

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

| INDEKSY AKCYJNE | | INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas | | WALUTY (spadek=wzmocnienie) | | SUROWCE | |
|-----------------------------|---------|--|---------|--------------------------------|---------|--------------------|---------|
| USA – S&P 500 (USD) | 5.38 % | USA (USD) | 2.68 % | USD/EUR | 5.30 % | Ropa Brent (USD) | -9.91 % |
| Europa – DJ Stoxx 600 (EUR) | 6.75 % | Europa (EUR) | 2.39 % | CZK/USD | -5.52 % | Gaz (USD) | 9.05 % |
| Japonia – Nikkei 225 (JPY) | 1.38 % | Czechy (CZK) | 6.97 % | CZK/EUR | -0.55 % | Fotowoltaika (EUR) | -0.78 % |
| MSCI Emer. Mark. (USD) | 14.64 % | Polska (PLN) | 7.41 % | PLN/EUR | -1.01 % | Złoto (USD) | 6.42 % |
| Czechy – PX (CZK) | 2.63 % | Węgry (HUF) | 10.99 % | HUF/EUR | -0.09 % | Srebro (USD) | 12.72 % |
| Polska – WIG30 (PLN) | 12.37 % | Turcja (TRY)* | 5.41 % | TRY/EUR | 5.32 % | Miedź (USD) | 9.41 % |
| Węgry – BUX (HUF) | 12.01 % | * BofA Merrill Lynch index | | | | | |

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Chociaż w listopadzie inflacja z miesiąca na miesiąc uległa stagnacji, coraz częściej pojawiały się sygnały, zwłaszcza z rynku pracy i sektora płac, że presja cenowa jest i pozostanie problemem przez dłuższy czas. EBC będzie musiał nadal zacieśniać politykę pieniężną.

Drugi szacunek dynamiki PKB w III kwartale był ponownie lepszy od oczekiwań. W rzeczywistości tempo wzrostu pozostało dodatnie, po wzroście o 0,8% **kwartał do kwartału** w II kwartale do poziomu **+0,2%**. W ujęciu rocznym tempo również pozostało dodatnie (+2,1%). Wśród dużych gospodarek najlepiej poradziły sobie Włochy (+0,5% q/q), następnie Niemcy (+0,4% q/q po rewizji), a tuż za nimi Hiszpania i Francja, które rosły w tym samym tempie 0,2% q/q. Struktura wzrostu zostanie opublikowana 7 grudnia.

Miękkie dane opublikowane w listopadzie pokazały lekki wzrost optymizmu co do przyszłości, natomiast twarde dane potwierdziły wzrost sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej na koniec trzeciego kwartału.

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,4% m/m na koniec trzeciego kwartału, po rewizji w górę (do stagnacji miesiąc do miesiąca) za sierpień. Tempo r/r we wrześniu wyniosło więc -0,6%. Tym samym, biorąc pod uwagę jedynie niewielki spadek w lipcu (-0,2% m/m), popyt gospodarstw domowych prawdopodobnie nie umniejszył ogólnego wzrostu gospodarczego w III kwartale, choć prawdopodobnie również nie dodał do niego wiele. Z pierwszych danych za październik wynika, że popyt pogorszył się na początku 4Q - niemiecka sprzedaż detaliczna straciła w październiku wg pierwszych danych 2,8% m/m, a francuska 2,7%. Tempo wzrostu rok do roku w Niemczech było w październiku ujemne (-4,9%), w Hiszpanii dodatnie (+1,2% r/r), we Francji zasadniczo zerowe (-0,2%).

