

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	4,80 %	USA (USD)	1,46 %	USD/EUR	1,71 %	Ropa Brent (USD)	-7,10 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	2,63 %	Europa (EUR)	-0,11 %	CZK/USD	-3,49 %	Gaz (USD)	29,93 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	0,21 %	Czechy (CZK)	0,45 %	CZK/EUR	-1,83 %	Fotowoltaika (EUR)	7,89 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	0,29 %	Polska (PLN)	0,54 %	PLN/EUR	-1,35 %	Złoto (USD)	0,87 %
Czechy – PX (CZK)	0,31 %	Węgry (HUF)	1,89 %	HUF/EUR	-0,47 %	Srebro (USD)	15,34 %
Polska – WIG30 (PLN)	1,75 %	Turcja (TRY)*	2,62 %	TRY/EUR	1,03 %	Miedź (USD)	0,42 %
Węgry – BUX (HUF)	-0,35 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Utrzymujący się szybki wzrost płac i solidny wzrost gospodarczy komplikują proces decyzyjny EBC.

Kwartalne tempo wzrostu PKB strefy euro osiągnęło, według drugiego szacunku **w 1. kwartale 2024 roku dodatnie tempo (0,3 % kw/kw)**, co oznacza, że gospodarka była rok do roku większa o 0,4 %. Francja i Niemcy rosły o 0,2 % kw/kw, Hiszpania o 0,7 % kw/kw, a Włochy o 0,3 % kw/kw. Francja jako pierwsza opublikowała również strukturę wzrostu: popyt gospodarstw domowych wzrósł o 0,4 % kw/kw, rządowy o 0,6 % kw/kw, a inwestycje w środki trwałe także o 0,6 % kw/kw, eksport netto stagnował. Struktura wzrostu dla całej strefy euro nie została jeszcze opublikowana.

Twarde dane opublikowane w maju były dobre.

Sprzedaż detaliczna w pierwszym kwartale wzrosła, chociaż aż do publikacji danych za marzec na to nie wyglądało. W styczniu wzrosła jedynie o 0,2 % m/m, a w lutym spadła (-0,3 % m/m), więc wydawało się, że nawet spadek inflacji (a co za tym idzie, poprawa realnych dochodów) nie przywrócił gospodarstwom domowym chęci do wydawania pieniędzy. Dane marcowe były jednak znacznie lepsze: wzrost miesiąc do miesiąca o 0,8 % oznacza, że w pierwszym kwartale sprzedaż wzrosła o 0,7 % kw/kw, a **tempo rocznego wzrostu (+0,7 %) po raz pierwszy od września 2022 roku (+0,3 % r/r) powróciło do dodatnich wartości.**

Wsparcie dla handlu detalicznego na początku roku był (i przynajmniej przez jakiś czas jeszcze będzie) **nadal silny rynek pracy. Stopa bezrobocia**, która w pierwszym kwartale tego roku wyniosła średnio 6,5 %, spadła **w kwietniu do nowego historycznego minimum 6,4 %**. Najniższa spośród dużych krajów jest nadal w Niemczech (3,2 %), a najwyższa w Hiszpanii (11,7 %).

Ku niezadowoleniu ECB, jednak całkiem zrozumiale biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy, wynagrodzenia nadal rosną stosunkowo szybko. Indeks **płac negocjowanych**, który monitoruje ECB, **wzrósł w pierwszym kwartale rok do roku o 4,7 %**, co jest dokładnie takim samym tempem jak historycznie najwyższe tempo rocznego wzrostu osiągnięte w trzecim kwartale ubiegłego roku. Nominalne koszty pracy również utrzymują bardzo wysoką dynamikę kwartalną: kwartalne tempo wzrostu w pierwszym kwartale tego roku wyniosło 1,4 %, co jest zauważalnie powyżej wartości sprzed pandemii.

Produkcja przemysłowa rozpoczęła bieżący rok znacznym spadkiem, bo o 3,2 % m/m, co jest wprawdzie bardzo wysokim tempem spadku, ale jest ono spowodowane jedynie spadkiem produkcji w Irlandii o 29 % m/m. Dane irlandzkie są jednak notorycznie zmienne z powodu produkcji na zamówienie i outsourcingu (na przykład rok temu, w marcu 2023 roku, produkcja spadła o 30 % m/m, a w grudniu wzrosła o 19 % m/m). W lutym **produkcja wzrosła o 1 % m/m**, a w **marcu o 0,6 %**. Na razie w bieżącym roku dobrze radzą sobie Niemcy (w 1Q24 niemiecki przemysł wzrósł o 1,5 %) oraz Hiszpania (+1,4 %). Rocznie jednak niemiecki przemysł jest wciąż o około 4 % niższy w porównaniu z sytuacją sprzed roku, a przemysł w całej strefie euro jest niższy o 1 %.

Indeks menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle przetwórczym poprawia się bardzo powoli, jednak nadal jest daleko od powrotu do terytorium wzrostu (czyli powyżej 50 punktów): **w kwietniu osiągnął 45,7 punktów, a w maju 47,4 punktów**. Te wartości są wprawdzie lepsze niż w drugim (44,7), trzecim (43,2) i czwartym kwartale (43,9 punktów) ubiegłego roku, jednak nadal są na tym samym poziomie co w pierwszym kwartale tego roku (46,4). Są to także wartości wyraźnie poniżej granicy oddzielającej ekspansję od kontrakcji. W **indeksie IFO**, który mapuje warunki w największej gospodarce strefy euro, obserwujemy jedynie **oznaki przyszłej poprawy**: indeks oczekiwań osiągnął w maju (90,4 punktów) najwyższą wartość od kwietnia ubiegłego roku, ale ocena obecnej sytuacji pozostaje nadal **niska** (88,3, praktycznie na tym samym poziomie od sierpnia ubiegłego roku). **W sektorze usług sytuacja według indeksu PMI jest znacznie lepsza w porównaniu do przemysłu**. Po tym, jak w lutym indeks powrócił powyżej 50 punktów, w marcu, kwietniu i **maju nadal się poprawiał**, osiągając najwyższą wartość (**53,3 punktów**) od maja ubiegłego roku (55,1).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

