WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

CONSEQ
JUŻ OD 1994

INDEKSY AKCYJNE	
USA – S&P 500 (USD)	–8.80 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	–1.20 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	–3.50 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	–5.75 %
Czechy – PX (CZK)	–2.46 %
Polska – WIG30 (PLN)	–12.20 %
Węgry – BUX (HUF)	–2.81 %

INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas	
USA (USD)	–3.10 %
Europa (EUR)	–3.81 %
Czechy (CZK)	–2.84 %
Polska (PLN)	–4.18 %
Węgry (HUF)	–3.11 %
Turcja (TRY)*	10.28 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek=wzmocnienie)	
USD/EUR	–4.72 %
CZK/USD	5.82 %
CZK/EUR	0.82 %
PLN/EUR	0.63 %
HUF/EUR	2.93 %
TRY/EUR	–3.66 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	1.33 %
Gaz (USD)	28.39 %
Fotowoltaika (EUR)	9.35 %
Złoto (USD)	–1.92 %
Srebro (USD)	–8.33 %
Miedź (USD)	–5.78 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Mimo że inflacja nadal przyspiesza (osiągając w Niemczech 40-letnie maksima) i mimo że w I kwartale utrzymywał się wzrost gospodarczy (oraz spadek bezrobocia), EBC nie robi nic konkretnego, aby okiełznać inflację.

Nowe dane o PKB za I kwartał pokazały, że w I kwartale 2022 r. gospodarka nadal znajdowała się w czarnej wzrostowej strefie wzrostu. Wzrost nie był zbyt duży (+0,2% q/q), ale biorąc pod uwagę problemy w przemyśle i wzrost cen energii, był pozytywnym zaskoczeniem. Wśród głównych gospodarek najgorsze wyniki w pierwszym kwartale odnotowano we Włoszech (-0,2% q/q) i Francji (stagnacja w ujęciu kwartalnym), natomiast najlepsze wyniki osiągnęły Hiszpania (+0,3% q/q) i Niemcy (+0,2% q/q).

Twarde dane opublikowane w EMU w kwietniu 2022 r. były raczej słabsze, ale rynek pracy uległ dalszej poprawie. Wskaźniki wyprzedzające, które pogorszyły się w marcu ze względu na inwazję Rosji na Ukrainę, nie poprawiły się w kwietniu.

Sprzedaż detaliczna, po silnym spadku w grudniu (ostatecznie o 2,1% m/m), wzrosła w styczniu i **lutym** 2022 r., ale tylko w minimalnym tempie (+0,2% i +0,3% m/m); jednak dzięki efektowi bazy (w styczniu 2021 r. sprzedaż spadła o 5% m/m), w **lutym jej roczna stopa wyniosła 5%.** Przyczyną, przynajmniej częściowo, dla której skumulowana sprzedaż nie wzrosła w ciągu ostatnich sześciu miesięcy pomimo silnych podstaw (patrz poniżej), był z pewnością szybko rosnący poziom cen konsumpcyjnych, dla którego wzrost płac nominalnych jest po prostu niewystarczający.

Rynek pracy istotny dla konsumpcji gospodarstw domowych **w tym roku nadal się poprawia**. Wyrównana sezonowo **stopa bezrobocia**, która jeszcze na początku 2021 r. wynosiła 8,2%, na początku 2022 r. spadła poniżej 7%.: **w lutym 2022 r. osiągnęła nawet najniższą wartość w historii UGW, wynoszącą 6,8%** (dane za marzec zostaną opublikowane dopiero 3 maja). Oczywiście, najniższa stopa bezrobocia wśród głównych krajów występuje w Niemczech (3,1%), a najwyższa w Hiszpanii (12,6%, ale nawet ona jest znacznie niższa niż 15,7% w lutym 2021 roku). Wzrost kosztów pracy pozostaje na razie bardzo niski (inaczej niż w USA czy w naszym regionie) – w strefie euro nominalne godzinowe koszty pracy wzrosły w IV kwartale 2021 r. o mniej niż dwa procent. Ale jak długo pozostaną one tak obojętne w obliczu wysokiej inflacji - na to pytanie EBC powinien odpowiedzieć po dokładnej analizie.

Produkcja przemysłowa, po dwóch dobrych miesiącach pod koniec ubiegłego roku (+2,5% m/m w listopadzie i +1,5% m/m w grudniu), w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku była praktycznie w stagnacji. W styczniu spadła o 0,7% m/m, a **w lutym wzrosła o taką samą wartość 0,7%** m/m. W lutym roczna stopa wzrostu wyniosła zaledwie 2%.

Indeks menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle pogorszył się jeszcze bardziej **w marcu** 2022 r., spadając do 56,5 punktu, najniższego od stycznia 2021 r. Przyczynami spadku były rosnąca inflacja (wskaźnik cen czynników produkcji jest prawie na najwyższym poziomie w historii badania) oraz inwazja Rosji na Ukrainę, która spowodowała spadek subindeksu zaufania do przyszłości do najniższego poziomu od maja 2020 r. Najwyższą wartość wskaźnika PMI wśród dużych krajów ponownie osiągnęły Niemcy (56,9 punktu), a następnie Włochy (55,8), Francja (54,7) i Hiszpania (54,2). Po kilku miesiącach poprawa subindeksu określającego długość czasu dostawy zatrzymała się z powodu niedoboru dostaw z Ukrainy. **Wstępne dane za kwiecień** potwierdziły dalsze pogorszenie sytuacji w przemyśle: wskaźnik spadł do najniższego poziomu od 15 miesięcy (55,3 punktu), podczas gdy sam wskaźnik produkcji utrzymał się bardzo nieznacznie powyżej poziomu 50. Przedsiębiorstwa odnotowały ponowne pogorszenie dostępności komponentów z powodu zamknięcia zakładów metalurgicznych w Chinach (Szanghaj) i wojny na Ukrainie, ale nowe zamówienia również uległy pogorszeniu (najsłabszy wzrost od czerwca 2020 r.). Subindeks określający wzrost cen czynników produkcji był drugim najwyższym w historii badania (tj. od 1998 r.). Jest też jasne, że wkrótce będziemy świadkami kolejnego wzrostu cen konsumpcyjnych: wskaźnik cen produkcji ponownie przekroczył (i to znacznie) poprzedni wysoki poziom z marca, zarówno w przypadku usług, jak i towarów.