Nie jest to tragedia biorąc pod uwagę szybki wzrost cen w tym roku, a raczej wręcz przeciwnie. Fakt, że sprzedaż nadal radzi sobie stosunkowo dobrze w **środowisku** niezwykle wysokiej inflacji i bardzo niskiego zaufania gospodarstw domowych wynika oczywiście z tego, że rynek pracy jest nadal w doskonałej kondycji. Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia była niższa o 0,8 punktu procentowego rok do roku i spadła do najniższego w historii poziomu 6,5% na początku IV kwartału. Spośród największych krajów, bezrobocie jest oczywiście najniższe w Niemczech (3%), a najwyższe w Hiszpanii (12,5%). Wzrost wynagrodzeń pozostaje stosunkowo stłumiony: [wskaźnik wynegocjowanych wynagrodzeń](#) według EBC wzrósł o 3% r/r w I kwartale, ale tylko o 2,5% r/r w II kwartale i ponownie o 3% w III kwartale. Choć scenariusz rozlewania się inflacji na płace nie jest jeszcze odzwierciedlony w danych, to już teraz widzimy kilka sygnałów, że pracownicy nie chcą wyższej inflacji. [Personel naziemny Lufthansy](#) który zastrajkował w sierpniu, wymusił podwyżki płac od 8% do 19% (w zależności od poziomu dochodów) i zgodnie z [porozumieniem z początku listopada](#) doczekają się podwyżek od 9% do 17%. O takim wzroście wydajności pracy w liniach lotniczych nie może być mowy. I nie chodzi tu tylko o linie lotnicze. W połowie listopada największy związek zawodowy w Niemczech (związek metalowców IG Metall) uzgodnił najwyższą od co najmniej 25 lat podwyżkę płac. Wynagrodzenie zgodnie z zawartym porozumieniem [wzrośnie o 5,2% w przyszłym roku i o 3,3% w 2024 r.](#) Ponieważ jest to dodatkowo 1500 € *wolne od podatku* w każdym z kolejnych 2 lat, oznacza to, że przy średniej płacy (brutto) w Niemczech wynoszącej ok. 50 tys. euro rocznie, płace brutto wzrosną w przyszłym roku o 10%, a rok później o prawie 8%. Nie jest to zbyt uspokajająca informacja dla EBC - wzrost produktywności pracy [w Niemczech ledwie osiągnął 1% od 2010 roku](#) (i [tylko 0,7%](#) w pierwszym kwartale 2022 roku), jest mało prawdopodobne, aby w ciągu najbliższych 2 lat cudownie przyspieszył. Największy związek zawodowy w Holandii, FNV, też się tego nie boi i [żąda 14,3% podwyżki płac na przyszły rok](#).

Po spadku na początku III kwartału, w kolejnych dwóch miesiącach produkcja przemysłowa wzrosła i na koniec września była o prawie 5% wyższa rok do roku. W lipcu straciła 2,3% m/m, ale w sierpniu wzrosła o 2% m/m, a we wrześniu o prawie 1%. Jest to wynik bardzo zaskakujący w **świecie** kryzysu energetycznego i inflacji i nie odpowiada pesymizmowi wielokrotnie wyrażanemu przez firmy w ankietach.

Tak było przecież również w październikowych ankietach, choć widać było ostrożne sygnały poprawy sytuacji. Indeks Menadżerów Produkcji (PMI) za **listopad 2022** roku, choć poprawił nieco poziom z października (46,4 pkt) do 47,1 pkt, to jednak pozostał poniżej

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

50 pkt. Przyczyną słabości jest przede wszystkim niski subindeks nowych zamówień oraz, jak wyrażają to respondenci, niepewność gospodarcza i wysokie ceny. W porównaniu z październikiem jednak subindeks ten uległ poprawie, co sugeruje pewną stabilizację w sektorze produkcyjnym. W porównaniu do wartości z września i października poprawił się również subindeks obrazujący oczekiwania na najbliższe 12 miesięcy. Spowolnił wzrost cen, przy czym wzrost nakładów jest na najniższym poziomie od sierpnia 2020 r., a wzrost produkcji na najniższym poziomie od marca 2021 r. Początkowy szok inflacyjny jest więc prawdopodobnie zakończony, kluczowym pytaniem jest teraz to, czy i jak płace zareagują na ten szok.