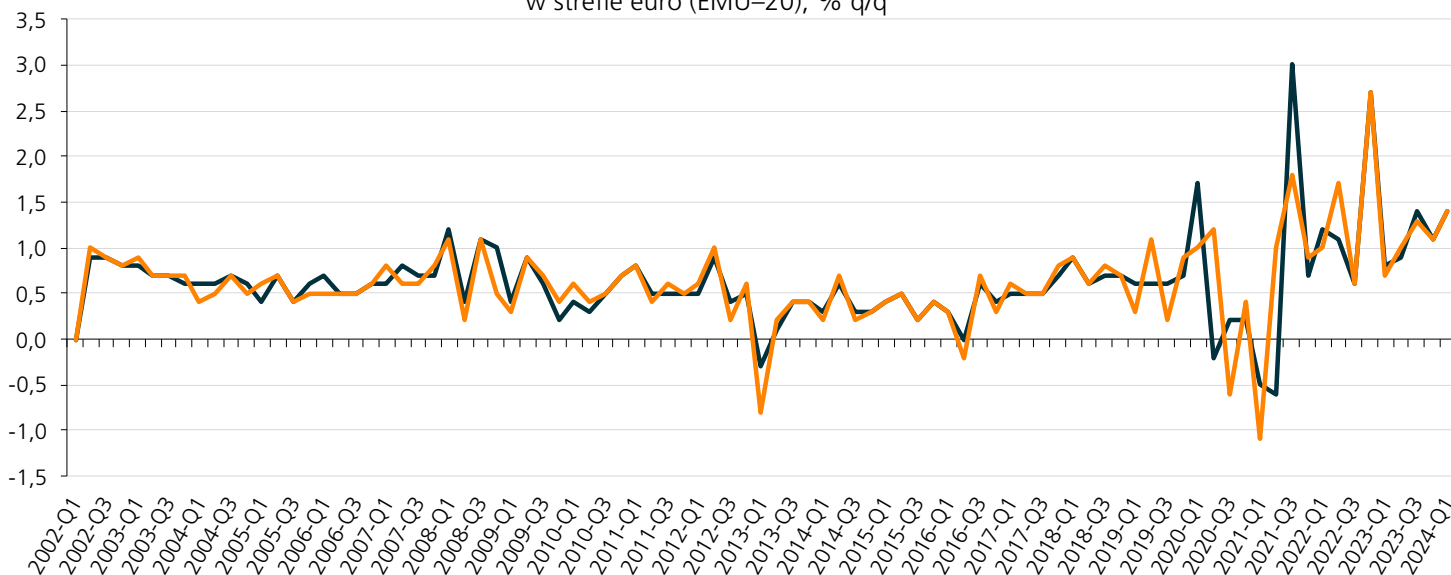
Realny wzrost wynagrodzeń i najniższe bezrobocie wpływają na zaufanie gospodarstw domowych. Choć jeszcze nie osiągnęło ono poziomu sprzed inwazji (w lutym 2022 wynosiło $-9,4$ punktów), to jego obecna wartość ($-14,3$ punktów w maju 2024) jest już daleko od dna z września 2022 ($-28,6$ punktów).

Inflacja bazowa nadal utrzymuje się na poziomach powyżej celu ECB – w ostatnich trzech miesiącach do kwietnia 2024 wzrosła o $0,8$ %, co w ujęciu rocznym jest znacznie powyżej celu banku centralnego, który znajduje się nieco poniżej 2 %. **Roczna inflacja ogólna osiągnęła w kwietniu $2,4$ %, a inflacja bazowa $2,7$ %.** Według [wstępnych](#) danych za maj inflacja ogólna w maju wzrosła o $0,2$ % m/m ($2,6$ % r/r), a inflacja bazowa o $0,4$ % (czyli rocznie $2,9$ %). Wzrost cen usług wyniósł $0,6$ % m/m (czyli $4,1$ % r/r).

ECB w maju nie miała posiedzenia, najbliższe odbędzie się 6 czerwca, i oczekuje się, że ECB na tym posiedzeniu po raz pierwszy obniży stopy procentowe. W kwietniu pozostawiła **stopy bez zmian**. Prezes Lagarde powiedziała, że kilku członków już na kwietniowym posiedzeniu domagało się obniżenia stóp, ale większość skłaniała się ku temu, aby do obniżki doszło dopiero wraz z nową prognozą (w czerwcu). W protokole zapisano, że „do obniżenia stopnia restrykcji monetarnej należy przystąpić, gdy aktualizacja prognozy inflacyjnej i dynamika bieżącej inflacji dodatkowo zwiększą zaufanie w to, że inflacja w zrównoważony sposób konwerguje do celu”. Nie wiem jednak, czy majowe dane dotyczące płac i rynku pracy przyniosły takie „zwiększone zaufanie”...

Nominalne koszty pracy nadal szybko rosną.

Wskaźnik nominalnych kosztów pracy w **całej gospodarce** i **usługach** w strefie euro (EMU-20), % q/q



Źródło: Eurostat, dostępne [TUTAJ](#).

USA

Gospodarka w pierwszym kwartale spowolniła, ochładza się także rynek pracy.

Wzrost amerykańskiej gospodarki w pierwszym kwartale tego roku po dwóch bardzo szybkich poprzednich kwartałach spowolnił, ale nadal pozostał dodatni: roczne tempo wzrostu w pierwszym kwartale było wolniejsze niż tempo $4,9$ % w trzecim kwartale i $3,4$ % w czwartym kwartale ubiegłego roku, a także wolniejsze niż według pierwszego szacunku ($1,6$ %), ale **wzrost o $1,3$ % na początku 2024** roku jest zasadniczo takim samym tempem, jakim amerykańska gospodarka rosła w drugiej połowie 2022 roku. Wzrost ten wynikał ze wszystkich składowych popytu agregatowego z wyjątkiem zapasów: popyt gospodarstw domowych, po dodaniu $2,2$ p. p. w czwartym kwartale 2023 roku, przyczynił się do wzrostu w 1Q24 o $1,3$ p. p., inwestycje w środki trwałe o 1 p. p., a rząd o $0,2$ p. p.

Miesięczne dane opublikowane w maju 2024 roku wskazały na stopniowo ochładzający się rynek pracy.

Realne obroty w handlu detalicznym, po spadku o $0,9$ % w pierwszym kwartale w wyniku styczniowego spadku (o $1,4$ % m/m), **nie zaczęły dobrze również drugiego kwartału**, gdyż w kwietniu spadły o $0,3$ % m/m (a więc o $0,3$ % r/r).

Rynek pracy jest nadal stosunkowo silny, chociaż można zaobserwować oznaki ochłodzenia. Stopa bezrobocia w kwietniu wróciła do poziomu z lutego $3,9$ % (w porównaniu do $3,8$ % w marcu), co dla ilustracji jest o $0,3$ p. p. więcej niż średnia stopa w 2023 roku. Historycznie niskie, ale powoli rosnące, są także inne miary bezrobocia – na przykład **stopa U6** (obejmująca oprócz bezrobotnych również osoby pracujące mniej, niż by chciały, oraz osoby, które zaprzestały poszukiwania

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) w kwietniu dalej wzrosła (do **7,4 %**), co jest o 0,8 p. p. więcej niż przed rokiem i (z wyjątkiem okresu pandemii) najwyższą wartością od marca 2019 roku. Stosunkowo szybkie, ale nadal utrzymujące się, jest tworzenie miejsc pracy: 620 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym w pierwszych trzech miesiącach tego roku oznacza miesięczną średnią (207 tys.) wyższą niż miesięczna średnia w 2023 roku (192 tys.), a kwietniowa wartość (167 tys.) również nie jest zła.

Według badania JOLTS, **stopa wolnych miejsc pracy** nadal spadła, osiągając poziom 5,1 %. Jest to znacznie mniej niż lokalne maksimum po pandemii (7,4 % w marcu 2022 roku) lub wartość sprzed roku (5,9 %), ale nadal o prawie 2 punkty procentowe wyżej niż dwudziestoletnia średnia przedpandemiczna. **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** pozostaje natomiast niska: w pierwszym kwartale wyniosła 210 tysięcy, a w drugim jak dotąd 215 tysięcy, co z historycznego punktu widzenia jest bardzo dalekie od typowych poziomów recesyjnych (> 450 tysięcy).

Roczna dynamika wzrostu płac również spowolniła. Według danych [Atlantyckiego FEDu](#) (opartych na badaniu Current Population Survey, czyli CPS) wzrost płac **w marcu wyniósł 4,7 %**, a według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES) roczna dynamika wzrostu płac w kwietniu (3,9 %) po raz pierwszy od czerwca 2021 roku spadła poniżej 4 %. W trzech miesiącach do kwietnia kwartalna dynamika wzrostu spowolniła do 0,7 %, a półroczna utrzymała się na poziomie 1,9 %.