Podobne zmiany do PMI obserwuje się również w indeksie IFO, który obrazuje warunki w największej gospodarce strefy

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

euro. Wskaźnik oceniający obecną sytuację nie zmienił się w kwietniu i pozostaje stosunkowo wysoki (97,2 pkt, czyli taki sam jak w grudniu 2021 r.), natomiast **wskaźnik oceniający oczekiwania** pozostał niski po marcowym spadku. Rzeczywiście, wskaźnik ten z 98,4 punktu w lutym spadł do 84,9 punktu w marcu i **86,7 punktu w kwietniu**, czyli tylko nieznacznie powyżej poziomu z marca 2020 roku, kiedy to wybuchła pandemia Covid-19. Oczywiście, odzwierciedla to konsekwencje rosyjskiego ataku na Ukrainę.

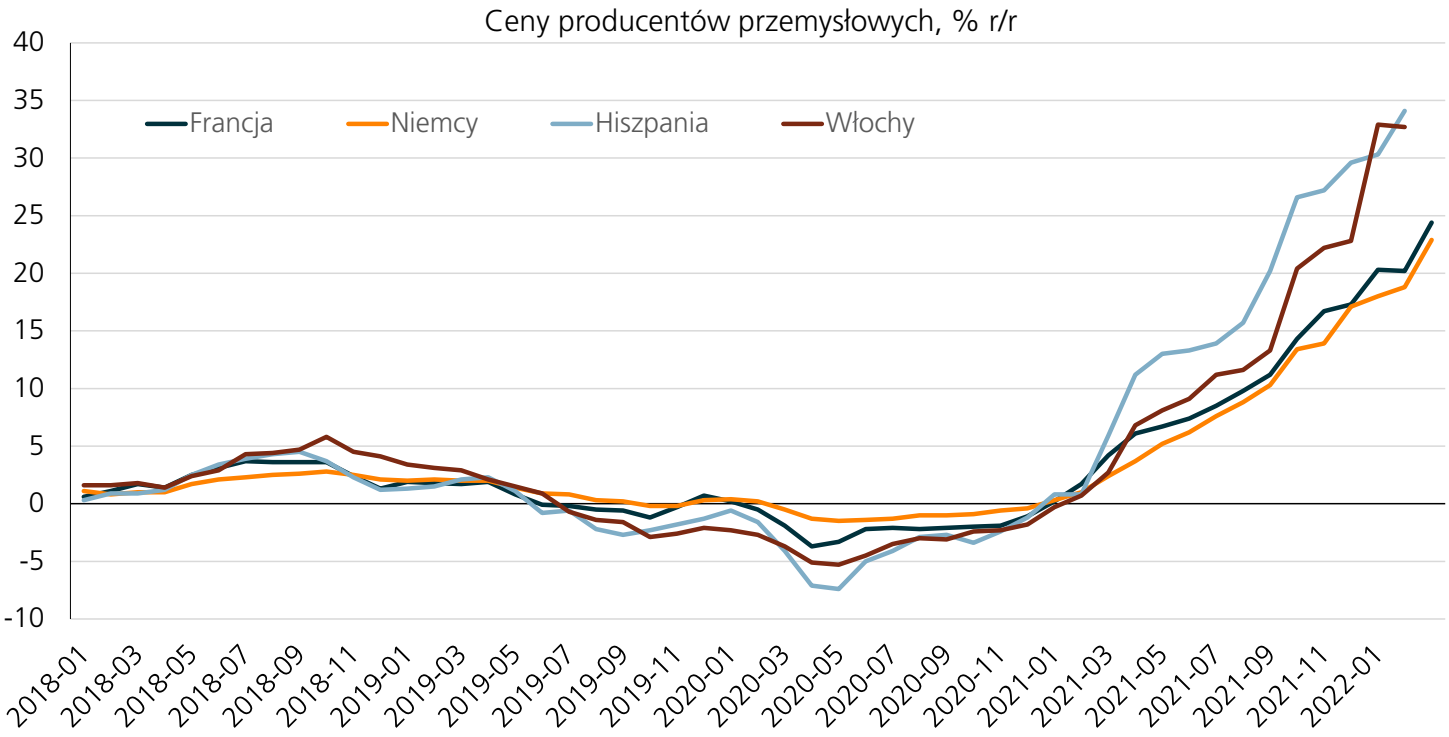
Z kolei sytuacja w dominującym sektorze usług poprawiła się w kwietniu - wynika ze wstępnych danych o PMI. W rzeczywistości indeks wzrósł do ośmiomiesięcznego poziomu 57,7 punktów (w porównaniu do 55,6 punktów w marcu). Nie jest zaskoczeniem, że złagodzenie środków wobec Covid spowodowało, że sytuacja de facto powróciła do stanu sprzed pandemii. Największy wpływ wywarła na turystykę. Nastroje konsumentów **poprawiły się nieznacznie w kwietniu po dramatycznym spadku w marcu (o 1,8 punktu do -16,9 punktu)**, ale nadal pozostają znacznie poniżej średniej długoterminowej.

Inflacja nadal szybko rośnie. Nie zatrzymała się ona w marcu, wręcz przeciwnie. Według **ostatecznych danych, marcowa inflacja wzrosła o 2,4% m/m i tym samym 7,4% r/r**. Ze względu na znaczny wzrost cen paliw i żywności, inflacja bazowa była nieco lepsza (+1,2% m/m i 2,9% r/r), ale ten składnik inflacji również wyraźnie przekracza cel EBC. Wśród głównych krajów, inflacja była najwyższa w Hiszpanii (9,8%) i najniższa we Francji (5,1%); wysoka była również w marcu w Niemczech (7,6%, 40-letni rekord) i we Włoszech (6,8%). **Wstępna inflacja kwietniowa,** opublikowana 29 kwietnia, **wykazała dalszy wzrost inflacji bazowej i zasadniczej.** Inflacja zasadnicza wzrosła do 7,5% r/r, ale **inflacja bazowa** skoczyła do **3,5%**. Wśród głównych krajów, inflacja była najwyższa w Hiszpanii (8,3%) i Niemczech (7,8%), a najniższa we Francji (5,4%) i Włoszech (6,6%). We wszystkich przypadkach jest ona jednak znacznie wyższa od celu EBC.

