Wrzesień 2024

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

CONSEQ | 30 LAT

INDEKSY AKCYJNE	
USA – S&P 500 (USD)	2,02 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	–0,41 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	–1,88 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	6,45 %
Czechy – PX (CZK)	1,05 %
Polska – WIG30 (PLN)	–3,22 %
Węgry – BUX (HUF)	1,41 %

INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas	
USA (USD)	1,20 %
Europa (EUR)	1,31 %
Czechy (CZK)	1,35 %
Polska (PLN)	1,22 %
Węgry (HUF)	1,27 %
Turcja (TRY)*	2,49 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek=wzmocnienie)	
USD/EUR	0,79 %
CZK/USD	–0,06 %
CZK/EUR	0,75 %
PLN/EUR	0,05 %
HUF/EUR	1,13 %
TRY/EUR	1,23 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	–8,92 %
Gaz (USD)	37,42 %
Fotowoltaika (EUR)	–10,00 %
Złoto (USD)	5,25 %
Srebro (USD)	9,49 %
Miedź (USD)	6,27 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Słabe dane makroekonomiczne, obawy o wzrost gospodarczy i spowolnienie inflacji skłoniły EBC po przerwie wakacyjnej do drugiej w tym roku obniżki stóp procentowych.

Według ostatecznych szacunków, w II **kwartale dynamika PKB strefy euro** w ujęciu kwartał do kwartału wyniosła **0,2 % kw./kw.**, co ostatecznie oznaczało 0,1 p. p. wolniejsze tempo niż tempo w I kwartale; roczna stopa osiągnęła słaby, ale dodatni poziom 0,6 %. Wśród największych gospodarek wzrost zdominowała, jak miało to miejsce od wielu kwartałów, Hiszpania, której gospodarka po raz drugi z rzędu wzrosła o 0,8 % kw./kw. (i 2,9 % r/r). Na drugim miejscu znalazła się Francja, która wzrosła o +0,2 % kw./kw. oraz Włochy (+0,2 % kw./kw.). Kluczowe dla nas Niemcy wciąż są w opłakanym stanie: w ostatnim kwartale ubiegłego roku ich gospodarka spadła o 0,4 % kw./kw., w I kwartale tego roku wzrosła o +0,2 %, a w II kwartale ponownie spadła o 0,1 %. W strukturze kwartalnego wzrostu całej strefy euro dominującym pozytywnym czynnikiem był eksport netto (udział +0,5 p. p.), a najbardziej negatywnym czynnikiem były inwestycje trwałe (–0,46 p. p.). Udział popytu gospodarstw domowych był zerowy, pomimo rosnących płac i spadającej inflacji.

Dane opublikowane we wrześniu były po raz kolejny słabe, wskazując na brak przyspieszenia anemicznego tempa wzrostu, które obserwujemy od kilku kwartałów.

Sprzedaż detaliczna, po **wzroście** o 0,6 % w I kwartale i lekkim spadku w II (–0,3 %), rozpoczęła III kwartał najwolniejszą z możliwych (ale dodatnią) dynamiką wzrostu (+0,1 % m/m). Roczna stopa wzrostu wyniosła –0,1 %. Biorąc pod uwagę, że rynek pracy jest nadal silny, a inflacja wyhamowała, zaskakujące są tegoroczne słabe wyniki sprzedaży. **Stopa bezrobocia**, która po wyrównaniu sezonowym w pierwszych dwóch kwartałach wynosiła średnio 6,5 %, na początku drugiej połowy roku (w lipcu i sierpniu) spadła do 6,4 %, co jest najniższym poziomem w historii. Najniższy poziom spośród głównych krajów jest w Niemczech (3,5 %), najwyższy w Hiszpanii (11,2 %).

Z historycznego punktu widzenia **płace nadal rosną dość szybko, chociaż roczna stopa wzrostu płac negocjowanych**, wskaźnik bacznie monitorowany przez EBC, **w II kwartale** znacznie spowolniła do **3,6 %** po wzroście o 4,7 % w I kwartale. Było to najwolniejsze tempo wzrostu tego wskaźnika od ostatniego kwartału 2022 roku. **W II kwartale spadły także nominalne koszty pracy**: dynamika kwartał do kwartału spadła z 1,1 % do 0,8 %, a w usługach nawet z 1,1 % do 0,6 %.

Po słabym II kwartale, w którym **produkcja przemysłowa** spadła o 1,1 % (i o 3 % w całej pierwszej połowie roku), już na początku III kwartału nie radziła sobie najlepiej. W lipcu na skutek spadku w Niemczech o 3 % m/m, w całej strefie euro spadła ona o 0,3 % m/m, a jej roczna stopa wyniosła –2,3 %.

Ze wstępnych wskaźników wynika, że sytuacja w najbliższym czasie nie ulegnie poprawie. W rzeczywistości indeks menedżerów zakupów w sektorze wytwórczym (PMI) jest jeszcze daleki od powrotu na obszar wzrostów (tj. powyżej 50 punktów): **w III kwartale osiągnął średnią wartość 45,5 punktu**, co jest nawet nieco gorszą niż w pierwszej połowie tego roku (średnia 46,3 punktu). Sam wynik za **wrzesień** (44,8) był **najgorszy w tym roku i był jednocześnie osiemnastym spadkiem w branży z rzędu, spowodowanym głównie silnymi spadkami wskaźnika w Niemczech i Francji**. Odnotowaliśmy także negatywną zmianę **indeksu IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech. Pod koniec III kwartału wskaźnik oceny sytuacji bieżącej, który przez trzy poprzednie lata znajdował się powyżej wskaźnika oczekiwań, spadł nawet poniżej wskaźnika oczekiwań. Ponieważ wskaźnik oczekiwań utrzymuje się od dłuższego czasu na niezmiennie niskim poziomie, widać wyraźnie, że obecna sytuacja nie jest dobra i perspektywy również nie są dobre.

W sektorze usług, według indeksu PMI, sytuacja rzeczywiście jest lepsza w porównaniu do przemysłu, choć i tutaj pod koniec III kwartału nastąpiło pogorszenie. Indeks osiągnął we wrześniu poziom 50,5 punktu, co było najniższym poziomem od 7 miesięcy i oznaczało znaczne spowolnienie w porównaniu z sierpniem (52,9 punktu). Przyczyną zauważalnego spadku był pierwszy od 7 miesięcy spadek nowych zamówień.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

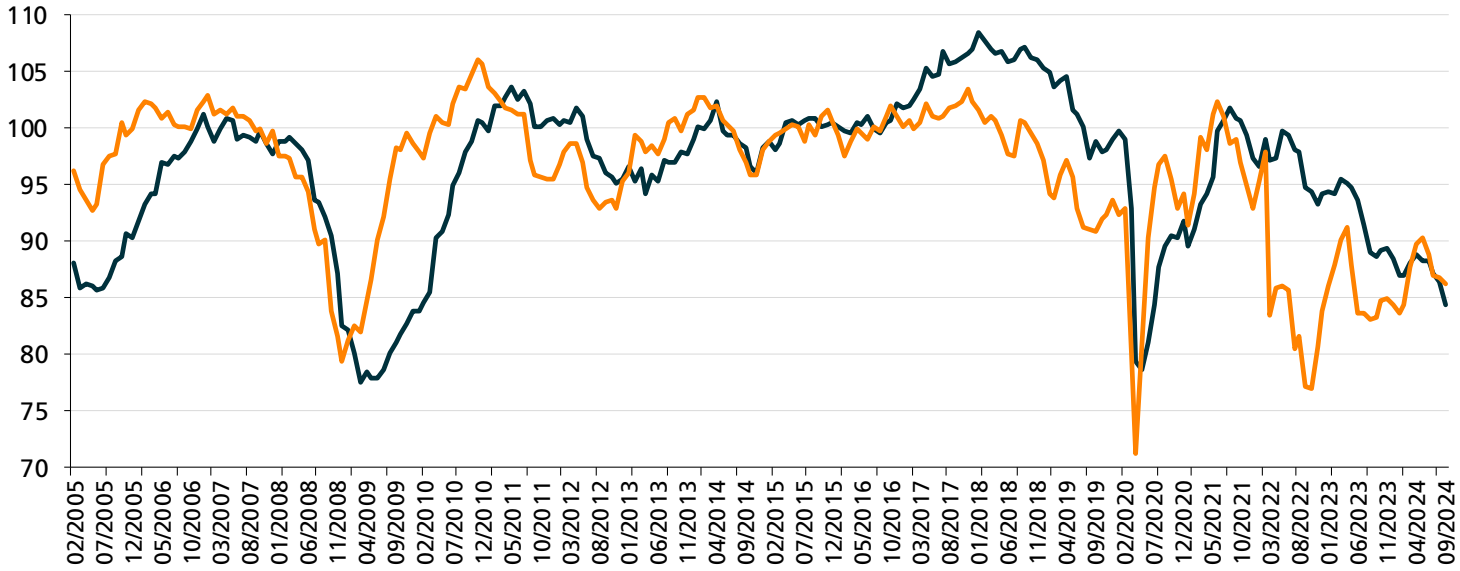
Ten rozwój w sektorze usług jest specyficzny. Realny wzrost płac i najniższe w historii bezrobocie pozytywnie wpływają na nastroje gospodarstw domowych, można więc oczekiwać, że przynajmniej nawet w ramach wskaźnika PMI. Zaufanie gospodarstw domowych nadal jest dalekie od poziomu sprzed inwazji (–9,4 punktu w lutym 2022 r.), ale przy obecnej wartości (**–12,9 pkt. we wrześniu** 2024 r.) jest już daleko od najniższego poziomu z września 2022 r. (–28,6 punktu), a tendencja do poprawy w tym roku jest widoczna.