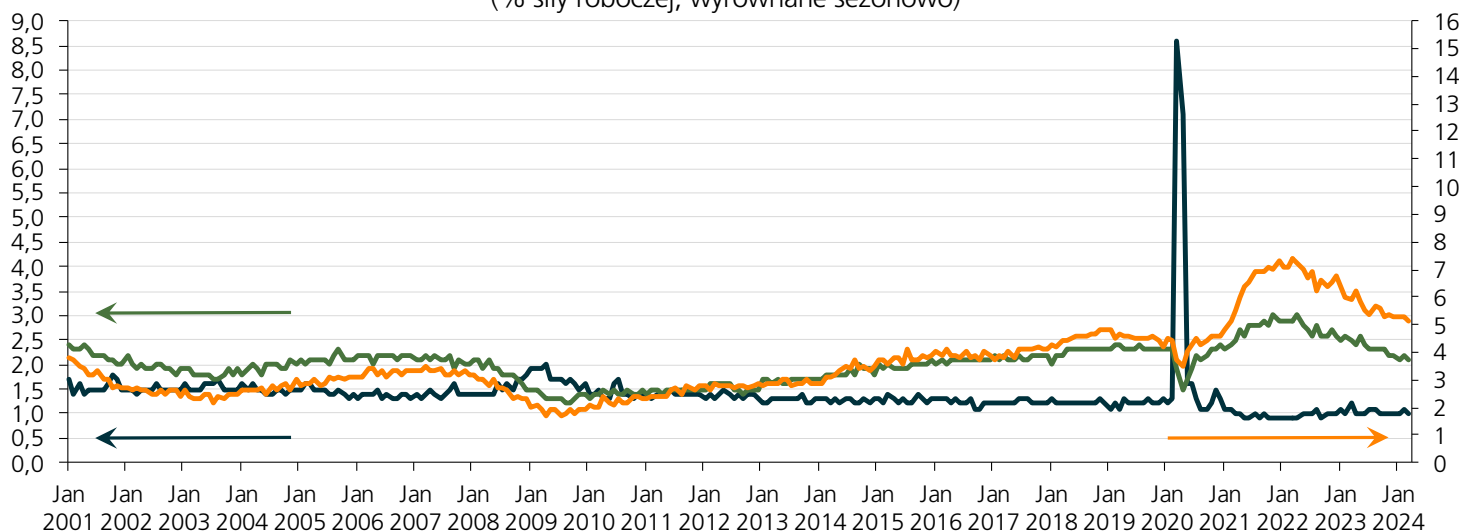
Zamówienia na dobra trwałe w pierwszym kwartale **spadły o 1,8 %** w wyniku znaczącego spadku w styczniu (ostatecznie o niecałe 4 % m/m). Ich bardziej stabilna część i lepszy (mniej zmienny) wskaźnik apetytu inwestycyjnego firm, tj. zamówienia bez samolotów i techniki zbrojeniowej, spadły o 0,2 %. **Drugi kwartał rozpoczął się lepiej:** w kwietniu całkowite zamówienia wzrosły o 0,7 % m/m, a zamówienia bez samolotów i broni wzrosły o 0,3 %. Te „bazowe” zamówienia są już w rocznym wzrostowym trendzie (+0,5 %). **Realna produkcja przemysłowa**, która w czwartym kwartale ubiegłego roku spadła o 0,7 %, **w pierwszym kwartale bieżącego roku po rewizjach wzrosła o 0,2 % q/q**, a na początku kwietnia pozostawała bez zmian m/m. Rok do roku produkcja przemysłowa w USA jest o 0,4 % niższa, co odpowiada poziomowi z marca 2019 roku.

Bazowa inflacja PCE w kwietniu spowolniła do 0,2 % m/m, a w ostatnich trzech miesiącach (luty, marzec, kwiecień) osiągnęła tempo 0,9 %, w ostatnim półroczu natomiast 1,6 %. Po pierwszym kwartale, w którym bazowa inflacja wzrosła o 1,1 % (co było najszybszym kwartalnym tempem wzrostu od pierwszego kwartału 2023 roku), jest to dla FEDu dobra wiadomość. Pozytywną wiadomością jest również spowolnienie tempa wzrostu cen usług rynkowych do 0,8 % za miesiące luty-kwiecień.

Amerykański bank centralny nie miał posiedzenia w maju. Na swoim posiedzeniu pod koniec kwietnia **pozostawił stopy procentowe bez zmian, jednak przekaz był jastrzębi.** W protokole zaznaczono, że w ostatnich miesiącach proces powrotu inflacji do celu 2 % „nie postępował”, a mimo że Powell na konferencji prasowej powiedział, że jest mało prawdopodobne, aby kolejnym krokiem było podniesienie stóp procentowych, dodał również, że „prawdopodobnie potrwa to dłużej, zanim uzyskamy pewność, że inflacja stabilnie wraca do poziomu 2 %”. Innymi słowy, stopy procentowe pozostaną wyższe przez dłuższy czas. Zaskakujące w tym kontekście było jednak decyzja o zmniejszeniu tempa zacieśniania ilościowego z 60 mld USD miesięcznie (w przypadku obligacji skarbowych) do 25 mld USD. Rok wyborczy i rekordowe ilości oferowane przez rząd na aukcjach prawdopodobnie przeważały...

Tempo wzrostu poziomu cen bazowych ponownie przyspieszyło.

Stopa przymusowego i **dobrowolnego** bezrobocia oraz liczba **wakatów** w USA
(% siły roboczej, wyrównane sezonowo)



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

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3
CZECHY

Gospodarka w 1. kwartale lekko wzrosła, wspomagana przez konsumpcję gospodarstw domowych. Inflacja, poza usługami, jest pod kontrolą.

Według drugiego szacunku wzrostu, **gospodarka w pierwszym kwartale** tego roku wzrosła nie o 0,5 % kw/kw, jak w pierwszym szacunku, ale tylko **o 0,3 % kw/kw** (a więc tylko o 0,2 % r/r). Według ČSÚ (czeski urząd statystyczny) „roczny wzrost PKB był wspierany głównie przez wyższe wydatki na finalną konsumpcję gospodarstw domowych i popyt zagraniczny; a negatywny wpływ miało tworzenie kapitału brutto”. **Popyt gospodarstw domowych** wzrósł bowiem o 1 % kwartalnie, co było **najszybszym tempem wzrostu od ożywienia po COVID-19** w 2.–3. kwartale 2021 roku (i jedynie trzecim kwartalnym wzrostem od tego czasu, razem z 2Q23 i 4Q23). Inwestycje w środki trwałe znacząco spadły, prawie o 8 %.

Miesięczne dane opublikowane w maju były mieszane – słaby przemysł, silny handel detaliczny.

Produkcja przemysłowa w pierwszym kwartale ostatecznie znacząco spadła (o 2,6 % kw/kw), co było wynikiem słabego stycznia (-3,1 %) i słabego marca (-1,6 %). W ujęciu rocznym produkcja na koniec pierwszego kwartału tego roku była niższa o 2,7 %. Według ČSÚ „marcowy roczny spadek produkcji przemysłowej był spowodowany wyjątkowo wysoką bazą porównawczą z ubiegłego roku w produkcji pojazdów silnikowych oraz kontynuującym się spadkiem w produkcji maszyn i urządzeń, który dotknął już większość branż tego sektora”. Tak, tego można się spodziewać w kontekście spadku produkcji w Niemczech (-4 % r/r).