Ponadto szybko rosną również ceny **producentów przemysłowych**, które w lutym wzrosły w strefie euro o 23,7%, a według wstępnych informacji ich wzrost nie zatrzymał się również w marcu - niemieckie ceny przemysłowe wzrosły w marcu o 22,9% rok do roku, włoskie o 36,9%, hiszpańskie o 38,1% itd. Nie pozostaje nic innego, jak tylko odzwierciedlić to w cenach konsumpcyjnych w nadchodzących miesiącach.

Kwietniowe posiedzenie EBC było gołębie w porównaniu z marcowym. Lagarde oczywiście nie zmieniła swojego planu przedstawionego w marcu (zakończenie skupu aktywów, ale dopiero w III kwartale 2022 r. (!)), ale dodała, że wzrosło ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Agresja Rosji na Ukrainie również zwiększyła ryzyko dla inflacji, ale EBC wyraźnie się tym nie przejmuje. W związku z gołębim tonem posiedzenia, euro osłabiło się do najsłabszego poziomu od dwóch lat (1,08).

Ceny producentów przemysłowych nadal szybko rosną



Źródło: *Eurostat, dostępne TUTAJ*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Dane makroekonomiczne są zdecydowanie proinflacyjne, nawet pomimo rozczarowującego wzrostu PKB w 1Q22. Fed zaczął zacieśniać politykę pieniężną i wywołuje lekką panikę.

Nowe dane o wzroście PKB w 1Q22 pokazały zaskakujące skurczenie się gospodarki. W istocie, gospodarka amerykańska odnotowała ujemny wzrost w 1Q22 po raz pierwszy od pandemicznego drugiego kwartału 2020 roku, choć tylko nieznacznie (-1,4% kw/kw w ujęciu rocznym). Spadek ten wynikał ze znacznego wzrostu importu, który odjął od wzrostu 2,5 punktu procentowego, oraz ze spadku zapasów (-0,8 punktu procentowego). Nie jest to jednak takie rozczarowanie. Po dwóch poprzednich kwartałach, w których wkład zapasów był znacząco dodatni (2,2 pp w 3Q21 i 5,3 pp w 4Q21), należało się spodziewać ujemnego wkładu zapasów, podobnie jak ujemnego wkładu importu, biorąc pod uwagę silny popyt krajowy.

Dane miesięczne opublikowane w kwietniu 2022 r. były proinflacyjne.

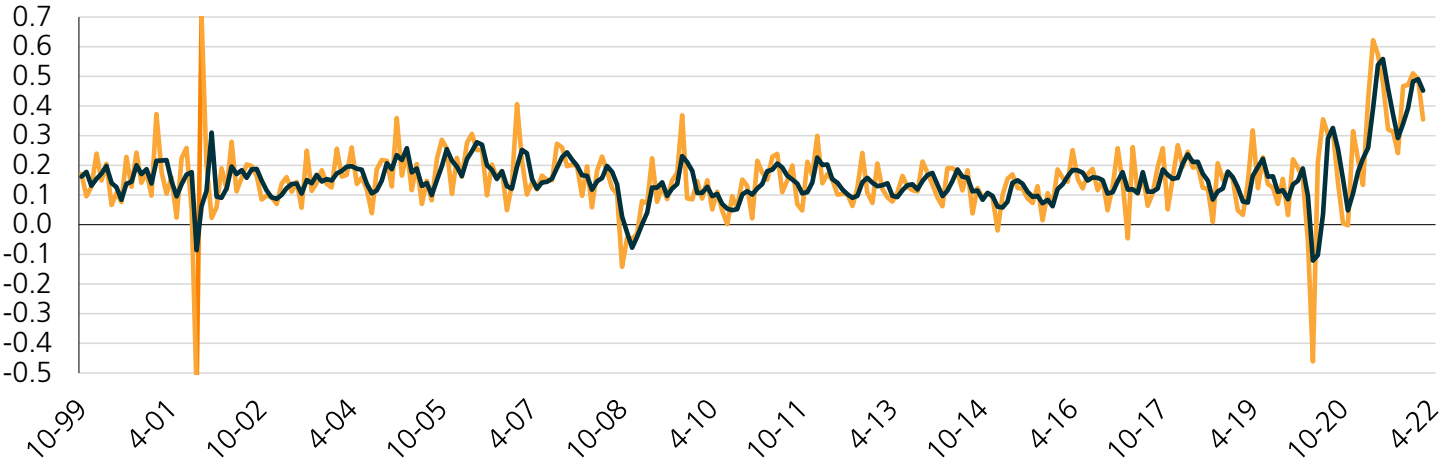
Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw **wzrosła o ponad 5% q/q** w pierwszym kwartale tego roku, utrzymując sprzedaż detaliczną na solidnym poziomie +6,1% r/r (+6,1% q/q), nawet w obliczu silnego wzrostu w 1Q2021 (przypomnijmy, że w 1Q21 sprzedaż detaliczna gospodarstw domowych w USA wzrosła o 15% q/q). Silny wzrost sprzedaży jest wynikiem wciąż bardzo luźnej polityki monetarnej i fiskalnej, ale także dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy. W **marcu stopa bezrobocia osiągnęła poziom (3,6%)** z końca 2019 r. (3,5%), a zatem rynek pracy znajduje się w stanie pełnego zatrudnienia. Inne monitorowane wskaźniki bezrobocia również spadły - **wskaźnik U6** (obejmujący nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, ponieważ nie mają nadziei na jej znalezienie), który jeszcze pod koniec ubiegłego roku wynosił prawie 12%, **spadł do 6,9% w marcu 2022 r.** (grudzień 2019 r.: 6,7%). **Stabilną sytuację obserwujemy w „przepływowych" danych z rynku pracy**. Średnia tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych spadła poniżej 180 tys. w kwietniu 2022 r., a w przypadku wniosków kontynuowanych obserwujemy spadek do 1,5 mln w połowie marca 2022 r. **Nominalny wzrost płac** pozostaje silny - nominalne płace godzinowe w USA wzrosły o 2,6% w ciągu 6 miesięcy poprzedzających marzec 2022 r. i o 5,6% w ujęciu rocznym. Biorąc pod uwagę napięty rynek pracy i duże zaufanie pracowników (w lutym liczba osób dobrowolnie odchodzących z pracy osiągnęła najwyższy w historii poziom 4,4 mln.) nie jest to zaskakujące i można się spodziewać, że wzrost płac będzie dalej przyspieszał.