Inflacja bazowa utrzymuje się powyżej celu EBC – wzrosła o 0,7 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy do sierpnia 2024 (i 1,5 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy), co nadal różni się od „blisko, ale poniżej 2 %" w ujęciu rocznym, jak określa swój cel EBC. **Inflacja ogółem rok do roku wyniosła w sierpniu 2,2 %, a inflacja bazowa 2,8 %**. Wzrost cen usług sięgnął 0,4 % m/m (a więc 4,2 % r/r).

Po obniżeniu stóp o ćwierć punktu procentowego (do 3,75 %) na posiedzeniu 6 czerwca i po wakacyjnej przerwie, EBC we wrześniu wznowił obniżki stóp. Na posiedzeniu 12 września stopy spadły o ćwierć punktu procentowego do 3,5 % i – jak podkreśla Lagarde – decyzja była jednomyślna, inaczej niż w czerwcu. EBC uzasadniał spadek stóp większą pewnością, że inflacja zmierza w sposób zrównoważony w kierunku celu: nawet jeśli płace będą nadal rosły, zdaniem EBC, nie będzie to przenoszone na ceny, ale na marże przedsiębiorstw. Nowa prognoza zakłada marginalne obniżenie oczekiwanego tempa wzrostu (do 0,8 % w tym roku z 0,9 %, w przyszłym roku do 1,3 % z 1,4 %) oraz marginalny wzrost oczekiwań inflacyjnych bazowych (do 2,9 % w tym roku).

Indeks IFO wskazuje na utrzymującą się słabość niemieckiego przemysłu, a co za tym idzie, całej gospodarki.

Indeks IFO w Niemczech, **oczekiwania** i **ocena** bieżącej sytuacji (2015=100)



Źródło: IFO, dostępne TUTAJ.

USA

FED rozpoczął obniżki stóp procentowych, do czego zachęcała niska inflacja i normalizacja na rynku pracy.

Po słabym I kwartale, w II kwartale tego roku, wzrost gospodarki amerykańskiej ponownie przyspieszył. O ile jego tempo nie osiągnęło bardzo wysokich wartości jak w drugiej połowie ubiegłego roku (4,9 % w III kwartale i 3,4 % w IV kwartale 2023 r.), o tyle w ujęciu rocznym stopa wzrostu kwartał do kwartału w II kwartale była ponad dwukrotnie wyższa (**3 % według** drugiego i **ostatecznego szacunku**). **Największy udział we wzroście miał popyt gospodarstw domowych** (udział +1,9 p. p.) i inwestycje brutto (1,5 p. p., z czego 1,1 p. p. to jednak udział zapasów). Ujemny udział miał jedynie eksport netto (–0,9 p. p.). Wzrost rządu dodał 0,5 p. p..

Miesięczne dane opublikowane we wrześniu 2024 r. potwierdziły ochłodzenie na rynku pracy.

Realna sprzedaż detaliczna, po spadku o 1 % w I kwartale i braku wzrostu w II kwartale (–0,5 %), w III kwartale radzi sobie jak dotąd dobrze: dzięki wzrostowi o 1 % w lipcu i minimalnemu spadkowi (0,1 % m/m) w sierpniu są na dobrej drodze, aby w tym roku wreszcie wykazać kwartał wzrostu. Tempo wzrostu rok do roku pozostaje ujemne, choć nieznacznie (–0,4 %).

Rynek pracy jest nadal historycznie mocny, choć ochładza się. Stopa bezrobocia wyniosła **w lipcu 4,3 %** i była najwyższa od października 2021 r., po czym **w sierpniu nieznacznie spadła do 4,2 %.** Obie te wartości są jednak wyższe niż rok temu, kiedy stopa bezrobocia oscylowała wokół 3,5 %. Wyższe niż przed rokiem są także pozostałe stopy bezrobocia – m.in. **wskaźnik U6** (obejmujący oprócz bezrobotnych także tych, którzy pracują mniej, niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

pracy ze względu na brak nadziei na jej znalezienie) wyniósł w sierpniu **7,9 %**, co z wyłączeniem pandemii, jest najwyższym poziomem od stycznia 2019 r.

Jak wynika z badania JOLTS, wskaźnik wolnych miejsc pracy w dalszym ciągu spada, **do 4,6 % w lipcu**. Jest to zauważalnie mniej niż lokalny szczyt po pandemii COVID (7,4 % w marcu 2022 r.) czy wartość sprzed roku (5,3 %), ale wciąż znacząco wyższa od dwudziestoletniej średniej przed pandemią (3,1 %). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest wciąż niska, ale też nieznacznie rośnie: w I kwartale było to 210 tys., w II 221 tys., w III dotychczas 232 tys. Jednak z historycznego punktu widzenia wszystkie takie wartości są bardzo odległe od typowych poziomów recesyjnych (> 450 tys.).

Roczne tempo wzrostu płac również spadło w porównaniu z rokiem poprzednim. Według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), roczna stopa wzrostu płac w sierpniu wyniosła 3,8 %, co wraz z poprzednimi dwoma miesiącami jest najwolniejszym tempem wzrostu od trzech lat. Tempo wzrostu kwartalnego również uległo spowolnieniu w porównaniu do roku ubiegłego (w ciągu trzech miesięcy poprzedzających sierpień kwartalne tempo wzrostu osiągnęło 1 %, a półroczne tempo wzrostu wyniosło 1,9 %) ale prawdą jest, że ostatnie trzy miesiące były najszybsze w historii pod względem wzrostu płac od I kwartału tego roku. Biorąc jednak pod uwagę rosnącą stopę bezrobocia, nie spodziewamy się kontynuacji tej tendencji, a wręcz przeciwnie.