Początek roku zatem odpowiada temu, co sugerował indeks **PMI**. W styczniu indeks wyniósł jedynie 43 pkt., a dwa kolejne miesiące były lepsze: w lutym 44,3 pkt., a w marcu 46,2 pkt. (co jest najlepszym wynikiem od sierpnia 2022). Tak, poprawa, w której udział miało głównie mniejsze tempo spadku nowych zamówień, z pewnością miała miejsce w porównaniu do czwartego kwartału, ale mimo to przemysł według PMI pozostawał w strefie kontrakcji. **Wyniki z kwietnia (44,7 pkt.) i maja (46,1 pkt.) nie dają zbyt wielu powodów do oczekiwania znaczącej poprawy w drugim kwartale tego roku.**

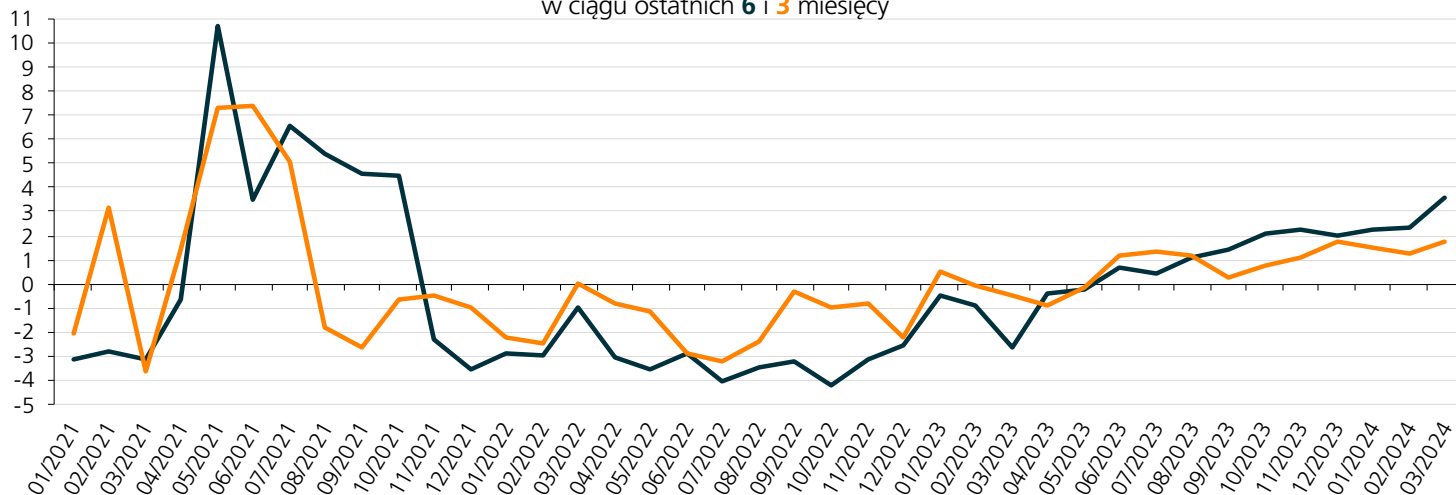
Indeks zaufania firm mierzony przez ČSÚ nadal nie wykazuje trendu: od czerwca zeszłego roku zaufanie firm oscyluje w wąskim przedziale między 0 a 7 punktami. W **kwietniu (7 punktów) i maju (6,8 punktu) indeks ten osiągnął górną granicę wspomnianego przedziału.** Jest to nadal około połowy wartości, w jakiej ten wskaźnik się znajdował w latach 2014–2019.

Zaufanie konsumentów natomiast, po grudniowym spadku do -23,5 punktu i zgodnie z oczekiwaniami (spowalniająca inflacja, brak bezrobocia, solidny wzrost płac nie dawały powodów do takiego spadku), **znacznie się poprawiło** w ciągu tego roku, osiągając -7 punktów w kwietniu. Była to najwyższa wartość tego wskaźnika od września 2021 roku (-6,8 punktu), co oznacza, że zaufanie pod koniec kwietnia było już wyższe niż w miesiącach przed inwazją Rosji na Ukrainę czy przed początkiem kryzysu energetycznego. **W maju zaufanie nieznacznie się pogorszyło** (do -9 punktów), ale i tak jest znacznie wyższe niż kiedykolwiek w latach 2021–2023.

W sprzedaży detalicznej widoczny jest wzrost zaufania (i zatem poprawa wspomnianych wcześniej fundamentów): po wzroście o 1,7 % kw/kw w czwartym kwartale, **sprzedaż w pierwszym kwartale 2024 roku wzrosła nawet o 1,8 %**. Było to najszybsze tempo wzrostu przez trzy miesiące od po-covidowego ożywienia w maju-lipcu 2021 roku. Półroczne tempo wzrostu realnych obrotów osiągnęło 3,5 %, a rok do roku nawet 5 %. W kolejnych miesiącach sprzedaży powinny pomóc również spadające krótkoterminowe stopy procentowe, które powinny dalej obniżyć nadal bardzo wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych.

Sprzedaż detaliczna utrzymuje ożywienie.

Skumulowany łączny wzrost (w %) realnej sprzedaży detalicznej w Czechach w ciągu ostatnich **6** i **3** miesięcy



Źródło: ČSÚ, dostępne TUTAJ.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Czeska inflacja konsumencka wzrosła w styczniu o 1,5 % m/m, w lutym o 0,3 % m/m, w marcu o 0,1 % m/m, ale w kwietniu ponownie o 0,7 %. Ten zaskakująco silny wzrost w kwietniu był jednak tylko wynikiem wzrostu cen żywności i napojów. Inflacja bazowa bowiem po raz drugi z rzędu wzrosła miesiąc do miesiąca tylko o 0,1 %, od stycznia do kwietnia więc tylko niecały procent, co jest zgodne z celem Czeskiego Banku Narodowego. Inflacja roczna osiągnęła 2,9 %, a ceny usług 5,3 % (ceny towarów +1,4 %).

Właśnie szybki wzrost cen usług uniemożliwił CNB większe obniżenie stóp procentowych na spotkaniu na początku maja niż o 50 punktów bazowych, do poziomu 5,25 %. Nowa prognoza przyniosła znacznie wyższe oczekiwane stopy procentowe CNB na całym horyzoncie prognozy (oraz oczekiwania na lepszy wzrost gospodarczy w tym roku). Powodem takiej rewizji w górę prognozy było połączenie słabszej korony (niż zakładała wcześniejsza prognoza), wspomnianej nadal wysokiej inflacji w usługach, napiętego rynku pracy i (najprawdopodobniej) także rewizji liczby obniżeń stóp procentowych przez FED w tym roku, które miały miejsce w kwietniu.

POLSKA

Silny realny wzrost płac, napięty rynek pracy i ożywienie popytu gospodarstw domowych nie pozwalają polskiemu bankowi centralnemu na obniżenie stóp procentowych.

Polska gospodarka wzrosła (po sezonowym oczyszczeniu) **w 1. kwartale o +0,5 % kw/kw** (1,3 % r/r), co było mile widzianą poprawą w porównaniu do stagnacji w czwartym kwartale. Największy wkład we wzrost kwartalny miał popyt gospodarstw domowych (+2,1 % kw/kw), a we wzrost roczny zarówno popyt gospodarstw domowych (z wkładem +2 p. p.), jak i rządowy (+1,9 p. p.).

Miesięczne dane zapowiadały taki rozwój wydarzeń.