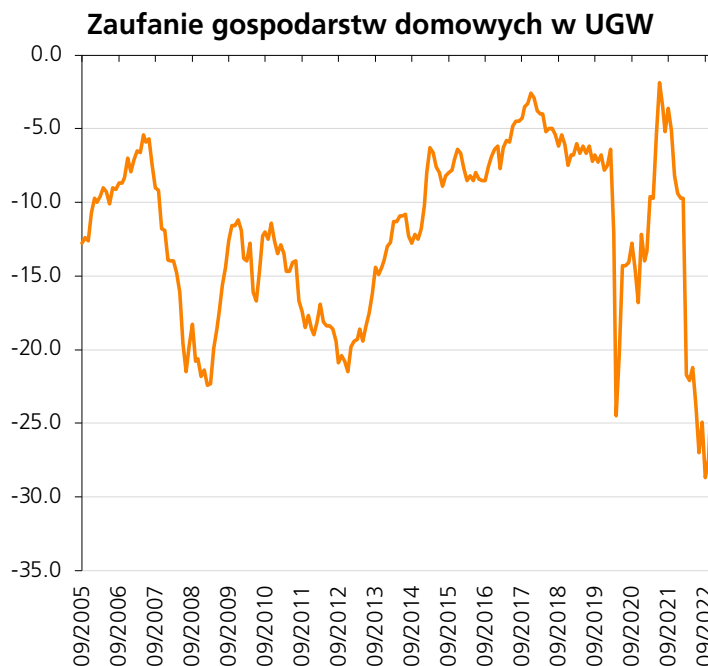
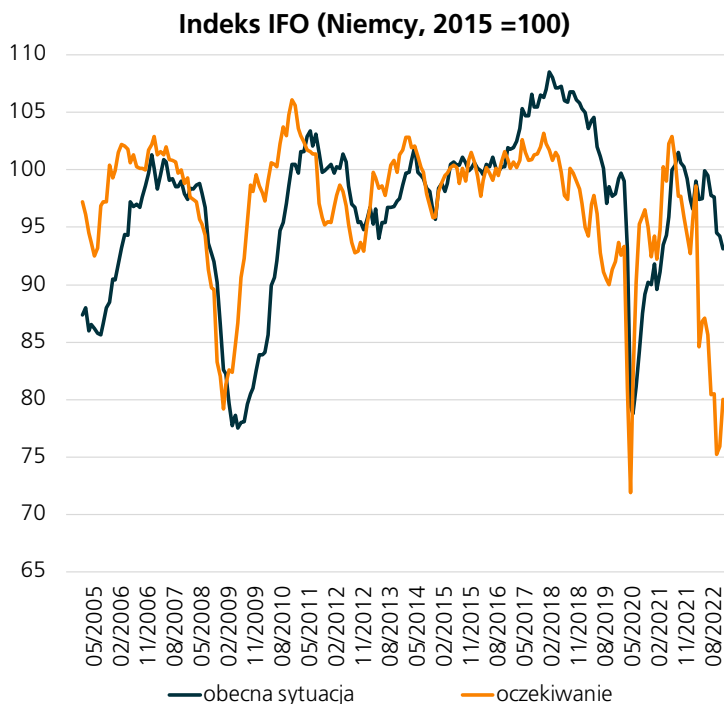
Indeks IFO, który odzwierciedla warunki w największej gospodarce strefy euro, również wykazał oznaki stabilizacji, a nawet lekkiej poprawy. Choć subindeks oceniający sytuację bieżącą uległ w listopadzie dalszemu pogorszeniu (**93,1 pkt**), osiągając najniższy poziom od lutego 2021 r., to **subindeks oceniający oczekiwania** znacznie się poprawił, skacząc o ponad 4 pkt do 80 pkt. To wciąż historycznie niespotykany poziom, oczywiście poza Covidem, ale kierunek w listopadzie pokazuje, że firmy nie widzą już przyszłości tak czarno, jak na koniec III kwartału.