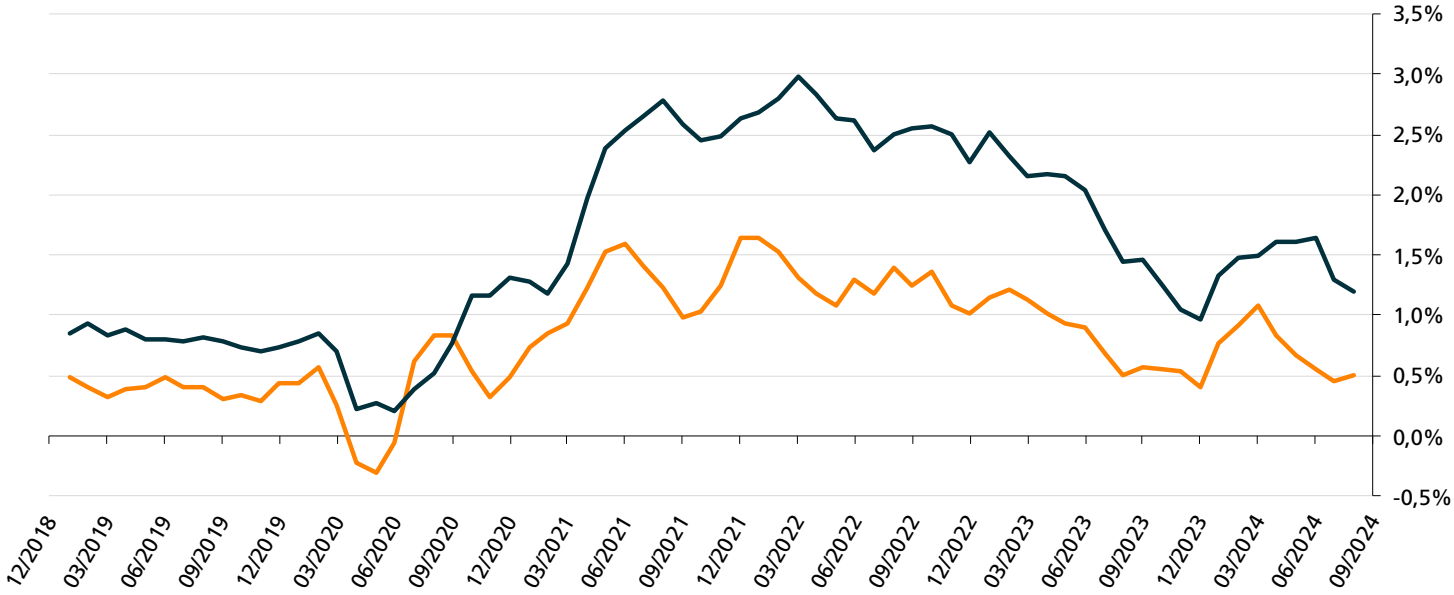
Zamówienia na dobra trwałe, z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego spadły w pierwszym półroczu o 0,4 % m/m, ale **na początku drugiego półrocza uległy stagnacji** (w lipcu 0,2 % m/m, w sierpniu +0,2 % m/m). Roczna stopa wzrostu wynosi 0 %. **Realna produkcja przemysłowa**, która po korektach spadła w I kwartale br. o 0,1 % kw./kw., w II wzrosła o 1 % (w związku ze wzrostem o 0,8 % kw./kw. w maju i 0,3 % w czerwcu). **III kwartał po pierwszych dwóch miesiącach charakteryzuje się jednak stagnacją**: w lipcu po rewizjach produkcja spadła o prawie procent, a w sierpniu wzrosła o 0,8 %. Stagnację widać także w ujęciu rok do roku. Tym samym produkcja przemysłowa latem 2024 r. była mniej więcej taka sama, jak np. wiosną 2019 r.

Inflacja bazowa PCE po raz czwarty z rzędu zadowoliła FED: podobnie jak w maju, w sierpniu wzrosła ona jedynie 0,1 % m/m, co łącznie z czerwcem i lipcem (po 0,2 % m/m) oznacza, że kwartalny wzrost w ostatnich miesiącach (0,4 % - 0,5 %) było najwolniejszy od IV kwartału 2023 roku, a także, że wzrost ten jest znacznie wolniejszy niż w latach inflacyjnych 2021 – 2022. To dobra wiadomość dla FED po niespodziewanym przyspieszeniu inflacji bazowej do 1,1 % w I kwartale. Dezinflacyjny obraz podkreśla także umiarkowana dynamika wzrostu cen usług rynkowych: w ostatnim kwartale ten przedział cenowy wzrósł zaledwie o 0,5 %, co jest najwolniejszym tempem od I kwartału 2021 r. (półroczne tempo tych cen jest wówczas podobne).

Tym samym z powyższych powodów – spowolnienia na rynku pracy, wyhamowania dynamiki inflacji – a zapewne także w związku ze zbliżającymi się wyborami, amerykański bank centralny obniżył stopy procentowe o pół punktu procentowego, doganiając tym samym EBC we wrześniu pod względem ogólnej redukcji w tym cyklu. Tym krokiem FED nie zasygnalizował jednak, że powinien podjąć podobnie drastyczne działania w przyszłości, a jedynie przyznał się do błędu polegającego na nieobniżeniu stóp procentowych na poprzednim posiedzeniu. Oczekiwania rynkowe zakładają obecnie 4 obniżki stóp (łącznie o 1 punkt procentowy) do końca stycznia przyszłego roku.

Inflacja bazowa w USA pozostaje na niskim poziomie.

Inflacja bazowa PCE w USA w ciągu ostatnich **trzech** i **sześciu** miesiącach



***Źródło**: FRED (dostępne TUTAJ)*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

CZECHY

Wysoka stopa oszczędności gospodarstw domowych w dalszym ciągu hamuje ich konsumpcję, a tym samym wzrost całej gospodarki.

Według ostatecznych danych, wzrost w II kwartale był ostatecznie taki sam (0,4 % kw./kw.), jak w pierwszych szacunkach, a więc także taki sam jak w I kwartale. Tempo rok do roku wynosi zatem zaledwie 0,6 %. Anemia wzrostowa trwa: w ciągu ostatnich 6 kwartałów czeska gospodarka wzrosła zaledwie o 0,9 %, co jest naprawdę marnym wynikiem. Realny popyt gospodarstw domowych w II kwartale sięgnął 692,6 mld koron, czyli mniej więcej tyle samo, co w IV kwartale 2017 roku i I kwartale 2018 roku. Choć popyt rośnie już w szybszym tempie niż w roku ubiegłym (w tym roku w obu kwartałach +0,7 % kw./kw.), ale mogłoby być znacznie lepiej, gdyby nie fakt, że stopa oszczędności gospodarstw domowych, według danych (opublikowanych na początku października), w II kwartale utrzymała się na bardzo wysokim poziomie prawie 19 %. Jednocześnie średnia sprzed pandemii za lata 2005–2019 wynosi zaledwie 11,9 %.

Napływające we wrześniu miesięczne dane nie wskazywały, że w III kwartale gospodarka będzie rosła szybciej niż w dwóch poprzednich.

Produkcja przemysłowa, po znaczącym spadku w I kwartale (o 2,6 % kw./kw.) i po lekkim spadku w II kwartale (–0,9 %), również w III kwartale nie rozpoczęła dobrze: w lipcu spadła o 0,8 % m/m i była tym samym o prawie 2 % niższa rok do roku. W świetle tego, jak „radzi sobie" przemysł w Niemczech, nie jest zaskoczeniem, ale z pewnością jest to nieprzyjemny fakt. W ciągu pierwszych 7 miesięcy tego roku produkcja spadła o prawie 4,5 %.

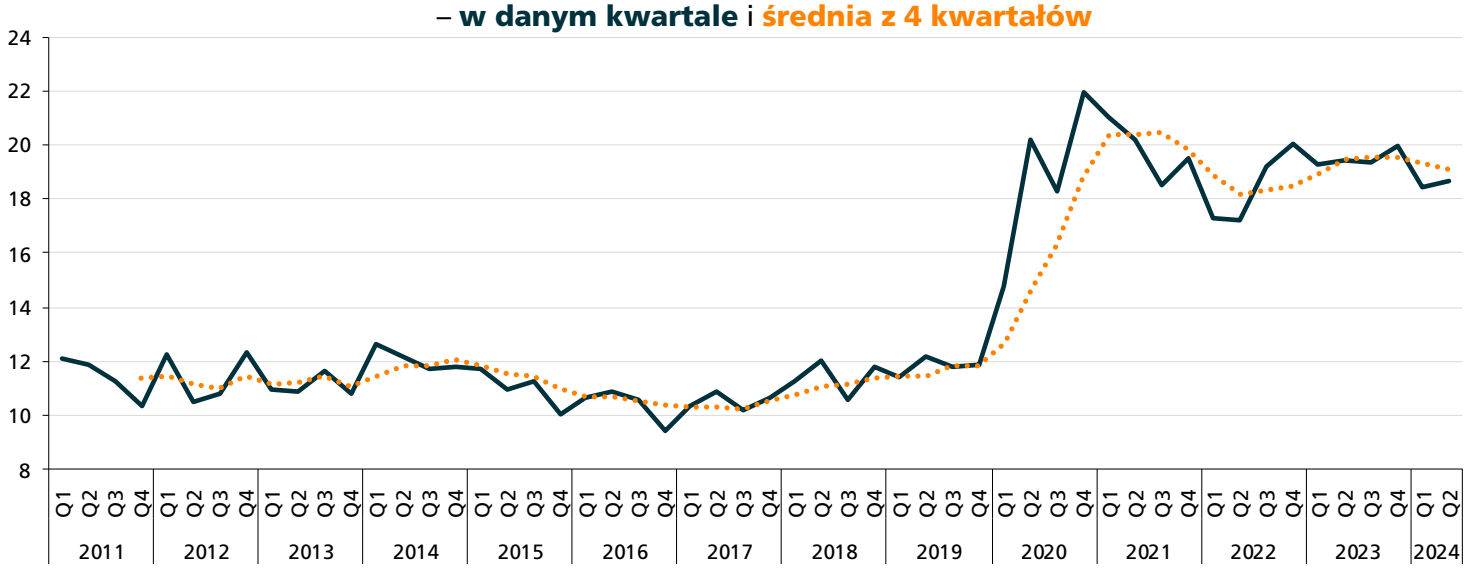
Taki rozwój sytuacji pokrywa się na razie z tym, co wskazywał indeks **PMI**: w I kwartale średnio 44,5 pkt, w II 45,4 pkt. Ponieważ III kwartał również nie należał do udanych (średnia wartość wskaźnika wyniosła 45,5 pkt), ani za sierpień, ani za wrzesień nie można spodziewać się mocnych wyników. Indeks wrześniowy (46 pkt) przyniósł jedynie niewielką poprawę w zakresie nowych zamówień (nowe zamówienia z zagranicy spadają, ale w najwolniejszym tempie od kwietnia 2022 r.), zostało to jednak zrekompensowane najszybszym od roku spadkiem zatrudnienia. Problemy Niemiec zaczynają odbijać się także w Czechach.