Produkcja przemysłowa, po wzroście o 2 % w IV kwartale na skutek silnego wzrostu w grudniu (+2,9 % M/M), **w pierwszym kwartale nie radziła sobie dobrze.** Spadła bowiem w każdym z jego miesięcy, a z powodu znacznego spadku w marcu (o 5,5 % m/m, głównie z powodu spadku w sektorze górniczym i wydobywczym) produkcja **za cały kwartał spadła o niemal 6 %.** Ten trend, zgodnie z oczekiwaniami, został zatrzymany i odwrócony **na początku drugiego kwartału**, kiedy **produkcja wzrosła miesiąc do miesiąca o 7 %**, co oznaczało, że za pierwsze 4 miesiące tego roku produkcja jest wyższa o niecały procent w porównaniu do tego samego okresu ubiegłego roku.

Chociaż zmienność miesięcznych danych jest wysoka, indeks **PMI** wskazywał, że produkcja w pierwszych miesiącach roku w ujęciu rocznym osiągnie stagnację. W pierwszym kwartale PMI nieco się poprawił dzięki łagodniejszemu spadkowi nowych zamówień, osiągając średnią wartość 47,7 punktu w 1Q24. Chociaż była to, jak w każdy miesiąc od maja 2022 roku, wartość poniżej 50 punktów, poprawa w porównaniu do poprzednich kwartałów roku 2023 była widoczna. Niestety, **rozwój PMI w kwietniu i maju nie daje wielu powodów** do myślenia, że ta tendencja do **poprawy będzie kontynuowana:** w kwietniu indeks osiągnął 45,9 punktu, a **w maju nawet równo 45 punktów.** Jest to najgorsza wartość od ostatnich 7 miesięcy i również poniżej średniej (45,5 punktu) za ostatnie dwa lata, kiedy indeks znajduje się poniżej granicy 50 punktów. Powodem było to, że nowe zamówienia, które spadają już od 27 miesięcy, w maju spadły w tempie niewidzianym od października zeszłego roku.

Realna sprzedaż detaliczna wzrosła w pierwszym kwartale o ponad 3 % w ujęciu kwartalnym, jednak ten wzrost został zniwelowany spadkiem o 3,5 % m/m w kwietniu. W porównaniu rok do roku tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w kwietniu wyniosło 4,1 %, a za pierwsze cztery miesiące roku obroty są wyższe o 5 % w ujęciu rocznym. Sprzedaż pojazdów (+23 % r/r za styczeń-kwiecień) i paliw (+12,3 %) ma się dobrze.

Jest również oczywiste, że handel detaliczny wspiera rynek pracy. Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska i w lutym, marcu oraz kwietniu 2024 roku, po sezonowym oczyszczeniu, wynosiła **historyczne minimum 5,0 %.** Nie dziwi więc, że płace nadal rosną – roczne tempo **wzrostu nominalnych płac** osiągnęło **w kwietniu 2024 roku 11,3 %.** W związku ze spadkiem rocznej inflacji oznacza to, że roczne tempo wzrostu realnych płac jest teraz bardzo wysokie, niemal dwucyfrowe.

Miesięczna dynamika cen wskazuje jednak, że inflacja w tym roku przyspieszy. W pierwszym kwartale ogólny poziom cen wzrósł tylko o niecały procent (0,4 % m/m w styczniu, 0,3 % w lutym i 0,2 % m/m w marcu), **ale w kwietniu znacząco przyspieszył.** Ogólna inflacja wzrosła bowiem o 1,1 %, co gorsza, przyspieszyła także inflacja bazowa. W pierwszym kwartale inflacja bazowa wyniosła 1,5 %, a w kwietniu wzrosła o 0,7 %, co tylko dzięki słabemu listopadowi i grudniowi (odpowiednio 0 % i +0,3 %) oznaczało, że półroczne tempo inflacji bazowej nie przekroczyło 2,4 %. Mimo to, jest to najszybsze półroczne tempo od marca-sierpnia 2023 roku i prawdopodobnie jeszcze przyspieszy. Podobnie jak w Czechach, również w Polsce **wzrost cen napędzają głównie usługi**, które rosną rok do roku o ponad 6 % (w 1Q24 wzrosły o 2,4 % kw/kw, w kwietniu o kolejne 0,9 %); inflację zaś łagodzi wzrost cen towarów (1,1 % r/r w kwietniu).

Bank centralny, po tym jak we wrześniu ubiegłego roku zaskoczył rynki nieoczekiwanym dużym obniżeniem stóp procentowych o 0,75 punktu bazowego i kontynuował obniżki również w październiku, w związku z ponownym przyspieszeniem inflacji, **pozostawił od listopada (i przez cały bieżący rok) stopy bez zmian na poziomie 5,75 %.** Na konferencji prasowej po majowym posiedzeniu stwierdzono, że bank centralny może rozważyć obniżenie stóp dopiero w 2025 roku, ponieważ nadal istnieje duża niepewność co do dalszego rozwoju inflacji. Największym ryzykiem według prezesa jest szybki wzrost płac.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

WĘGRY

Węgierski bank centralny nadal obniża stopy procentowe, mimo że rynek pracy jest wyraźnie nie zrównoważony, a wzrost realnych płac oderwany od fundamentów.

Zarówno pierwszy, jak i drugi szacunek wskazują, że (po sezonowym oczyszczeniu) tempo wzrostu PKB w pierwszym kwartale wyniosło 0,8 % kw/kw (1,7 % r/r). Struktura wzrostu pokazała, że po raz pierwszy od czwartego kwartału 2022 roku na roczny wzrost pozytywnie wpłynął popyt gospodarstw domowych, chociaż w porównaniu do czwartego kwartału 2023 roku bardzo nieznacznie spadł (-0,1 % kw/kw). Największy udział w rocznym tempie wzrostu miał eksport netto, natomiast negatywnym faktorem, jak w każdym kwartale począwszy od trzeciego kwartału 2022 roku, był brutto tworzenie kapitału stałego.

To, że popyt gospodarstw domowych był w stagnacji, jest szczególnie w świetle rozwoju **sprzedaży detalicznej** w pierwszym kwartale 2024 roku: w styczniu wzrosła ona tylko o 0,2 %, a w lutym spadła o 0,3 %, ale przy **silnym wzroście w marcu** (+2 % m/m) zanotowała po ostatnim kwartale ubiegłego roku (+2,4 %) kolejny kwartał silnego wzrostu.

Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do kwietnia nieznacznie spadła do poziomu 4,6 %. Jest to wprawdzie znacznie więcej niż historyczne minimum z połowy 2022 roku (3,3 %), ale nadal jest to bardzo niska wartość, blisko pełnego zatrudnienia.

Wzrost płac zatem kontynuuje bardzo szybkie tempo: w całym 2023 roku wzrost płac wyniósł 14,2 % r/r, a **w pierwszym kwartale utrzymał dokładnie to samo tempo.** Od października 2023 roku (co jest pierwszym przypadkiem od sierpnia 2022 roku) rosną również realne płace, w 1Q24 nawet dwucyfrowym tempem. To, podobnie jak w Polsce, wskazuje na możliwość ponownego pojawienia się presji inflacyjnej.

Produkcja przemysłowa rozpoczęła rok 2024 styczniowym spadkiem o 0,9 % m/m, który został zniwelowany w lutym wzrostem o 3,6 % m/m, spowodowanym głównie silnym wzrostem produkcji w sektorze motoryzacyjnym. W marcu jednak produkcja ponownie znacząco spadła (o 3 %), co oznaczało, że za cały pierwszy kwartał **produkcja nieznacznie spadła** (o 0,4 %). Za pierwsze trzy miesiące tego roku produkcja jest jednak niższa o 4,1 % w porównaniu z pierwszymi trzema miesiącami roku 2023.