W dominującym sektorze usług sytuacja w strefie euro nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu z październikiem: PMI dla usług pozostał na poziomie wartości z października (**48,6 pkt**), a więc tylko nieznacznie w przedziale kontrakcji. Wraz z danymi z sektora produkcyjnego, PMI wskazuje na skurczenie się gospodarki w IV kw. o ok. 0,2% q/q. Natomiast **zaufanie konsumentów** mierzone przez Komisję Europejską poprawiło się w listopadzie. Po wrześniowym spadku do -28,7 pkt. (o 4 pkt. niżej niż poprzednie minimum z kwietnia 2020 r., -24,7 pkt.), od tego czasu **nastąpiło odbicie do poziomu -23,9 pkt.** z niewielkim skokiem w górę w październiku (+1,2 pkt.) i bardziej zauważalnym w listopadzie (+3,6 pkt.). Z historycznego punktu widzenia jest to jednak wciąż poniżej poziomów obserwowanych podczas Covid, kryzysu finansowego w latach 2008–2009 czy kryzysu zadłużeniowego.

Według wstępnych danych, **inflacja** spowolniła o 0,6 punktu procentowego rok do roku do nieco ponad **10%** w listopadzie przy spadku o 0,1% miesiąc do miesiąca. **Inflacja bazowa**, która była uważnie obserwowana, zatrzymała się miesiąc do miesiąca po wzroście o 0,6% m/m w październiku i pozostała bez zmian w ujęciu rocznym w listopadzie (**5%**). Wśród głównych krajów, inflacja we wrześniu była najwyższa w Niemczech (11,3% r/r, 0% m/m w listopadzie) i we Włoszech (12,5%, +0,6% m/m w listopadzie), a najniższa we Francji (7,1%, +0,5% m/m w listopadzie) i w Hiszpanii (6,6%, -0,5% m/m w listopadzie). **Ceny producentów** przemysłowych wreszcie spadły na początku IV kwartału. W rzeczywistości w Niemczech nastąpił spadek o 3,2% m/m, we Włoszech o 3,3% m/m, a we Francji i Hiszpanii o około 1%. Radość z tego spadku psuje nieco fakt, że wynikał on tylko z cen energii - np. w Niemczech ceny prądu i gazu spadły o ponad 10% m/m. Bez tego spadku ceny producentów wzrosły dalej (choć nieznacznie), o +0,4% m/m.

EBC nie spotkał się w listopadzie, a jego kolejne posiedzenie odbędzie się 15 grudnia. Z wypowiedzi w listopadzie jasno wynika, że EBC będzie kontynuował zacieśnianie i to nie małymi krokami: Ch. Lagarde powiedziała, że EBC musi przestać „stymulować popyt” polityką monetarną i że bank centralny jest nadal „na bardzo akomodacyjnym terytorium” ze swoją polityką.

Niemieccy przemysłowcy i gospodarstwa domowe w strefie euro powoli pozbywają się skrajnego pesymizmu co do przyszłości.



Źródło: IFO (indeks IFO, dostępne [TUTAJ](#)), KE (zaufanie gospodarstw domowych, dostępne [TUTAJ](#)).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Choć rynek oczekuje wczesnego szczytu inflacji i jej szybkiego spadku, to ani siła rynku pracy, ani trendy inflacyjne nie potwierdzają takiego optymizmu.

Po technicznej recesji w pierwszej połowie roku, gospodarka USA powróciła do czarnych liczb wzrostu w trzecim kwartale, rosnąc w annualizowanym tempie rzeczywistym 2,9% według drugiego szacunku (pierwszy szacunek: 2,6%). W strukturze dominował wkład eksportu netto, który osiągnął 2,9 pp, a następnie popyt krajowy, który dodał 1,2 pp do annualizowanego wzrostu. Inwestycje trwałe spadły drugi miesiąc z rzędu (-1,7 pp), co jest dość zaskakujące patrząc na miesięczne dane o zamówieniach na dobra trwałe. W sumie jednak potwierdziło się to, o czym pisaliśmy w poprzednich edycjach tego artykułu, czyli że nic nie wskazuje na to, aby recesja w ostatnich dwóch kwartałach (-1,6% w pierwszym i -0,6% w drugim) była czymś innym niż tylko kwestią techniczną.

