobec UE pozostaje konfrontacyjna, wzrost gospodarczy jest słaby, deficyt na rachunku obrotów bieżących i deficyt budżetowy są duże. Podobnie jak w przypadku złotego, jeśli zobaczymy znaczący ruch, będzie on w kierunku słabszych poziomów.

RYNEK AKCJI

Po ostatnich miesiącach wzrostów na rynkach akcji jesteśmy obecnie neutralni w perspektywie krótkoterminowej. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej z ruchami wymaganych rentowności obligacji, ryzykiem geopolitycznym i napływającymi danymi makroekonomicznymi. Kilka miesięcy wyższych stóp procentowych już odbija się na niektórych firmach i konsumentach, co stawia banki centralne w bardzo trudnej sytuacji, jeśli chodzi o równoważenie aktywności gospodarczej i presji inflacyjnej. Wiąże się to z bardzo ważnym późniejszym ustaleniem podstawowych stóp procentowych. W 2024 r. czeka nas również wiele ważnych wyborów i związanych z nimi napięć geopolitycznych. W większości krajów narastają niepokoje społeczne, napędzane przez dezinformację i różnych populistów.

Większość firm przestawiła się już na wysokie stopy procentowe, a dzięki zyskom były one w stanie zmniejszyć zadłużenie, kontrolując w ten sposób koszty odsetkowe. Marże zysku są zatem nadal wysokie, w czym pomaga silny rynek pracy i ciągły wzrost płac. W ujęciu wartościowym, rynki akcji notowane są na różnych poziomach, a każdy region odzwierciedla określoną premię za ryzyko. W związku z tym mamy różne oczekiwania dotyczące wyników dla różnych rynków akcji. Jednak przedłużający się okres wysokich stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na wyceny akcji.

Europejskie akcje są tańsze pod względem wartości niż akcje amerykańskie, gdzie Europa może skorzystać na wycofaniu produkcji z bardziej ryzykownych regionów w pewnych warunkach, a jednocześnie w wielu sektorach potrzebne będą nowe inwestycje. Ponadto obecnie dokonywane są znaczne redukcje kosztów w obszarze towarów i energii. Będzie to również korzystne dla regionu Europy Środkowej, który jest nadal tanim regionem pod względem kosztów produkcji. Ponadto spodziewamy się pozytywnego impulsu po ostatnich wyborach parlamentarnych w Polsce, co może pomóc w uwolnieniu funduszy unijnych. Amerykańskie akcje korzystają obecnie z boomu związanego ze sztuczną inteligencją (AI) i związanymi z nią firmami, takimi jak Nvidia, Microsoft, Google. Jednak naszym zdaniem obecny wzrost cen akcji jest przesadzony i w nadchodzących miesiącach nastąpi pewna korekta. Naszym zdaniem pozostałe sektory są bardziej atrakcyjnie wyceniane, ponieważ w większości przypadków nie przyczyniły się do wzrostu indeksów giełdowych od początku roku, a jednocześnie są notowane na interesujących poziomach. Z tego powodu wierzymy w ważne wartości tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja doświadczy ożywienia po obecnej „słabości” gospodarczej. Przy ogólnie wyższych stopach procentowych spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach akcji, którą lepiej wykorzystają zarządzający funduszami aktywnymi niż zorientowane na indeksy strategie pasywne. Era zerowych stóp procentowych i taniego pieniądza już minęła.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Dokumentem zawierającym kluczowe informacje 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 oraz Dokumenty zawierające kluczowe informacje, 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