Ogólny poziom cen wzrósł w pierwszym kwartale 2024 roku w porównaniu z końcem 2023 roku o 2,2 %, w kwietniu natomiast zwiększył się o kolejne 0,7 % m/m. W ujęciu rocznym inflacja wyniosła więc 3,7 %, co było takim samym tempem jak w lutym tego roku (i z wyjątkiem marca 2024 również najniższym od początku 2021 roku). Inflacja bazowa wzrosła o 0,8 %, podobnie jak w kwietniu (i znacznie więcej niż w pierwszych dwóch miesiącach tego roku, odpowiednio 0,4 % i 0,2 %). Podobnie jak w Czechach czy w Polsce, szybko rosną **usługi: w kwietniu wzrosły o 9,5 % r/r.** W połączeniu z wysokim realnym wzrostem płac uważamy, że to tylko kwestia czasu, zanim roczne wskaźniki inflacji znów zaczną się pogarszać.

Węgierski bank centralny (NBH) od listopada ubiegłego roku obniża stopy procentowe (najpierw w listopadzie, grudniu i styczniu każdorazowo o 75 punktów bazowych, w lutym o 1 punkt procentowy), marzec, kwiecień ani maj nie były wyjątkiem: na marcowym posiedzeniu bank centralny powrócił do tempa obniżania o 0,75 punktu procentowego, **w kwietniu i maju stopy spadły zgodnie o pół punktu procentowego (do obecnego poziomu 7,25 %).** Na konferencji prasowej po ostatnim, majowym posiedzeniu, nie pojawiły się znaczące nowości. Wiceprezes Virág powtórzył, że ze względu na niepewność na rynkach finansowych (głównie z powodu utrzymywania się wyższych stóp procentowych w USA przez dłuższy czas) oraz niepewność co do rozwoju inflacji, należy postępować ostrożnie. Szczególnie niepokoi go szybki wzrost cen usług.

ROPA

Cena ropy wspięła się w marcu na najwyższy poziom od października (od wybuchu konfliktu w Gazie), osiągając pod koniec marca wartość nieco poniżej 90 dolarów za baryłkę. Powodem marcowego wzrostu były: oczekiwania, że OPEC+ nie zmieni swoich kwot wydobycia przed czerwcowym spotkaniem, kontynuacja ataków na rosyjską infrastrukturę energetyczną oraz malejąca liczba aktywnych platform wiertniczych w USA. W kwietniu, w miarę jak po amerykańskich danych inflacyjnych na rynek powróciły obawy dotyczące wyższych stóp procentowych i zmniejszyło się prawdopodobieństwo większego konfliktu na Bliskim Wschodzie, cena ropy ponownie spadła poniżej 80 dolarów za baryłkę. W maju ten spadek był kontynuowany i ropa znalazła się na progu 70 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCJI

W maju rynki akcji miały się dobrze (indeks MSCI World +4,2 %). Dobre dane makroekonomiczne napływające z USA dodawały inwestorom potrzebnej pewności, a amerykański indeks S&P 500 (+4,8 %) atakował nowe historyczne maksima. Wszystkie trzy główne amerykańskie indeksy osiągnęły dobre wyniki, z ponownie wysokim wzrostem wartości technologicznych tytułów. Nasdaq Composite wzrósł o +8,5 % miesiąc do miesiąca. Na przykład akcje Nvidii, po dobrych wynikach kwartalnych, wzrosły o +26,9 % miesiąc do miesiąca. Wyniki innych rozwiniętych regionów były słabsze. Obawy dotyczące utrzymania wyższych stóp procentowych w USA przez dłuższy czas oraz przekroczenie rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych powyżej 1 punktu procentowego miały negatywny wpływ na japońskie akcje. Jednocześnie zatajenie i manipulowanie testami bezpieczeństwa tamtejszych producentów samochodów spowodowało bardzo słabe wyniki indeksu Nikkei 225, który wzrósł tylko o +0,2 %. Z Europy napływały obiecujące dane dotyczące łagodnego ożywienia gospodarczego. Opublikowany kwartalny wzrost strefy euro wynoszący +0,3 % pozytywnie zaskoczył. Jednak nadchodzące wybory do Parlamentu Europejskiego i trudne

RYNKI AKCJI

do przewidzenia przyszłe rozłożenie sił hamowały wyższe zyski europejskich akcji. Europejski indeks DJ STOXX 600 bez Wielkiej Brytanii wzrósł o +3,6 % miesiąc do miesiąca, a brytyjski indeks FTSE 100 wzrósł o +1,6 %.

Dodatknie wyniki odnotowały również giełdy Europy Środkowej. Największy polski rynek wzrósł o 1,8 % m/m (indeks WIG30), czeski indeks PX łącznie z dywidendami o 4,5 %, rumuński indeks BET TR o 5,1 %, natomiast węgierski indeks BUX spadł o 0,3 %. W Warszawie najlepiej radził sobie sektor konsumencki, na czele z CCC (+41 %) po dobrych wynikach kwartalnych, PEPCO (+26 %), Allegro (+11 %) oraz Tauron (+39 %) i PGE (+11 %) z sektora usług użyteczności publicznej. Realizacja zysków, wraz z groźbą podwyższenia bufora kapitałowego antycyklicznego, miała miejsce na akcjach banków: Bank Santander (-10 %), mBank (-9 %) i ubezpieczyciela PZU (-2,5 %). Oczekiwane dobre wyniki finansowe, po zeszłorocznych akwizycjach, napędzały akcje Kofola (+10 %) oraz wzrost cen energii elektrycznej w związku ze zbliżającą się dywidendą akcji ČEZ (+9 %). W Rumunii wyniki poszczególnych akcji były mieszane, 23-procentowy wzrost po dobrych wynikach odnotowała grupa medyczna Medlife, natomiast mniejsze zainteresowanie przewozem towarów po Dunaju oznaczało 3-procentową stratę dla przewoźnika wodnego TTS. Rynki Europy Środkowej nadal handlują na niskich wskaźnikach wycen z interesującym potencjałem wzrostu na przyszłość.

Akcje na rynkach wschodzących pozostawały w tyle za rynkami rozwiniętymi, łączny indeks MSCI Emerging Markets USD zakończył się tylko lekko na plusie i zyskał 0,3 %. Akcje chińskie, które mają największą wagę w indeksie, nie miały jednoznacznego kierunku: podczas gdy krajowe akcje (A-Shares) straciły 0,7 %, giełda w Hongkongu zyskała 1,8 %. W ostatnich tygodniach możemy zaobserwować poprawiający się sentyment, który dodatkowo wspierał lepszy od oczekiwań wzrost gospodarczy i oznaki, że rząd zamierza rozwiązać kryzys na rynku nieruchomości. Akcje na Tajwanie wzrosły o 4,8 %, co było głównie spowodowane wzrostem spółek technologicznych. Z kolei akcje koreańskie i indyjskie radziły sobie gorzej. Według oczekiwań majowe wybory w Indiach nie powinny mieć dużego wpływu na obecny kierunek kraju. Rynki w Ameryce Łacińskiej traciły, co było głównie spowodowane rozległymi powodziąmi w brazylijskim stanie Rio Grande do Sul oraz niepewnością przed czerwcowymi wyborami prezydenckimi w Meksyku.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