Wskaźnik zaufania przedsiębiorców mierzony przez ČSÚ (czeski urząd statystyczny) od półtora roku **oscyluje bez kierunku** w przedziale 0–10 punktów, **osiągając w sierpniu 4,1 pkt. i 8,3 pkt. we wrześniu**. Nadal jest on znacząco poniżej wartości (13–15 punktów), przy których wskaźnik ten oscylował w latach 2014–2019. To, w świetle wskaźnika menedżerów zakupów, jest kolejnym potwierdzeniem, że poprawa sytuacji w przemyśle pozostaje nieuchwytna.

Zaufanie konsumentów, po spadku do –23,5 pkt w grudniu i zgodnie z oczekiwaniami (spowalniająca inflacja, brak bezrobocia, solidny wzrost płac nie dały powodów do takiego spadku) **znacznie poprawiło** się w ciągu tego roku, aż do –7 pkt w kwietniu. Była to najwyższa wartość tego wskaźnika od września 2021 r. (–6,8 pkt), a więc już pod koniec kwietnia zaufanie było wyższe niż w miesiącach poprzedzających inwazję Rosji na Ukrainę czy przed rozpoczęciem kryzysu energetycznego. **Jednak od maja zaufanie ponownie nieznacznie się pogorszyło, aż do –12,3 punktu we wrześniu**. Co prawda jest on znacznie wyższy niż w latach 2021–2023, ale w świetle dodatniej dynamiki realnego wzrostu płac i nieistniejącego bezrobocia jego pogorszenia w ostatnich miesiącach jest ciekawe.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych (% dochodu do dyspozycji)
– **w danym kwartale** i **średnia z 4 kwartałów**



Źródło: *www.czso.cz, dostępne TUTAJ.*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Wzrost zaufania na koniec ubiegłego i na początku tego roku był widoczny **w sprzedaży detalicznej**: w IV kwartale 2023 roku sprzedaż wzrosła o 1,7 % kw./kw., a następnie w I kwartale o 1,6 %. Niestety pokazują one także pogorszenie zaufania w II kwartale, kiedy sprzedaż **za cały II kwartał zasadniczo stanęła w miejscu (–0,2 % kw./kw.)**, nawet w danych z początku III kwartału (lipiec tylko +0,2 % m/m). Spadek stopy oszczędności z pewnością by tu pomógł.

Inflacja konsumencka w Czechach wzrosła w pierwszej połowie roku o 2,3 %, następnie wzrosła o 0,7 % m/m w lipcu i o 0,3 % w sierpniu. Inflacja bazowa wzrosła o 1,4 % w ciągu trzech miesięcy do sierpnia, tyle samo co w tym samym okresie w 2018 r. (1,3 %) czy 2019 r. (1,5 %). W ujęciu rocznym inflacja wynosi 2,2 %, a wynika to przede wszystkim z praktycznie stagnacji cen towarów (+0,5 % r/r). Jeśli chodzi o rozwój usług, inflacja jest tam nadal podwyższona – w sierpniu roczna stopa sięgnęła 5 %.

Na wrześniowym posiedzeniu CNB obniżył stopy o jedną czwartą punktu procentowego do 4,25 %. Skumulowany spadek od 29 grudnia 2023 r., kiedy nastąpiła pierwsza zmiana, wyniósł zatem 275 p. b. Powodem ostatniej obniżki było to, że „*Rada w dalszym ciągu dostrzega pewną presję proinflacyjną w gospodarce, której wzmocnienie oznaczałoby, że inflacja w kolejnych kwartałach będzie trwale odrywać się od celu w kierunku górnej granicy tolerancji*". W związku z tym Rada uznała za konieczne utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej i ostrożne rozważenie dalszych obniżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę, że stopy nie są już daleko od neutralnego poziomu (3,5 %) oraz biorąc pod uwagę utrzymywanie się inflacji w usługach, uważamy, że nie jesteśmy już daleko od punktu, w którym CNB powie „dość".

POLSKA

Polski bank centralny pozostaje przy restrykcyjnym stanowisku.

Polska gospodarka dodała (po wyrównaniu sezonowym) +0,8 % kw./kw. w I kwartale po rewizji, a **w II nawet 1,5 % kw./kw.**, co w ujęciu rok do roku oznacza wzrost o 3,2 %. Od końca 2024 roku gospodarka jest zatem większa o 4,2 %, co ostro kontrastuje ze stanem gospodarki czeskiej. Popyt gospodarstw domowych (udział 2,7 p. p.) i popyt rządowy (+2 p. p.) przyczyniły się do wzrostu r/r w II kwartale, dynamika została wyhamowana, podobnie jak w poprzednich 5 kwartałach, przez zapasy. Jednak ich ujemny udział we wzroście wyniósł zaledwie –1,1 p. p., co stanowi znaczną poprawę w porównaniu z udziałem wynoszącym ponad –6 p. p. w IV kwartale ubiegłego roku.

Miesięczne dane opublikowane we wrześniu były mieszane: w przemyśle spadły po raz drugi z rzędu, podczas gdy spadek z poprzedniego miesiąca został częściowo skompensowany przez sprzedaż detaliczną.

Chociaż **produkcja przemysłowa** w pierwszej połowie roku charakteryzowała się dużą zmiennością w ujęciu miesięcznym, w całym pierwszym półroczu wzrosła jedynie o około pół procent. Chociaż był to wynik lepszy niż czteroprocentowy spadek w Czechach, nie był to wielki sukces. **Na początku drugiej połowy roku produkcja niestety nadal spadała, podobnie jak w Czechach**. W lipcu produkcja spadła o 0,2 % m/m, a **w sierpniu o kolejne 0,8 % m/m**, co oznacza, że jej dynamika rok do roku wyniosła zaledwie (choć nadal dodatnia) 0,6 %.

Indeks PMI wskazywał na tę ewolucję, przynajmniej przez pierwszą połowę roku: średnia wartość w I kwartale wyniosła 47,7 pkt, następnie w II 45,3 pkt. W III kwartale zaobserwowaliśmy co najmniej niewielką poprawę: **w sierpniu wskaźnik osiągnął najwyższy od pięciu miesięcy poziom 47,8 pkt, następnie we wrześniu (48,6 pkt) drugą co do wielkości wartość od dwóch lat (i najwyższą od listopada 2023 r.).** Do tej poprawy przyczyniły się wszystkie trzy kluczowe elementy: produkcja, zatrudnienie, a zwłaszcza nowe zamówienia. Choć liczba nowych zamówień nadal spada, podobnie jak od 31 miesięcy z rzędu (najdłużej w historii badania), we wrześniu spadły one w najwolniejszym tempie od sześciu miesięcy. Ustabilizowało się także zatrudnienie, gdzie według badania już we wrześniu nie było prawie żadnego spadku liczby pracowników.

Realna sprzedaż detaliczna w I kwartale wzrosła o ponad 3 % kwartał do kwartału i choć początek II kwartału był zmienny, dzięki czerwcowym wzrostom (o 1,5 % m/m), II kwartał br. również był wzrostowy. **Dane z początku III kwartału znów są zmienne, ale na razie dynamika jest ujemna**: sprzedaż skorygowana sezonowo spadła w lipcu o 2,7 % m/m, a w sierpniu wzrosła o 1,9 %. W porównaniu rok do roku dynamika handlu detalicznego w pierwszych 8 miesiącach br. wyniosła 3,7 %. Dobrze radzą sobie sprzedaż pojazdów (+24,4 % r/r w ujęciu realnym za pierwsze 8 miesięcy) i sprzedaż paliw (+12,1 %).