Po dobrych trzech miesiącach (listopad: +3,2% m/m, grudzień: +1,2% m/m, styczeń: +1,5% m/m), **zamówienia na dobra trwałego użytku spadły w lutym 2022 r.** po raz pierwszy od września ubiegłego roku, w najwyższym tempie (-1,7% po korekcie) od kwietnia 2020 r. Po wyłączeniu zmiennych kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią dla większości firm wskaźnik zastępczy dla inwestycji trwałych, obraz sytuacji jest lepszy: w lutym odnotowano pierwszy od lutego 2021 r., bardzo niewielki spadek (-0,3% m/m). Ponadto, w ujęciu rok do roku, tak zdefiniowane zamówienia podstawowe były o 11% wyższe na koniec lutego 2022 r. w porównaniu z lutym 2021 r. Wstępne **dane za marzec**, opublikowane 26 kwietnia, pokazały **wzrost o 0,8% m/m** dla zamówień ogółem i o taki sam punkt procentowy dla zamówień podstawowych; tempo roczne uległo spowolnieniu, ale nadal utrzymywało się powyżej 10%. Nie jest zaskoczeniem, że zamówienia mają się dobrze - **produkcja przemysłowa, która odnotowała silny wzrost w każdym z trzech pierwszych miesięcy** (+1% m/m w styczniu, +0,9% m/m w lutym i marcu), wzrosła w marcu do **rocznej stopy wzrostu wynoszącej 5,5%**.

Inflacja bazowa (PCE) **utrzymuje się na wysokim poziomie, a jej dynamika nie zwalnia.** W październiku, listopadzie, grudniu 2021 r. i styczniu 2022 r. wzrosła o 0,5% m/m, a **w lutym o 0,4% m/m**. W ciągu ostatnich sześciu miesięcy wzrosła

Inflacja konsumencka w Ameryce z miesiąca na miesiąc nie słabnie

Inflacja bazowa (PCE, %) – m/m i średnia trzymiesięczna



Źródło: *https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPILFE#*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

ona o 2,6%, a podstawowy poziom cen jest o 5,4% wyższy w porównaniu z rokiem poprzednim. Inflacja zasadnicza wzrosła z 5,8% w grudniu do 6,1% w styczniu i **6,4% w lutym**. A biorąc pod uwagę trend w cenach producentów (+10% r/r), wzrost cen konsumpcyjnych prawdopodobnie jeszcze się nie zakończył.

Amerykańska Rezerwa Federalna nie zebrała się w kwietniu, następne posiedzenie odbędzie się w dniach 3-4 maja. Na poprzednim posiedzeniu w połowie marca bank podniósł stopy po raz pierwszy od 2018 r., choć tylko o standardowe 25 punktów bazowych (tj. w przedziale 0,25-0,5%); Tylko jeden członek FOMC, James Bullard, opowiedział się za podwyżką stóp o pół procenta. Powell podał na konferencji prasowej po posiedzeniu, że kluczem do decyzji był *„niezwykle ciasny rynek pracy w warunkach wysokiej inflacji"*. Prezes Fed nie wykluczył również, że dalsze zacieśnianie polityki będzie następowało w etapach większych niż standardowe ćwierć procenta. Nowa prognoza Fed **również została podniesiona: w tym roku członkowie FOMC oczekują jeszcze sześciu** zacieśnień polityki pieniężnej (oprócz zacieśnienia dokonanego w marcu) oraz kolejnych trzech zacieśnień w 2023 r. O tym, jak wielką jastrzębią transformację przeszedł Fed **w ciągu ostatnich sześciu miesięcy, świadczy fakt, że jeszcze we wrześniu ubiegłego roku członkowie FOMC byli podzieleni w kwestii tego, czy podnieść stopy (choćby raz) w 2022 r.**…

CEE3

POLSKA

Polska gospodarka nadal charakteryzuje się silnym wzrostem w przemyśle, sprzedaży detalicznej i inflacji. Bank centralny szybko podnosi stopy procentowe.

Dane o wzroście gospodarczym w Polsce za I kwartał zostaną opublikowane w połowie maja. W ubiegłym roku gospodarka wzrosła o 5,7%, a w ostatnim kwartale ubiegłego roku wzrost gospodarczy wyniósł 1,7% w ujęciu kwartalnym i 7,3% w ujęciu rocznym.

Produkcja przemysłowa odnotowała wzrost w styczniu (+2,4% m/m), lutym (1,8% m/m) i **w marcu** (+2,2%) i na koniec I kwartału wzrosła o prawie **17% rok do roku. Indeks menedżerów ds. zakupów**, podobnie jak w Czechach, **pogorszył się** w marcu z powodu wydarzeń zewnętrznych - podczas gdy w grudniu 2021 roku indeks osiągnął 56,1 punktów, w marcu wyniósł tylko 52,7 punktów. Mimo to, co zaskakujące, biorąc pod uwagę bliskość konfliktu do granicy z Polską, pozostaje on na terytorium wzrostowym.

Wzrost realnej sprzedaży detalicznej pozostaje silny. Po wzroście o 10,6% r/r w styczniu 2022 roku, sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,1% r/r w lutym i o **9,6% w marcu**. Nie dziwi więc fakt, że **stopa bezrobocia** w 1Q22 pozostała na bardzo niskim poziomie i wyniosła **5,2%** (po korekcie) **zarówno w lutym, jak i w marcu**, czyli zaledwie 0,1 punktu procentowego powyżej poziomu z lutego 2020 r. Nie jest zaskoczeniem, że płace nadal rosną - nominalny wzrost płac w marcu wyniósł 12,4%, co oznacza, że **realny wzrost płac pozostaje dodatni**.