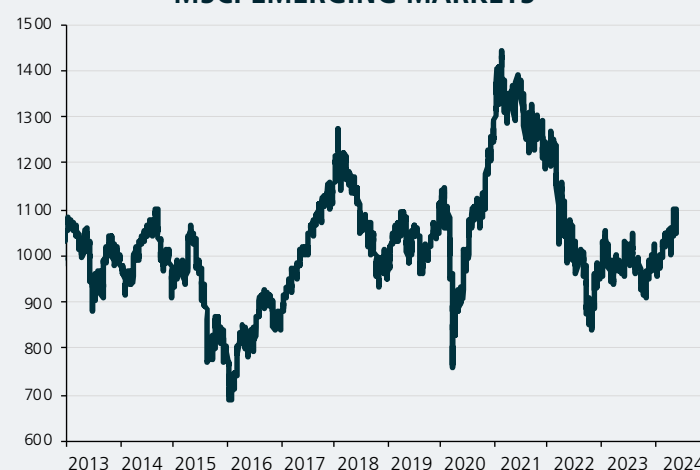
Po tym, jak w kwietniu wyższa inflacja w USA spowodowała znaczny wzrost rentowności zarówno na amerykańskiej, jak i niemieckiej krzywej rentowności, na całej ich długości, w maju przeszliśmy częściową korektę, tym razem jednak tylko w USA. Amerykańskie rentowności obligacji dwuletnich spadły z powrotem poniżej 5 %, tj. o około 15 p. b. do 4,87 %, a dziesięcioletnie o 18 p. b. do 4,50 %. Na niemieckich obligacjach sytuacja była inna, tam rentowności nadal rosły, głównie ze względu na silniejsze dane dotyczące wzrostu i płac w strefie euro: rentowność dwuletnich obligacji wzrosła o 6 p. b. do 3,1 %, a dziesięcioletnie o 8 p. b. do 2,7 %.

INDEKSY RYNKÓW AKCJI

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. indeks total return (TRI) na koniec maja dla korporacyjnych obligacji inwestycyjnych denominowanych w EUR w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca pozostał na tym samym poziomie (+0,4 %, tak jak w poprzednich miesiącach); dla ich spekulacyjnych odpowiedników wzrósł o 0,8 %.

W przypadku instrumentów dolarowych, po znacznym spadku w kwietniu (zarówno dla obligacji inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych, odpowiednio o 3,2 % i 1,1 %), nastąpiła korekta: w maju TRI dla obligacji inwestycyjnych wzrósł o 2,2 %, a dla instrumentów spekulacyjnych o 1,2 %.

Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w EUR, po wzroście w kwietniu (odpowiednio o 2,8 % i 7 %), powróciły do spadku: w maju spadły o 5,8 % i 6,9 %. W porównaniu z początkiem roku są one więc niższe odpowiednio o 10 % i 5 %.

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Krzywa rentowności w Czechach w maju nie uległa zmianie. Rentowność obligacji dwuletnich pozostała na poziomie 4,25 % z końca kwietnia (co stanowi wzrost o 45 p. b. w porównaniu z końcem marca), a dziesięcioletnich utrzymała się na poziomie 4,37 % (wzrost o 36 p. b. w porównaniu z końcem marca). Nie jest to zaskakujące, ponieważ nie odnotowano znaczących danych makroekonomicznych, a ruchy na europejskiej krzywej rentowności nie były zbyt wyraźne.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

W Polsce doszło jedynie do spadku rentowności na krótkim końcu krzywej, o 13 punktów bazowych do poziomu 5,2 %. Rentowności dziesięcioletnie pozostały bez zmian na poziomie 5,7 %. Podobnie jak w Czechach, w Polsce nie pojawiły się żadne istotne informacje krajowe, a na zagranicznych (niemieckich) rynkach obligacji niewiele się działo.

RYNEK OBLIGACJI - TURCJA

Turecki rynek obligacji ponownie odnotował silny napływ zagranicznych inwestorów. Tamtejsza gospodarka pozostaje bardzo odporna na środowisko wysokiej inflacji, jednak wzrost stóp procentowych stopniowo wpływa na aktywność konsumentów. Polityka fiskalna rządu po niedawnych wyborach nie powinna być już tak proinflacyjna w przyszłości. Bank centralny skutecznie zmniejsza popyt krajowych oszczędzających na płynność dolarową poprzez działania regulacyjne, ograniczając tym samym presję na turecką lirę.

Rentowności tureckich obligacji w maju stabilizowały się lub powoli spadały. Po kwietniowej stabilizacji, dzięki aktywności zagranicznych inwestorów, kurs tureckiej liry nieznacznie się umocnił.

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ukraińskie obligacje skarbowe denominowane w UAH w maju cenowo stagnerowały lub lekko rosły. Dolarowe obligacje skarbowe po silnym wzroście cen w marcu (wynikającym ze spekulacji na temat ogłoszenia propozycji restrukturyzacji ukraińskiego długu zagranicznego pod nadzorem MFW oraz przed upływem wcześniej uzgodnionego dwuletniego przedłużenia terminu zapadalności) skorygowały się i w maju pozostały na poziomie około 30 % wartości nominalnej.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

Sytuacja wojenna na Ukrainie nie zmienia się znacząco. Żadna ze stron nie osiąga większych postępów terytorialnych. Armia rosyjska osiąga marginalne zyski, ale ogólny stan rzeczy pozostaje bez większych zmian. Po początkowym odparciu rosyjskiego ataku w 2022 roku Rosja miała wystarczająco dużo czasu, aby zbudować masywne fortyfikacje obronne (aktualna długość przekracza 5 tysięcy km). Ich utrzymanie lub spowolnienie ukraińskiego postępu było jednak osiągnięte kosztem dużych strat rosyjskich. Z punktu widzenia wyzwolenia terytorium i zwłaszcza spełnienia oczekiwań zachodnich sojuszników, jest to niepowodzenie. Z perspektywy wyczerpania armii rosyjskiej ukraińska ofensywa była bezpośrednio udana, jednak długoterminowa przewaga liczebna jest po stronie agresora, który może sobie pozwolić na długotrwałe utrzymanie konfliktu i wykorzystywanie niejedności zachodu oraz malejącego poparcia publicznego. Obecnie Rosja kontroluje około 109,000 km² (18 % Ukrainy), na szczycie inwazji w marcu 2022 było to 25 %. Jednak 40 % tego obszaru to tereny zajęte już w latach 2014–2015. Obecna sytuacja jest więc bardzo podobna do tej po agresji w 2014 roku. Oczekuje się dalszych ataków Rosji na strategiczną infrastrukturę i cele cywilne, nowego nacisku Rosji oraz ewentualnej odpowiedzi ukraińskiej armii, która po kilku miesiącach przerwy w dostawach nowego sprzętu ponownie otrzymuje nową zagraniczną technikę i udało się jej znowu zmobilizować przepływy finansowe. Ostatnie momentum było zdecydowanie po stronie rosyjskiej armii, jej postępy jednak się wyczerpały, a dzięki zagranicznemu sprzętowi sytuacja ponownie się stabilizuje.

WALUTY

Dolar względem euro w połowie kwietnia, na skutek oczekiwań, że stopy procentowe w USA pozostaną wyższe przez dłuższy czas, osiągnął poziom 1,06, co było najsilniejszą wartością dolara od listopada ubiegłego roku. Od drugiej połowy kwietnia jednak zaczął ponownie słabnąć i pod koniec maja osiągnął poziom 1,085, czyli taki sam, jaki miał w pierwszej dekadzie kwietnia. Głównym powodem była łagodniejsza inflacja, która została opublikowana w maju.

Polski złoty rozwijał się odwrotnie do dolara: najpierw, na skutek silnego dolara w połowie kwietnia, osłabił się z wartości 4,25 aż do poziomu 4,375, aby potem od drugiej połowy kwietnia i przez cały maj się umacniać. W rezultacie, pod koniec ubiegłego miesiąca osiągnął poziom 4,25.