Widać też, że rynek pracy pomaga w handlu detalicznym. Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska. Od lutego do czerwca, po wyrównaniu sezonowym, kształtowała się na **historycznie niskim poziomie 5,0 %,** w ostatnich dwóch miesiącach (lipiec, sierpień) wzrosła nieznacznie do 5,1 %. Nic więc dziwnego, że płace nadal rosną – **nominalny wzrost wynagrodzeń rok do roku wyniosła w sierpniu 2024 roku 11,1 %** (do 8200 zł, czyli ok. 48 tys. koron). W związku ze spadkiem inflacji rok do roku oznacza to, że dynamika rocznej stopy realnego wzrostu płac jest obecnie bardzo znacząca, niemal dwucyfrowa.

Miesięczna dynamika cen w ostatnich miesiącach uległa jednak spowolnieniu. O ile w pierwszych 4 miesiącach tego roku inflacja bazowa wzrosła o 2,2 %, o tyle w kolejnych czterech już tylko 1 %: **w lipcu osiągnęła 0,4 % m/m, w sierpniu 0,3 % m/m**. Inflacja bazowa rok do roku wyniosła w sierpniu 3,7 %, a inflacja zasadnicza 4,3 %, co znajduje się powyżej górnej granicy przedziału tolerancji (cel NBP to 2,5 % ± 1 p. p.), ale nieznacznie. A na dodatek jest to przede wszystkim konsekwencja obowiązującej od lipca deregulacji cen energii. Podobnie jak w Czechach, nadal jednak w Polsce można zaobserwować **szybki wzrost cen usług**, które wzrosły o 6,2 % r/r (wówczas surowce o 3,6 %). Oznacza to, że presja popytowa nie została całkowicie stłumiona.

Bank centralny, po zaskoczeniu rynków we wrześniu ubiegłego roku nieoczekiwanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p. p., a w związku z kontynuacją obniżek stóp procentowych w październiku, w związku z rosnącymi płacami i ożywieniem gospodarczym (a tym samym zagrożeniem inflacją), **od listopada (i przez cały rok) pozostawił stopy na niezmienionym poziomie 5,75 %.**

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

W komunikacie po posiedzeniach sierpniowych i wrześniowych jako główne ryzyka inflacyjne (poprzez wpływ na oczekiwania inflacyjne) wskazano bardzo szybki wzrost płac oraz wzrost cen energii w lipcu, do którego dodano obawę przed ekspansywną polityką fiskalną w przyszłym roku. Jastrzębi ton komunikacji, jakiego byliśmy świadkami latem, utrzymuje się, chociaż we wrześniu nastąpiła niewielka zmiana ze strony jastrzębia (i prezesa NBP) Glapińskiego: latem powiedział, że pierwsza obniżka stóp może nie nastąpić nawet w 2025 roku, a we wrześniu stwierdził że *„może to nastąpić wcześniej"*. Biorąc pod uwagę, że nowy budżet na 2025 r. jest w dużej mierze proinflacyjny (deficyt na poziomie 5,5 %), istnieje realne ryzyko, że obniżka stóp nastąpi później niż dzisiaj oczekują analitycy tj. że, ostatecznie nastąpi w drugiej połowie przyszłego roku lub dopiero zgodnie z pierwotnym komentarzem prezesa (tj. w 2026 r.).

WĘGRY

Bank centralny ponownie rozpoczął proces obniżek stóp procentowych – w jego oczach nad słabym wzrostem gospodarki równoważy dwucyfrowy wzrost wynagrodzeń i szybki wzrost cen usług.

Nawet według drugiego szacunku, w II kwartale gospodarka spadła o 0,2 % kw./kw., a dynamika za poprzedni kwartał również została zrewidowana z 0,8 % do 0,7 % kw./kw. **W ujęciu rocznym** po korekcie kalendarzowej gospodarka **wzrosła o 1,5 %.** Opublikowana na początku września struktura wzrostu pokazała wciąż solidny wkład popytu gospodarstw domowych do rocznej dynamiki wzrostu (+ 2 p. p. w II kwartale 2024 r. najwięcej od III kwartału 2022 r.), słaby wkład eksportu netto (+1 p. p., najmniej od II kwartału 2022 r.) i spadek inwestycji w środki trwałe (–4 p. p.).

W tym roku dynamika sprzedaży detalicznej ulega jednak pogorszeniu, co znajdzie odzwierciedlenie w danych o PKB w III kwartale br. Podczas, gdy realna sprzedaż detaliczna wzrosła w IV kwartale ubiegłego roku o 2,1 %, a w I kwartale tego roku o 1,7 % to już w II kwartale spadła o 1,1 %. **Początek trzeciego kwartału również nie był chwalebny: sprzedaż na początku była w stagnacji.** Sprzedaż rok do roku na koniec lipca była o 2,5 % wyższa.

Taki rozwój sytuacji jest zaskakujący, biorąc pod uwagę podstawy rynku pracy. Stopa bezrobocia spadła do 4,3 % w ciągu trzech miesięcy poprzedzających sierpień. Choć jest to znacznie więcej niż historyczne minimum z połowy 2022 r. (3,3 %), to wciąż jest to wartość bardzo niska, bliska pełnemu zatrudnieniu. **Dlatego też dynamika wynagrodzeń utrzymuje się w bardzo wysokim tempie**: w pierwszej połowie tego roku płace wzrosły o 14 %, a **w lipcu o 13,9 %** (do 40 tys. koron w przeliczeniu).

Produkcja przemysłowa kopiuje niesławny rozwój przemysłu w innych krajach regionu. Po spadku o 1,2 % w I kwartale i spadku o 1,4 % w II kwartale, III kwartał rozpoczął się od zaledwie **lipcowej stagnacji miesiąc do miesiąca**. Tempo spadku rok do roku osiągnęło na początku drugiej połowy roku znaczące 6,3 % i przez pierwsze siedem miesięcy tego roku produkcja rok do roku jest zatem niższa o 3 %. Przyczyną słabości branży w tym roku jest segment sprzętu transportowego, który w pierwszych siedmiu miesiącach tego roku spadł o 7 % r/r oraz segment elektryczny, gdzie spadek w tym samym okresie wyniósł aż 12,2 %. Słabość Niemiec, a w szczególności problemy w sektorze motoryzacyjnym, tak samo jak na nas, mocno ciążą na Węgrzech.

W sierpniu inflacja zasadnicza utrzymała się na stałym poziomie w ujęciu miesięcznym, a jej poziom rok do roku wyniósł 3,4 %. **Inflacja bazowa** wzrosła w pierwszym półroczu o 3,2 %. Na początku drugiej połowy roku jego dynamika przyspieszyła (w lipcu +0,7 % m/m), by **następnie w sierpniu osłabnąć do 0,2 % m/m (4,6 % r/r)**. Mimo to inflacja bazowa w pierwszych ośmiu miesiącach tego roku jest wyższa niż 4 % w porównaniu z końcem ubiegłego roku. Do końca roku będzie to prawdopodobnie ponad 5 %. Taka **dynamika inflacji bazowej**, nie zaskakująca w obliczu wzrostu wynagrodzeń, jest **trudna do pogodzenia z długoterminową realizacją ogólnego celu inflacyjnego**. Głównym czynnikiem wzrostu cen są usługi (wrażliwe na popyt krajowy), które w sierpniu wzrosły o **9,5 %.**

Po piętnastu miesiącach ciągłych obniżek stóp procentowych **w sierpniu Narodowy Bank Węgier (MNB) zrobił sobie przerwę i nie obniżył stóp procentowych, po czym we wrześniu powrócił do procesu obniżek stóp procentowych**. Główna stopa spadła zatem do 6,5 %, a oprocentowanie depozytów O/N i pożyczek O/N do 5,5 % lub do 7,5 %. Nowa prognoza przyniosła optymistyczny trend inflacyjny na przyszły rok – MNB spodziewa się inflacji w przedziale 2,7–3,6 %. Jednak ze względu na silny wzrost płac i prawdopodobnie niezakotwiczone oczekiwania inflacyjne, ryzyko dla tej prognozy postrzegamy jako znacznie wyższe.