I oczywiście nie jest zaskakujące, że inflacja „kwitnie" w takim otoczeniu makroekonomicznym. Z poziomu 5 % r/r w lipcu 2021 r. inflacja wzrosła w kolejnych miesiącach do 9,4 % w styczniu 2022 r. W lutym 2022 roku, dzięki „antyinflacyjnej" tarczy polskiego rządu (= niższe podatki od paliw, żywności), spadła do 8,5%, ale tylko chwilowo. Ostateczne **dane za marzec** pokazały, że tarcza antyinflacyjna mogła tylko na chwilę stłumić inflację - w gospodarce nadal występowała endogeniczna presja inflacyjna, która wraz z wpływem rosyjskiej inwazji na Ukrainę na ceny surowców znalazła odzwierciedlenie we wzroście cen konsumpcyjnych **w marcu o 3,2% miesiąc do miesiąca (najwyższy od stycznia 1996 r.) i o 11% rok do roku**. Inflacja popytowa również osiągnęła poziom (6,9%) niespotykany od lat 90-tych. Wzrost cen producentów, który w marcu przekroczył 20%, nie sugeruje, że powinniśmy zobaczyć szybki zwrot w inflacji konsumenckiej.

Bank centralny nadal będzie zacieśniał politykę w tym roku. Podnosząc stopy o 50 punktów bazowych zarówno w styczniu, jak i w lutym, doprowadził kluczową stopę procentową do poziomu 2,75%, a następnie podniósł ją o trzy czwarte punktu procentowego do 3,5% w marcu i o **taki sam punkt procentowy do 4,50% w kwietniu.** Nie było to aż takim szokiem, biorąc pod uwagę słowa prezesa Glapińskiego po marcowym posiedzeniu (że opowiada się za *„wczesnym i dużym zacieśnieniem*, tj. za frontloadingiem" zacieśnienia polityki pieniężnej). Bank centralny powiedział po kwietniowym posiedzeniu, że „przede wszystkim" zależy mu na tym, aby obecna wysoka inflacja nie utrwaliła się w oczekiwaniach. To, w połączeniu z relatywnie obojętnym złotym i faktem, że z końcem roku wygasną kolejne działania w ramach tzw. tarczy antyinflacyjnej (a zatem inflacja pozostanie dwucyfrowa), sugeruje, że stopy będą dalej rosły. Sam prezes powiedział, że obniżka stóp procentowych jest możliwa najwcześniej pod koniec 2023 r. (a naszym zdaniem nawet później).

ROPA

Po miesiącach stopniowego wzrostu, w I kwartale 2022 r. cena ropy naftowej osiągnęła poziom niewidziany od ponad 10 lat z powodu ataku Rosji na Ukrainę. Na początku marca cena baryłki ropy wynosiła 113 dolarów, a w ciągu miesiąca osiągnęła poziom 120 dolarów. Pod koniec marca cena spadła do poziomu 100 USD, a w kwietniu cena ropy nadal oscylowała wokół tego poziomu w wąskim przedziale ±5 USD.

RYNKI AKCYJNE

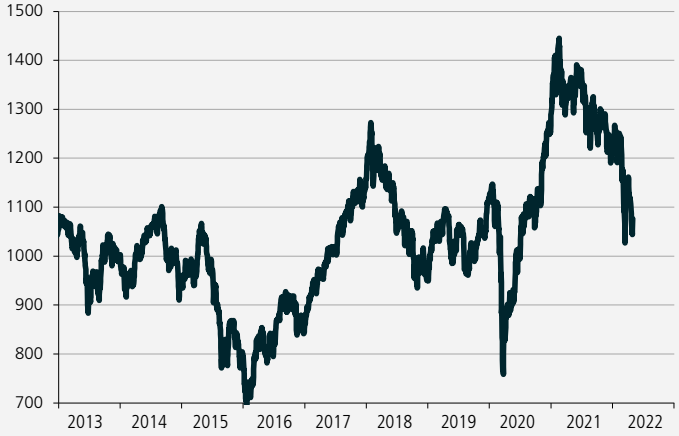
Rynki akcji nie radziły sobie najlepiej w kwietniu. Ostrożność inwestorów wobec trwającej wojny na Ukrainie, spowalniających gospodarek, rosnących kosztów i oczekiwanych podwyżek stóp procentowych w pełni się zmaterializowała. Największą stratę poniosły akcje spółek wzrostowych, które są bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych. Ponadto, niektóre wyniki finansowe, takie jak na przykład spółki Netflix za pierwszy kwartał, pozostały poniżej oczekiwań analityków. Ogólnie rzecz biorąc, firmy radziły sobie dobrze pod względem ekonomicznym w pierwszych trzech miesiącach, chociaż pozytywne niespodzianki nie były tak wyraźne jak w ostatnich okresach. Najlepsze wyniki osiągnęły sektory górnictwa, przemysłu i opieki zdrowotnej. Przekładając to na ceny akcji, najgorszy wynik osiągnął sektor kin i rozrywki (miesiąc do miesiąca cały indeks -30%), ponieważ ludzie bardzo powoli wracają do sal kinowych. Najlepiej poradził sobie segment mebli krajowych (indeks +13,7%). Amerykański indeks S&P 500 stracił -8,8% w ujęciu miesięcznym. Lepiej poradził sobie „wartościowy" region rozwiniętej Europy (indeks DJ STOXX 600 -1,2%). Akcje spółek zachodnioeuropejskich przeszły już poważną korektę w lutym i marcu, a jednocześnie retoryka Europejskiego Banku Centralnego nie jest tak restrykcyjna jak amerykańskiego Fedu. Wśród firm europejskich najgorzej radziły sobie sektory finansowy i nieruchomości, a najlepiej sektory energetyczny i opieki zdrowotnej.

Rynki akcji w Europie Środkowej straciły na wartości w kwietniu (indeks CECEEUR -10,4%). Akcje spadły z powodu negatywnych nastrojów na świecie, którym towarzyszyło pogorszenie aktywności gospodarczej i wzrost inflacji/kosztów. Największymi przegranymi w regionie były akcje polskich spółek wzrostowych, takich jak rynek elektroniczny Allegro (właściciel Mall) czy producent gier CD Project (-30,3%). Zyskały głównie spółki z sektora energetycznego, takie jak czeski CEZ (+8,1%), polska PGE (+8,3%) i węgierski MOL (+4,4%), korzystające z wysokich cen odpowiednio energii elektrycznej, ropy i gazu. Sektor bankowy, który na ogół jest silnie reprezentowany, tracił na znaczeniu. W którym, pomimo znacznego wzrostu stóp procentowych, inwestorzy bardziej obawiają się ochłodzenia gospodarczego, a co za tym idzie wzrostu odpisów kredytowych i popytu na kredyty.