Czeska korona już w kwietniu zaczęła się umacniać, ponieważ z czeskiej krzywej usunięto oczekiwania na znaczną obniżkę stóp procentowych w tym roku: pod koniec kwietnia korona atakowała poziom 25,10. W maju kontynuowała ten trend i osiągnęła poziom 24,70.

Węgierski forint w kwietniu oscylował w przedziale 390–395, ale w maju umocnił się do 388.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Wzrost amerykańskich rentowności spowodował w kwietniu przesunięcie krzywej czeskich obligacji skarbowych w górę, co dodatkowo spotęgował CNB swoją nową prognozą, tłumiąc oczekiwania na znaczną i szybką obniżkę stóp procentowych w tym roku. W związku z tym, że CNB nie chce wracać do ery bardzo niskich stóp procentowych z poprzedniej dekady oraz z uwagi na utrzymujący się duży deficyt budżetowy (wynoszący 210 mld CZK za pierwsze 5 miesięcy, przy planie na cały rok wynoszącym 250 mld CZK), uważamy, że rentowności pozostaną w najbliższym kwartale powyżej 4 %, zarówno na krótkim, jak i długim końcu krzywej. Nie widzimy miejsca na znaczny spadek poniżej tego poziomu w drugiej połowie roku, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji w USA oraz utrzymującą się krajową inflację w sektorze usług.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

W Polsce po przedwyborczej obniżce stóp w ubiegłym roku bank centralny nie obniża już stóp procentowych - wciąż napięty rynek pracy, silny wzrost płac i wciąż wysoka inflacja bazowa spowodowały, że zrobił sobie bardzo długą przerwę. Ma to wpływ na rentowności. Wraz ze wznowieniem cyklu obniżek stóp możemy spodziewać się niewielkiego spadku rentowności, ale pytanie brzmi, kiedy to nastąpi – nie wygląda na to w tym roku, biorąc pod uwagę rozwój płac.

RYNEK OBLIGACJI - TURCJA

Biorąc pod uwagę oczekiwany szczyt presji inflacyjnej i spadek inflacji bliżej 40 % pod koniec roku oraz obecnie już dodatnie realne stopy procentowe (przy annualizowanych ostatnich trzech wzrostach miesiąc do miesiąca), oczekujemy, że kurs walutowy ustabilizuje się dzięki utrzymaniu wysokich stóp banku centralnego (podstawowa stopa procentowa pozostanie na poziomie na/powyżej 50 % w połączeniu z zaostrzeniem wymogów regulacyjnych rynku międzybankowego dotyczących płynności) i przy wsparciu wzrostu zainteresowania inwestorów zagranicznych. Podstawowym założeniem jest brak motywowanej politycznie ingerencji w skład banku centralnego oraz utrzymanie konstruktywnego podejścia ministerstwa finansów.

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ukraina kontynuuje negocjacje zarówno z Międzynarodowym Funduszem Walutowym, jak i międzynarodowymi wierzycielami w sprawie dalszego rozwoju i restrukturyzacji zadłużenia zewnętrznego. Scenariusze implikowane przez program MFW pokazują opcje restrukturyzacji od prawie 100-procentowego umorzenia zadłużenia w walucie obcej do około 40 %. Istnieje jednak duża wrażliwość na parametry wejściowe, w szczególności w postaci poziomu 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

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

Czeska korona, wbrew naszym oczekiwaniom, przełamała granicę 25 koron i pod wpływem bardziej jastrzębiej polityki banku centralnego przesunęła się na poziom 24,70. Ponieważ obecnie oczekiwania co do liczby obniżek stóp procentowych w naszym kraju są bliższe rzeczywistości niż kilka miesięcy temu, a EBC może zaskoczyć mniejszą obniżką stóp niż przewiduje rynek, oraz biorąc pod uwagę silnego dolara (wyższe stopy przez dłuższy czas), nie widzimy już przestrzeni do dalszego umocnienia. Jeśli korona gdzieś się przemieści, to raczej w kierunku 25 koron (lub powyżej tej granicy).

Polski złoty nie ma solidnych fundamentów makroekonomicznych, a ponadto zeszłej jesieni bank centralny odebrał mu podporę w postaci (wyższych) stóp procentowych, które są dziś tylko nieznacznie wyższe od stóp w USA. Dlatego naszym zdaniem złoty pozostaje wrażliwy, a wartości pomiędzy 4,20 a 4,30 uważamy za maksimum możliwości. Jeśli w najbliższych miesiącach gdzieś się przemieści, to według nas na słabsze poziomy.

Węgierski forint również nie ma żadnego powodu do umocnienia: różnica stóp procentowych się zmniejsza, deficyt na rachunku bieżącym i budżetowym są duże. Podobnie jak w przypadku złotego, jeśli zobaczymy większy ruch, to raczej w kierunku słabszych poziomów.

RYNEK AKCJI

Na rynki akcji mamy neutralne spojrzenie, preferujemy rynki wschodzące przed rozwiniętymi z powodu różnych oczekiwanych trajektorii podstawowych stóp procentowych i bardziej pozytywnego rozwoju gospodarczego. Na niskich wskaźnikach wartości notowane są również rynki akcji rozwiniętej Europy i Wielkiej Brytanii. W ramach rynków wschodzących nasz region Europy Środkowej nadal należy do najtańszych.

W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej z wahaniami wymaganych rentowności obligacji, ryzykami geopolitycznymi oraz nadchodzącymi danymi makroekonomicznymi. Wyższe stopy procentowe już odbijają się na niektórych firmach i konsumentach, co stwarza bardzo trudną sytuację dla banków centralnych, które muszą balansować między aktywnością gospodarczą a presjami inflacyjnymi, co jest kluczowe przy ustalaniu podstawowych stóp procentowych.

Marże zysku korporacji nadal są silne, do czego przyczynia się silny rynek pracy i ciągły wzrost płac. Rynki akcji notowane są na różnych poziomach wartości, a każdy region odzwierciedla specyficzną premię za ryzyko. Dlatego mamy różne oczekiwania dotyczące wyników dla poszczególnych rynków akcji. Dłuższy okres z wysokimi stopami procentowymi miałby jednak negatywny wpływ na wycenę akcji.

Akcje europejskie są tańsze wartościowo w porównaniu z amerykańskimi, a Europa może pod pewnymi warunkami czerpać korzyści z przenoszenia produkcji z „bardziej ryzykownych” regionów, co jednocześnie będzie wymagało nowych inwestycji w wielu sektorach. Ponadto obecnie następuje znaczące obniżenie kosztów w postaci cen surowców i energii. Na tym skorzysta również region Europy Środkowej, który wciąż jest tanim regionem pod względem kosztów produkcji. Amerykańskie akcje obecnie korzystają z boomu wokół sztucznej inteligencji (AI) i związanych z nią firm, takich jak Nvidia, Microsoft, Google,... Uważamy jednak, że obecne rajdy na rynku akcji są przesadzone i w ciągu najbliższych miesięcy nastąpi pewna korekta. Pozostałe sektory są według nas oceniane bardziej atrakcyjnie, ponieważ w większości przypadków nie brały udziału we wzroście indeksów akcji w ostatnich miesiącach, a notowane są na interesujących poziomach. Wciąż jednak wierzymy w wartościowo tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja, po obecnej „słabości” gospodarczej, doświadczy ożywienia.

Przy ogólnie wyższych stopach procentowych spodziewamy się zwiększonej zmienności rynków akcji, z czego lepiej będą korzystać aktywni zarządzający funduszami niż strategie pasywne oparte na indeksach. Era zerowych stóp procentowych i taniego pieniądza jest za nami.

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