ROPA

Cena ropy naftowej oscylowała między 74 a 84 dolarów za baryłkę od maja, a w lipcu i sierpniu przeważnie znajdowała się w dolnej połowie tego przedziału. We wrześniu wyłamała się z tego przedziału, gdy w wyniku obaw o wzrost gospodarczy (w USA, w strefie euro) spadła poniżej poziomu 70 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCJI

Akcje na globalnych rynkach ponownie osiągnęły nowe szczyty. Największe amerykańskie firmy technologiczne odzyskały dynamikę po słabych wynikach w lipcu i sierpniu (amerykański S&P 500 +2 %). Słabsze dane z rynku pracy wzbudziły obawy, że FED zbyt długo wstrzymał się z obniżkami stóp procentowych, dlatego obniżył referencyjną stopę procentową o zaskakująco proste 50 punktów bazowych do przedziału od 4,75 % do 5 %. Posunięcie to, pierwsze z serii podwyżek stóp procentowych w odpowiedzi na wysoką inflację, odzwierciedla stopniową poprawę w walce z inflacją i spowolnienie wzrostu gospodarczego. W USA kampania prezydencka znajduje się w centrum uwagi, a Kamala Harris wydaje się osiągać lepsze wyniki niż jej przeciwnik w swoim pierwszym prezydenckim pojedynku.

W Europie Europejski Bank Centralny i Szwajcarski Bank Narodowy obniżyły swoje podstawowe stopy procentowe o 25 punktów bazowych. Dane gospodarcze były raczej negatywne, a wrześniowy indeks menedżerów zakupów (PMI) osiągnął najniższy od ośmiu miesięcy poziom 48,9 punktu, sygnalizując spowolnienie aktywności gospodarczej, szczególnie w sektorze produkcyjnym. Kilku

RYNKI AKCJI

głównym producentów samochodów, w tym Stellantis i Volkswagen, obniżyło swoje prognozy zysków ze względu na spowolnienie globalnego popytu i rosnącą konkurencję. Z drugiej strony znacząco wzrosły udziały marek luksusowych, głównie dzięki działaniom stymulacyjnym w Chinach, które wsparły popyt na towary z segmentu luksusowego. To jednak nie wystarczyło, aby europejski indeks DJ STOXX600 odnotował pozytywną aprecjację i stracił 0,4 % miesiąc do miesiąca.

Region Europy Środkowej nie radził sobie najlepiej. Po doskonałej pierwszej połowie roku, obecnie panuje lekka stagnacja. Najgorzej radziły sobie akcje polskie, gdzie indeks WIG 30 spadł o 3,2 %. Instytucje finansowe, zwłaszcza towarzystwa ubezpieczeniowe również, nie radziły sobie najlepiej. Polska, podobnie jak Czechy, została dotknięta niszczycielskimi powodziami, w związku z tym firmy ubezpieczeniowe odnotują wyższe składki. Biorąc pod uwagę fakt, że znaczna część portfela ubezpieczeń jest ubezpieczona, uważamy że reakcja rynku była a my nieco przewartościowaliśmy spółki ubezpieczeniowe. Słabiej radził sobie także rumuński indeks BET, który stracił 2,9 %. Czeski indeks akcji zyskał niewielką, jednoprocentową aprecjację. Najbardziej znaczący wzrost zanotował akcje spółki Kofola, co na początku miesiąca dawało lepsze perspektywy na oczekiwane wyniki całoroczne. Pozytywne nastroje zostały następnie nieco przyćmione przez powodzie, ponieważ jeden z największych zakładów firmy znajduje się w jednym z najbardziej dotkniętych regionów, a konkretnie w Krnowie.

Akcje rynków wschodzących miały najlepszy miesiąc w roku, a indeks MSCI Emerging Markets USD zyskał niemal 6,5 %. Niewątpliwie największy wpływ na to miały chińskie akcje, które dosłownie odżyły po tym, jak chiński rząd ogłosił długo oczekiwany pakiet mającego pomóc gospodarce, a lokalny bank centralny również obniżył stopy procentowe. Krajowy indeks akcyjny (CSI300) wzrósł o 21 %, podczas gdy akcje w Hongkongu wzrosły o 17,5 %. Inne rynki azjatyckie były znacznie spokojniejsze: akcje indyjskie wzrosły o 2,4 %, podczas gdy akcje koreańskie straciły 3 % po wyprzedaży akcji spółek technologicznych. Rynki na Tajwanie zatrzymały się i skoczyły w pobliże zera. W Ameryce Łacińskiej sytuacja również była dość spokojna. Indeks meksykański wzrósł o niecałe 1 %. Akcje brazylijskie straciły 3 %, ale inwestorzy skorzystali na umocnieniu się waluty po tym, jak bank centralny ponownie podniósł stopy procentowe po okresie obniżek stóp.

RYNKI OBLIGACJI

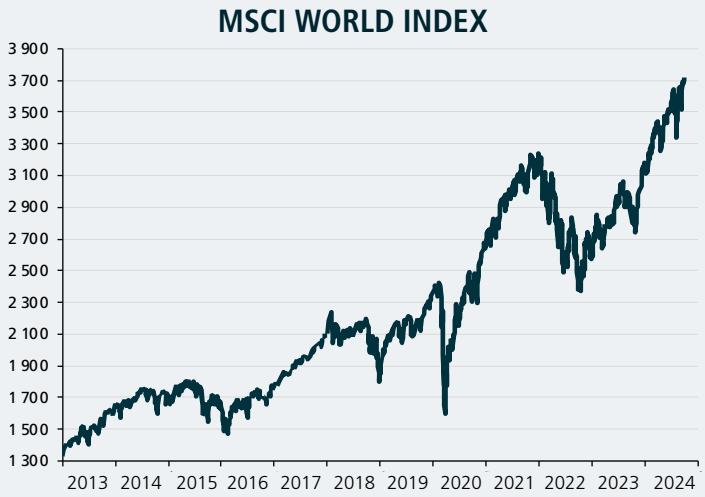
RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

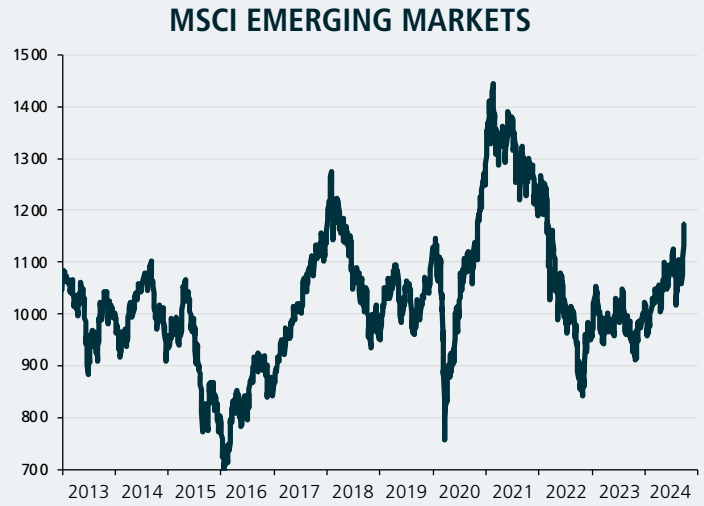
W miarę jak amerykański FED kontynuował obniżki stóp procentowych we wrześniu i gdy EBC ponownie podjął decyzję po wakacyjnej przerwie, rentowności spadły po obu stronach Atlantyku. Rentowność amerykańskich obligacji dwuletnich spadła we wrześniu o prawie 30 p. b. do 3,65 %, a dziesięcioletnich do 3,80 % (–12 p. b. w porównaniu do końca sierpnia). W przypadku obligacji niemieckich rentowności obligacji dwuletnich spadła poniżej 2,1 % (–32 p. b.), a dziesięcioletnich do 2,1 % (–17 p. b. w porównaniu do końca poprzedniego miesiąca).

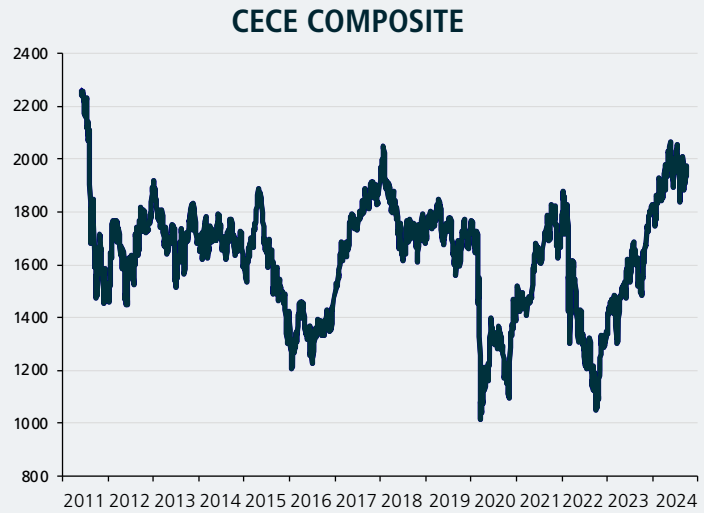
RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Na rynkach obligacji korporacyjnych kontynuowany był stabilny rozwój bez większych tendencji, co jak dotąd charakteryzowało cały bieżący rok. Tzw. wskaźnik całkowitej stopy zwrotu

INDEKSY RYNKÓW AKCJI







***Źródło**: Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

(TRI - total return index) na koniec września w przypadku obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro w porównaniu do końca poprzedniego miesiąca wzrósł na mniej więcej takim samym poziomie (0,3–0,4 %) jak w poprzednich 5 miesiącach; ich spekulacyjne odpowiedniki zyskały 0,7 % (wobec +1,1 % w sierpniu).