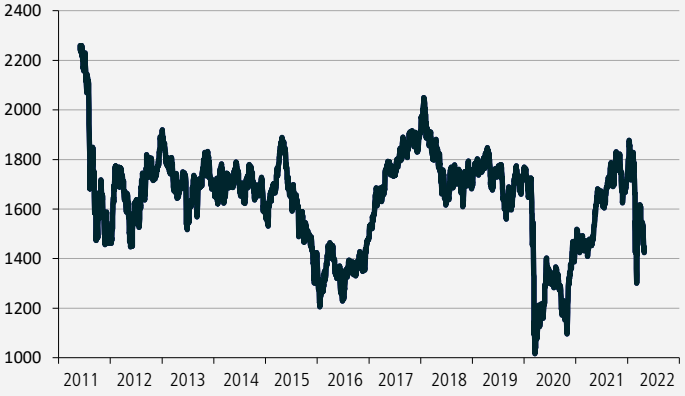
Akcje rynków wschodzących również spadły w czwartym miesiącu tego roku, a indeks MSCI Emerging Markets USD stracił aż 5,75%. Negatywne nastroje wynikały głównie z trzech powodów: zacieśnienia polityki pieniężnej w USA (i związanego z tym silnego dolara), wojny na Ukrainie oraz obaw o trwałość wzrostu gospodarczego w Chinach. Azjatyckie supermocarstwo nadal zmaga się z największym jak dotąd wzrostem liczby zakażeń wirusem Covid-19, a na przykład największe miasto, Szanghaj, zostało zamknięte (lockdown) od końca marca. Skutki dla łańcuchów dostaw i wzrostu gospodarczego pozostają zatem niepewne i są korygowane w dół. Chińskie akcje zareagowały spadkiem o prawie 5% (indeks CSI 300). Spadki odnotowano również w Korei i na Tajwanie, głównie ze względu na spadek produkcji chipów. Ameryka Łacińska również skorygowała swoje wcześniejsze wzrosty. Inwestorzy zareagowali na niższy oczekiwany popyt na towary, zwłaszcza z Chin. Z drugiej strony, dobrze radziły sobie akcje tureckie, które zyskały ponad 13% (w euro).

MSCI WORLD INDEX

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W kwietniu krzywa rentowności amerykańskich obligacji rządowych nieubłaganie wznosiła się w reakcji na stale rosnącą inflację i jastrzębie sygnały ze strony Fed. Od końca marca do końca kwietnia rentowność krótkich papierów wzrosła o około 15 punktów bazowych do poziomu 2,6%, natomiast rentowność długich papierów wzrosła o około 45 punktów bazowych do poziomu 2,8%.

Obserwowaliśmy również wzrost rentowności niemieckich obligacji rządowych, a jedyną różnicą w porównaniu z krzywą rentowności w USA był fakt, że wzrost rentowności był zasadniczo taki sam dla wszystkich terminów zapadalności. W związku z rosnącymi oczekiwaniami na rychłą podwyżkę stóp procentowych również ze strony EBC, rentowność krótkoterminowych obligacji w EUR wzrosła o 25 punktów bazowych do poziomu +0,2%, natomiast rentowność obligacji na długim końcu krzywej skoczyła o 35 punktów bazowych do poziomu 0,9%.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Przez większą część kwietnia rynki obligacji korporacyjnych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych były negatywne. Zacieśnienie polityki monetarnej, które powoli staje się rzeczywistością nawet w krajach rozwiniętych, miało w końcu wpływ zwłaszcza na rentowność obligacji spekulacyjnych.

Indeks całkowitej stopy zwrotu (tzw. Total return index - TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym denominowanych w EUR i USD znacznie spadł w porównaniu z końcem marca, odpowiednio o 2,7% i 3,9%. W przypadku klasy inwestycyjnej sytuacja była oczywiście gorsza dla instrumentów denominowanych w dolarach niż w euro: wskaźnik TRI spadł o 6,6% dla obligacji denominowanych w dolarach, podczas gdy dla obligacji denominowanych w euro nie zmienił się.

Spready kredytowe dla obligacji inwestycyjnych denominowanych w euro, po wzroście o 24% w styczniu i o kolejne 21% w lutym (co czyni je najwyższymi od czerwca 2020 r.), spadły w marcu (o 12%), ale w kwietniu ponownie gwałtownie wzrosły (+24%). Podobny rozwój sytuacji miał miejsce w przypadku spreadów kredytowych obligacji o ratingu spekulacyjnym: po wzroście o 33% w styczniu i 37% w lutym (do najwyższego poziomu od jesieni 2020 r.), spadły one w marcu (o 29%), ale następnie ponownie gwałtownie wzrosły (+54%).

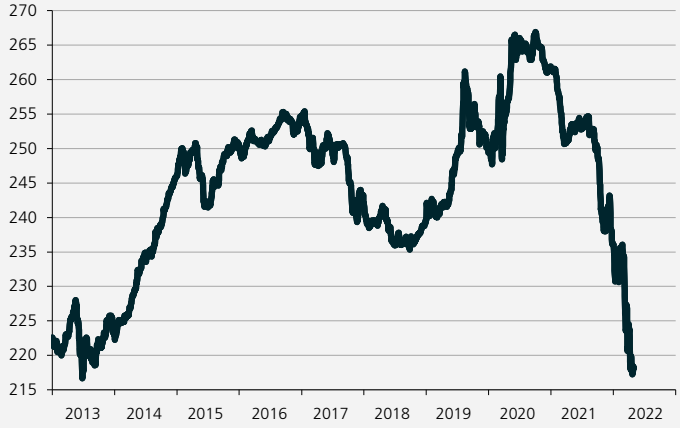
RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Czeska krzywa dochodowości w kwietniu przesunęła się równolegle w górę. Zarówno na krótkim, jak i długim końcu rynku stopy procentowej rentowność wzrosła o około 30-40 punktów bazowych, osiągając poziom odpowiednio 5,3% i 4,3%. Krzywa pozostała więc znacznie odwrócona.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Polska krzywa dochodowości również była odwrócona, ale jej ruch w górę był znacznie wyraźniejszy. W kwietniu, w związku z wysoką inflacją i rosnącymi stopami procentowymi (a także oczekiwaniami rynku co do dalszych podwyżek stóp), rentowność obligacji o różnych terminach wykupu wzrosła o około 90-100 punktów bazowych. Na długim końcu obserwujemy wzrost rentowności 10-letnich obligacji powyżej 6,3%, a na krótkim końcu nawet blisko 6,7%.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND

Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

W kwietniu dynamika wojny na Ukrainie utrzymywała się, przynajmniej na razie, po stronie Ukrainy. Armia rosyjska została zmuszona do wycofania się z Kijowa z powodu niemożności zdobycia (lub nawet okrążenia) stolicy, ciągłych problemów logistycznych i twardego oporu ze strony armii ukraińskiej, a obecnie przegrupowuje się. Można się spodziewać pełnej redyspozycji w południowo-wschodniej części kraju w celu utrzymania obwodu doniecko-ługańskiego i wybrzeża Morza Czarnego. Jednak rozwój sytuacji (zwłaszcza w najbliższych kręgach Kremla) jest nieprzejrzysty i istnieje kilka możliwych scenariuszy.

Ceny obligacji ukraińskich (w USD) wahały się w kwietniu w przedziale 30-45% wartości nominalnej. W ramach lokalnych emisji rządowych w UAH aktywny był jedynie rynek pierwotny w postaci emisji obligacji wojennych, jednak na poziomie rentowności sprzed wybuchu agresji wojennej. Od początku wojny Skarb Państwa wprowadził na rynek obligacje o wartości niespełna 2 mld USD.

Ukraina ma stosunkowo niedawne doświadczenia wojenne. Aneksja Krymu i zajęcie Donbasu przez Federację Rosyjską na początku 2014 roku w odpowiedzi na kryzys polityczny i obalenie prorosyjskiego prezydenta Janukowycza, który został obalony w ramach tzw. Euromajdanu, sprawiły, że Ukraina straciła około 7% swojego PKB z powodu utraty terytorium. Natychmiastowy spadek wyników gospodarczych wyniósł mniej niż 20% w pierwszym kwartale po aneksji. Obecny konflikt, ze względu na swoją skalę, będzie oznaczał jeszcze większe natychmiastowe skurczenie się gospodarki, co będzie miało swoje odzwierciedlenie przynajmniej przez cały bieżący rok. Mimo że zarówno cała gospodarka, jak i finanse publiczne oraz sektor bankowy są w lepszej kondycji niż w 2014 roku, zagraniczna pomoc finansowa będzie miała zasadnicze znaczenie. Oczekuje się, że w najbliższych tygodniach zostaną uruchomione nowe środki z MFW, ale nie można wykluczyć odroczenia płatności kuponów obligacji rządowych lub przedłużenia ich zapadalności.

WALUTY

Dolar umocnił się w stosunku do euro w kwietniu. W pierwszych dwudziestu dniach marca aprecjacja była początkowo ostrożna, ale w ostatnich dziesięciu dniach nasiliły się oczekiwania na szybsze podwyżki stóp w USA, co w połączeniu z nadal gołębim nastawieniem EBC doprowadziło do aprecjacji do poziomu 1,05.

Zmiany kursów walut w Europie Środkowej w kwietniu były zasadniczo podobne. **Korona czeska** przez większą część miesiąca oscylowała wokół poziomu 24,40, ale pod koniec kwietnia została dotknięta przez umacniającego się dolara i osłabiła się do 24,70. **Polski złoty** spędził większą część kwietnia odbijając się nieco poniżej poziomu 4,65, a następnie w ostatniej dekadzie kształtował się powyżej 4,70. Nie pomagają mu nawet wysokie stopy procentowe. To samo dotyczy **forinta węgierskiego**. W kwietniu nie zbliżył się do historycznie najniższego poziomu z lutego (prawie 400 forintów za euro), ale nie można też powiedzieć, że wysokie stopy dodały mu skrzydeł: pod koniec miesiąca kosztował 380 forintów za euro.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Nawet polskie obligacje mają potencjał do dalszego (choć prawdopodobnie ograniczonego) wzrostu rentowności. Inflacja jest bardzo wysoka, a po inwazji Rosji na Ukrainę jeszcze bardziej wzrosła. Złoty pozostaje bardzo słaby, a pakiety antyinflacyjne polskiego rządu zwiększają deficyt (i tym samym podaż obligacji).

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

Wycena rynkowa obligacji ukraińskich (w USD) wynosi około 25-40%, natomiast obligacje lokalne (w UAH) są obecnie w ogóle niehandlowe lub aktywne tylko na rynku pierwotnym. Ministerstwo Finansów emituje specjalne obligacje wojenne, których stała rentowność wynosi około 11%. Od początku wojny banki krajowe i niektóre podmioty zagraniczne ulokowały w ten sposób ponad 1,8 mld USD. Biorąc pod uwagę wsparcie Zachodu i ponadnarodowych instytucji monetarnych, można realistycznie oczekiwać (jeśli Ukraina przetrwa jako niepodległe państwo) normalizacji wycen i powrotu aktywności także na rynku wtórnym. Ożywienie gospodarcze i powrót do normalności będą jednak miały miejsce w dłuższym okresie. W tej chwili najważniejsze jest ciągłe, bezprecedensowe wsparcie materialne i finansowe oraz, oczywiście, przetrwanie niepodległej Ukrainy.

Na razie infrastruktura państwowa działa i nie planuje się restrukturyzacji ani odroczenia spłaty zobowiązań wymagalnych. W marcu zrealizowano dwie płatności kuponowe. Działają Ministerstwo Finansów i Bank Centralny. Trwa pobór podatków i płatności z budżetu państwa. Problemem jest oczywiście ograniczona aktywność gospodarcza. Wprowadzono jednak tymczasowe kontrole kapitałowe, aby zapobiec odpływowi kapitału z kraju. Ministerstwo planuje kolejne aukcje pierwotne i posiada wystarczające środki na wypłatę kuponów obligacji. Jednocześnie z bankiem centralnym uzgodniono tymczasowy program awaryjny na rzecz zapewnienia płynności.