W przypadku instrumentów dolarowych, po znaczącym spadku w kwietniu (zarówno dla obligacji o ratingu inwestycyjnym, jak i spekulacyjnych odpowiednio o 3,2 % i 1,1 %), w kolejnych miesiącach, w tym we wrześniu, nastąpił wzrost, który kopiuje rozwój obligacji rządowych: od końca kwietnia TRI dodało 9,7 % (instrumenty o ratingu inwestycyjnym) i 7,7 % (dla instrumentów o ratingu spekulacyjnym). W samym wrześniu było to 2,1 %, i 1,6 %.

Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w euro, po znaczącym spadku w lipcu i sierpniu (łącznie odpowiednio o 13,8 % i 9,6 %), we wrześniu ponownie wzrosły (+12 % i +7,8 %). Wraz z wrześniowym ruchem osiągnęły one generalnie poziomy z początku tego roku.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Czeska krzywa rentowności spadła we wrześniu. Dwuletni termin zapadalności spadł w związku z utrzymującą się niską inflacją, obniżką stawek CNB, a zwłaszcza w związku ze spadkiem stóp za granicą poniżej 3,40 % (–19 punktów bazowych), dziesięcioletni termin zapadalności spadł poniżej 3,8 % (–16 punktów bazowych).

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce rozwój był podobny jak na rynku obligacji w Czechach: rentowność dwuletnich obligacji spadła o około 10 punktów bazowych do 4,73 %, a rentowność dziesięcioletnich obligacji spadła o 18 punktów bazowych do 5,25 %. Czynnikiem ograniczającym znaczny spadek dochodów Polski jest przede wszystkim utrzymująca się siła lokalnej gospodarki, a w rezultacie inflacja i niechęć polskiego banku centralnego do obniżania stóp procentowych w polityce pieniężnej.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Gospodarka Turcji w dalszym ciągu zwalnia. O ile turecka gospodarka w I kwartale przyspieszyła dzięki wydatkom rządowym i inwestycjom (pomimo późniejszej rewizji z 2,4 % do 1,4 % kw./kw.), to już w II kwartale odnotowaliśmy stagnację kwartał do kwartału (2 kwartał 2024 r. 0,1 % kw./kw.). W tym roku spodziewany jest słaby (według standardów tureckich) wzrost na poziomie około 3 %. Środowisko nadal charakteryzujące się wysoką inflacją, z niższymi wydatkami rządowymi na wsparcie gospodarstw domowych i restrykcyjnie wysokimi stopami procentowymi, stopniowo coraz silniej odzwierciedla się w aktywności konsumentów. Dzięki środkom regulacyjnym bankowi centralnemu udaje się zmniejszyć zapotrzebowanie krajowych oszczędzających na płynność w dolarach i ogólnie ograniczyć presję na lirę turecką i osłabić aktywność kredytową lokalnych banków.

Oczekuje się również spowolnienia dynamiki inflacji. Zarówno dane rok do roku, jak i miesiąc do miesiąca wskazują na znacznie niższy wzrost niż w ostatnim czasie. O ile w maju poziom inflacji rok do roku w Turcji wyniósł 75 %, o tyle w sierpniu udało nam się odnotować „tylko" 52 % r/r, a we wrześniu po raz pierwszy od lipca 2023 roku liczbę poniżej 50 % (49,38 %). Jeśli utrzymają się wzrosty miesięczne na poziomie około 2,5 %, inflacja na koniec tego roku powinna osiągnąć poziom około 45 %. Jednak wrześniowe dane były wyższe od oczekiwań rynkowych, a nawet dynamika miesiąc do miesiąca, która od dłuższego czasu utrzymywała się poniżej 50 %, przy zannualizowanej stopie kwartalnej, spowolniła znacznie mniej, niż byłoby to pożądane, a dalsze jej spowolnienie obecnie oczekuje się, że będzie następowało jedynie stopniowo.

Nawet we wrześniu rentowności tureckich obligacji nie uległy znaczącym zmianom. Po sierpniowym osłabieniu wynikającym z ogólnie gorszych nastrojów na rynku oraz spekulacji na temat zmian kadrowych w przypadku tureckiego Ministerstwa Finansów (co nie doszło do skutku), kurs TRY znalazł się w mniej więcej stagnacji.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND

Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

We wrześniu wartość ukraińskich obligacji skarbowych w UAH nadal rosła. Pozytywny wpływ wywarł wysoki stopień zgodności inwestorów z warunkami restrukturyzacji (96 %) oraz, po dłuższym czasie, intensywny napływ zagranicznej pomocy finansowe, a także kurdyjska kontrofensywa. Instrumenty państwowe denominowane w dolarach przeszły wspomnianą powyżej restrukturyzację i rozpoczęły swobodny handel na początku września. Efektem umowy jest przekształcenie pierwotnych emisji (terminy zapadalności 2024–2032) w dwie nowe serie (A i B) z terminami zapadalności rozłożonymi na lata 2029–2036 i stopniowo rosnącym oprocentowanie. Na razie ich ceny utrzymują się na poziomie 40–60 % wartości nominalnej.

Sytuacja, szczególnie na froncie południowym, pozostaje zła. Istnieje ryzyko ponownego powolnego natarcia armii rosyjskiej i utraty ważnego obszaru logistycznego dla wojsk ukraińskich. Ujawnia się materialna, amunicyjna i znaczna przewaga liczebna Rosjan, a także czynnik czasu – im dłużej trwa obecna forma konfliktu bez znaczących przesunięć, tym lepiej dla strony agresora.

WALUTY

W czerwcu i lipcu **dolar wobec euro** oscylował w granicach 1,07 a 1,09 bez żadnego trendu. Na początku sierpnia, po tym jak podwyżka stóp procentowych w Japonii i słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy wywołały na pewien czas zawirowania na rynku, osłabił się w związku z oczekiwaniami, że stopy FED w tym roku szybko spadną do 1,11. Następnie przez cały wrzesień utrzymywał się w przedziale pomiędzy 1,11 a 1,12. **Złoty polski** przez całe lato oscylował między 4,25 a 4,33 i nie inaczej było we wrześniu: we wrześniu, z jednym bardzo krótkim wyjątkiem, kiedy sięgał 4,25, poruszał się w wąskim przedziale pomiędzy 4,27 a 4,30. **Korona czeska**, po umocnieniu się w sierpniu do poziomów z początku wakacji, a tym samym zbliżeniu się do 25 koron za euro, we wrześniu nieco osłabiła się do poziomu 25,30. Jednak handel z nią przebiegał bardzo spokojnie. Od maja **forint węgierski** oscylował jedynie w przedziale 390 do 400 forintów wobec euro, we wrześniu osiągnął górną granicę tego przedziału.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Spadek rentowności za granicą w połączeniu z niską inflacją spowodował dalsze obniżenie krzywej (czeskich swapów procentowych i, co za tym idzie, krzywą) rentowności obligacji skarbowych, poniżej 3,5 % na krótkim końcu i 3,8 % na długim końcu. Biorąc po uwagę kształtowanie się deficytu budżetu państwa, rozwój inflacji (która jest już na poziomie celu CNB, przy ryzyku dalszego silnego wzrostu cen usług i wzrostu wynagrodzeń ma charakter proinflacyjny) oraz fakt, że zdaniem części przedstawicieli i nas, CNB zbliża się już do stopy bazowej do szacowanej stopy neutralnej (3,5 %), nie widzimy powodu do dalszego istotnego spadku rentowności z otoczenia krajowego. Niewiadomym jest rozwój sytuacji za granicą, gdzie ewentualny dalszy spadek przychodów mógłby ponownie przesunąć czeską krzywą w dół. Jednak oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej FED są dziś ustalane dość agresywnie (rynek oczekuje 4 obniżek stóp procentowych do końca stycznia 2024 r.) i to samo dotyczy EBC (trzy obniżki). W rezultacie uważamy, że zarówno główne światowe krzywe dochodowości, jak i czeskie będą w nadchodzących miesiącach i kwartałach zwiększać swoje nachylenie, przy czym rentowności na długich końcach krzywych również będą miały tendencję do wzrostu w wartościach bezwzględnych.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce, po przedwyborczej obniżce stóp rok temu, bank centralny nie dokonuje już obniżek stóp – wciąż napięty rynek pracy, silny wzrost płac czy niepewna inflacja bazowa spowodowały długą przerwę. Ma to również odzwierciedlenie w przychodach. Wraz z wznowieniem cyklu obniżek można spodziewać się spadku dochodów, pytanie jednak kiedy i od jakich poziomów dochodów to nastąpi – z pewnością nie wygląda na to w najbliższym czasie, biorąc pod uwagę zmiany płac. Jednak ryzyko obniżonych rentowności za granicą występuje również tutaj i ma podobne implikacje jak w przypadku czeskich obligacji.