Równocześnie trwają rozmowy z MFW i międzynarodowymi instytucjami finansowymi na temat uwolnienia obecnych lub nowych środków (1,4 mld USD z SDR). W ostatnich tygodniach natychmiast zadeklarowano pożyczki o wartości ponad 20 mld USD (Kanada, USA, UE, EBOR, EBI, Bank Światowy i inne). Rząd USA przygotował pakiet 33 mld USD, z czego 8,5 mld USD stanowić będzie pomoc czysto ekonomiczną. Obecne miesięczne potrzeby budżetowe Ukrainy wynoszą od 3 do 7 mld USD i są finansowane częściowo z działalności Ministerstwa Finansów, Banku Centralnego i pomocy zagranicznej.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

WALUTY

W przypadku **kursu euro do dolara** spełniły się niektóre oczekiwania, że początek cyklu podwyżek stóp w USA i wzrost szacowanego szczytu cyklu zepchnie dolara poniżej 1,10. Naszym zdaniem obecne poziomy są jednak zbyt silne w średnim okresie, ponieważ to, co obserwowaliśmy w przypadku stóp dolarowych, stopniowo wystąpi w przypadku stóp euro, tzn. wzrosną oczekiwania co do ich przyszłego poziomu i wkrótce faktycznie rozpocznie się cykl podwyżek stóp w polityce pieniężnej. Dopóki to nie nastąpi, oczekiwana różnica stóp procentowych będzie na razie działać na korzyść dolara. Stopniowo jednak EBC może zacząć zaskakiwać dynamiką swojej polityki monetarnej. Ponadto euro jest zasadniczo niedowartościowane w perspektywie średnioterminowej, a udział inwestorów międzynarodowych w portfelach w euro jest obecnie poniżej średniej. Wraz ze stopniowym zmniejszaniem się podwyższonego ryzyka geopolitycznego związanego z wojną na Ukrainie, czynniki te będą naszym zdaniem stopniowo przeważać w dłuższym okresie i prowadzić do stopniowego umacniania się euro względem dolara z powrotem do przedziału 1,10-1,20.

Korona prawdopodobnie w dużej mierze wyczerpała już swój potencjał aprecjacyjny na ten rok. W obliczu znacznego przewartościowania perspektyw stóp procentowych Fed i (z czasem) EBC, a tym samym zmniejszenia oczekiwanej różnicy między stopami procentowymi korony a dolarem lub euro, przy niechęci Narodowego Banku Czech do systematycznego wykorzystywania rezerw walutowych w celu wzmocnienia korony oraz przy najwyższej inflacji w regionie, nie widzimy zbyt wiele miejsca na dalszą aprecjację korony w tym roku. Dziką kartą na korzyść korony pozostaje jednak agresywny NBCz, tj. kontynuacja znacznych podwyżek stóp procentowych (np. do 8%).

Polski złoty jest w nieco gorszej sytuacji niż korona czeska - z uwagi na to, że wojna jest bliżej Polski niż Czech, będzie on na razie szukał mocniejszych poziomów, natomiast przed osłabieniem będą go powstrzymywać interwencje NBP (interwencje walutowe i/lub podwyżki stóp) oraz fundamentalne niedowartościowanie. Tylko w przypadku pokoju widzimy możliwość, by w tym roku różnica stóp procentowych i czynniki fundamentalne odegrały rolę, a złoty umocnił się. Biorąc jednak pod uwagę oczekiwany wzrost stóp/rentowności euro, widzimy możliwość bardziej ograniczonej aprecjacji, nieco poniżej 4,50.

Chociaż **węgierski forint** jest obecnie walutą o najwyższej stopie procentowej, bliskość reżimu Orbána z Rosją w kontekście rosyjskiej agresji na Ukrainie będzie negatywnie wpływać na forinta w tym roku. Nawet jeśli sytuacja się uspokoi, spodziewamy się powrotu do poziomu 350-360 forintów za euro w najlepszym przypadku.

RYNEK AKCYJNY

Dalszy rozwój sytuacji na rynkach giełdowych w krótkim okresie pozostaje niepewny. Istnieje wiele scenariuszy dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie i jej możliwego wpływu na rynki akcji. Będzie to więc zależało od tego, kiedy zakończą się walki i dojdzie do ostatecznego porozumienia między Rosją a Ukrainą. Wpływ na więzi gospodarcze między Europą, Ukrainą i Rosją będzie znaczący, co stworzy możliwości dla wielu firm. Będziemy jednak również świadkami negatywnych skutków, przede wszystkim dla łańcuchów dostaw, wysokich cen towarów oraz innych ograniczeń w eksporcie i imporcie. Świat zachodni zdał sobie sprawę z zagrożeń, jakie niosą ze sobą reżimy autorytarne, których fundamenty będą z czasem nastawione na większą lokalizację produkcji. Z tych powodów jesteśmy pozytywnie nastawieni do rynków akcji w Europie Zachodniej, które również notują interesujące wskaźniki wartości. W perspektywie krótkoterminowej akcje będą jednak pod presją ze względu na oczekiwane spowolnienie gospodarcze, wzrost stóp procentowych, wyższe koszty i słabnącą kondycję konsumentów. Jednak nawet tym razem wierzymy, że po słabszym okresie gospodarki, gospodarstwa domowe i rynki akcji ostatecznie wyjdą z niego silniejsze i zdrowsze niż w przeszłości.

Wiele akcji spadło poniżej ich wartości wewnętrznej bez wyraźnego powodu, dlatego wolimy aktywną selekcję akcji niż inwestowanie pasywne. W ciągu ostatnich dwóch lat gospodarstwa domowe zgromadziły solidne oszczędności, ale w najbliższych miesiącach będą się one kurczyć kosztem rosnących cen towarów, energii, żywności i innych dóbr. Wpływ na poszczególne gospodarki i społeczeństwa będzie indywidualny. Gospodarka amerykańska, bardziej oddalona od europejskiej, może radzić sobie lepiej. Z drugiej strony Europa może w perspektywie średnioterminowej skorzystać z niedawnego „zjednoczenia" swoich obywateli i polityków, dokonując jednocześnie bardzo potrzebnych nowych inwestycji w wielu sektorach. Skorzysta na tym również region Europy Środkowej, który wciąż jest tanim regionem pod względem kosztów produkcji, z bardzo wykwalifikowanym kapitałem ludzkim i instytucjami europejskimi.

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