Rynek obligacji – Turcja

Ze względu na oczekiwany szczyt presji inflacyjnej wraz ze spadkiem inflacji w okolicach 40 % pod koniec roku oraz już dodatnie realne stopy procentowe, oczekujemy stabilizacji rozwoju kursu walutowego dzięki utrzymaniu wysokiego poziomu stóp procentowych banku centralnego stóp procentowych (bazowa stopa procentowa pozostanie na poziomie powyżej 50 % w połączeniu z zaostrzeniem wymogów regulacyjnych rynku międzybankowego w zakresie płynności). Pozytywny wpływ na kurs waluty powinien mieć także dalszy wzrost aktywności inwestorów zagranicznych. Podstawowym założeniem jest brak ingerencji o charakterze politycznym w skład banku centralnego, czyli prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej i fiskalnej. Warunkiem koniecznym jest także stabilność kadr w Ministerstwie Finansów (kluczową postacią, której rynek ufa jest Minister Finansów Mehmet Simsek).

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Sytuacja, szczególnie na froncie południowym, pozostaje zła. Istnieje ryzyko ponownego powolnego natarcia armii rosyjskiej i utraty ważnego obszaru logistycznego dla wojsk ukraińskich. Ujawnia się materialna, amunicyjna i znaczna przewaga liczebna Rosjan, a także czynnik czasu – im dłużej trwa obecna forma konfliktu bez znaczących przesunięć, tym lepiej dla strony agresora.

Potencjalnie pozytywnymi wydarzeniami może być włączenie amerykańskich obligacji restrukturyzowanych do indeksów obligacji rynków wschodzących, trudne do przewidzenia negocjacje w sprawie zakończenia (przynajmniej na początku) rosyjskiej agresji oraz przekazanie 50 miliardów dolarów z przejętych rosyjskich aktywów. W przypadku obligacji serii B, w przypadku lepszego wyniku ukraińskiego PKB względem prognoz MFW, w grę wchodzi dodatkowy wzrost ich wartości.

WALUTY

Jeśli chodzi o **euro w stosunku do dolara**, spodziewamy się, że dolar pozostanie słabszy, mniej więcej w przedziale od 1,10 do 1,15, po wyjściu kursu z przedziału od 1,05 do 1,10 w sierpniu. Będzie mu ciążyć oczekiwany początek cyklu obniżek stóp procentowych przy silnie ekspansywnej polityce fiskalnej, jednak obniżki stóp procentowych także w przypadku EBC i słabszy rozwój gospodarczy w Europie w dużym stopniu ograniczą straty dolara.

Naszym zdaniem **czeska korona** przez resztę roku pozostanie bez istotnego trendu i podobnie jak w ostatnich miesiącach będzie oscylować jedynie w przedziale 25 koron za euro. Stopy zbliżają się do poziomu neutralnego i nie będą spadać bardziej wyraźnie, co jest pozytywne dla korony w środowisku spadku stóp EBC i FED, ale z drugiej strony czeska gospodarka jest jedną z najsłabszych pod względem wzrostu w UE i jest obciążona bliskimi powiązaniami z Niemcami. Jedynie jastrzębi CNB i możliwa mniejsza obniżka stóp procentowych, niż obecnie oczekuje rynek, mogłoby pomóc koronie w umocnieniu się na poziomach, wręcz przeciwnie, wzrost zmienności/nerwowości na rynkach finansowych mógłby sprowadzić ją na słabsze poziomy.

Polski złoty według nas pozostanie mocniejszy, tj. w przedziale 4,25–4,35, nawet przez resztę roku. Bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się na mocniejszych poziomach tego przedziału, a to dlatego, że polski bank centralny jest jedynym w regionie, który nie obniży stóp od razu. Jeżeli spełnią się słowa prezesa, że pierwsza obniżka może nastąpić dopiero w 2026 roku, będzie to pozytywne dla złotego w środowisku spadających stóp procentowych z głównych banków centralnych. Podobnie jak w przypadku korony czy fornita, głównym ryzykiem osłabienia jest możliwa słabość/nerwowość rynku na głównych rynkach.

Nie ma powodu, aby **węgierski forint** się umacniał: różnica stóp procentowych maleje i dziś węgierskie stopy procentowe nie są drastyczne odległe od amerykańskich. Co więcej, węgierska gospodarka nie rozwija się szybko, przemysł cierpi pod ciężarem wydarzeń w Niemczech, a z politycznego punktu widzenia Węgry również stanowią problem. Naszym zdaniem forint węgierski jest najbardziej wrażliwą walutą regionalną w przypadku pogorszenia sytuacji na rynku.

RYNEK AKCJI

Utrzymująca się zmienność i korekta na niektórych akcjach potwierdzają nasze wcześniejsze prognozy, ukierunkowane na niektóre drogie spółki technologiczne. Nasze perspektywy się nie zmieniają. W dalszym ciągu spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach, spowodowanej niepewną polityką geopolityczną, gospodarczą, fiskalną oraz niektórymi droższymi sektorami, zwłaszcza technologicznym. Jednak ceny niektórych akcji, sektorów i całych regionów nadal utrzymują się na interesujących poziomach.

Na rynkach akcji wolimy rynki wschodzące (zwłaszcza Europę Środkową) od dojrzałych, ze względu na różne oczekiwane trajektorie podstawowych stóp procentowych i bardziej pozytywny rozwój sytuacji gospodarczej. Giełdy rozwiniętych krajów Europy i Wielkiej Brytanii również notowane są na wskaźnikach o niskiej wartości. Na rynkach rozwijających się nasz region Europy Środkowej jest w dalszym ciągu jednym z najtańszych.

W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej ze zmianami wymaganych rentowności obligacji, ryzykami geopolitycznymi oraz napływającymi danymi makroekonomicznymi. Wyższe stopy procentowe już dają się we znaki niektórym firmom i konsumentom, co stawia banki centralne w bardzo trudnej sytuacji w równoważeniu aktywności gospodarczej i presji inflacyjnej. Dzieje się tak przy bardzo ważnym późniejszym ustaleniu podstawowych stóp procentowych. Marże zysku przedsiębiorstw pozostają wysokie, czemu sprzyja silny rynek pracy i ciągły wzrost wynagrodzeń.

Pod względem wartości rynki akcji notują różne poziomy, przy czym każdy region odzwierciedla określoną premię za ryzyko. Dlatego też mamy różne oczekiwania co do wyników dla poszczególnych rynków akcji.

Akcje europejskie są tańsze pod względem wartości w porównaniu do akcji amerykańskich, gdzie Europa może pod pewnymi warunkami skorzystać na wycofywaniu produkcji z „bardziej ryzykownych" regionów, a jednocześnie w wielu sektorach pojawią się nowe niezbędne inwestycje. Ponadto obecnie następuje znacząca redukcja kosztów w postaci cen surowców i energii. Skorzysta na tym także region Europy Środkowej, który w dalszym ciągu jest regionem tanim pod względem kosztów produkcji. Amerykańskie akcje skorzystały na boomie wokół sztucznej inteligencji (AI) i powiązanych z nią firm, takich jak Nvidia, Microsoft, Google itp. Naszym zdaniem w danym sektorze nadal występują znacząco przecenione akcje i nastąpi powrót do fundamentalnych wartości. Naszym zdaniem atrakcyjniej oceniane są pozostałe sektory które w większości przypadków nie uczestniczyły we wzrostach indeksów akcyjnych w ostatnich miesiącach. Nadal jednak wierzymy w tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja doświadczy, po obecnej „słabości" gospodarczej, ożywienia. Przy ogólnie wyższych stopach procentowych spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach akcji, co będzie lepiej wykorzystane przez aktywnych zarządzających funduszami niż pasywne strategie oparte na indeksach.

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