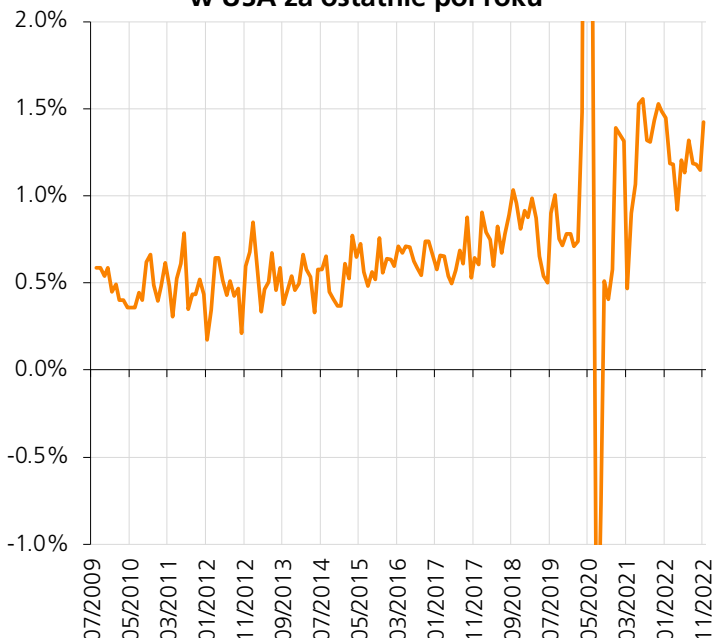
Dane miesięczne opublikowane w listopadzie 2022 roku były dobre.

Realna sprzedaż detaliczna, po lekkim spadku we wrześniu (0,4% m/m), zaskoczyła silnym wzrostem w październiku, najsilniejszym (+0,8% m/m) od lutego 2022 r. Wskaźnik rok do roku osiągnął więc 0%, co jest bardzo dobrym wynikiem, patrząc na inflację niewidzianą od dziesięcioleci. Oczywiście największy wpływ na to ma rynek pracy. W listopadzie stopa bezrobocia wyniosła 3,7%, co z wyjątkiem września i lipca tego roku (3,5%) jest najniższym wskaźnikiem od początku pandemii. Inne monitorowane stopy bezrobocia również są niskie - stopa U6 (obejmująca nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, bo nie mają nadziei na jej znalezienie) wyniosła w listopadzie 6,7%. Proces tworzenia miejsc pracy również przebiega sprawnie - w okresie wrzesień-listopad gospodarka amerykańska stworzyła 724 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym (221 tys. w samym listopadzie). Badanie JOLTS ponownie pokazało, że liczba wakatów pozostaje bardzo wysoka - o ile przed pandemią liczba ta wynosiła ok. 6-7 mln, o tyle dziś przekracza 10 mln. Wszystkie te dane wskazują na jedno - bardzo ciasny rynek pracy. W przypadku wynagrodzeń obserwujemy jakościowo te same, ale ilościowo różne sygnały w zależności od tego, z którego badania korzystamy. Według danych Atlanta Fed (opartych na Current Population Survey, czyli CPS) w październiku 2022 r. płace wzrosły o 6,4% r/r, natomiast według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), do których często odnosiliśmy się w poprzednich edycjach tego artykułu, co prawda doszło do przyspieszenia kwartalnego tempa wzrostu do 1,4% w listopadzie, czyli najszybciej od stycznia 2022 r., dzięki wzrostowi o prawie 0,6% r/r, ale tempo r/r (5,1%) było niższe niż według CPS nawet przy tym przyspieszeniu.

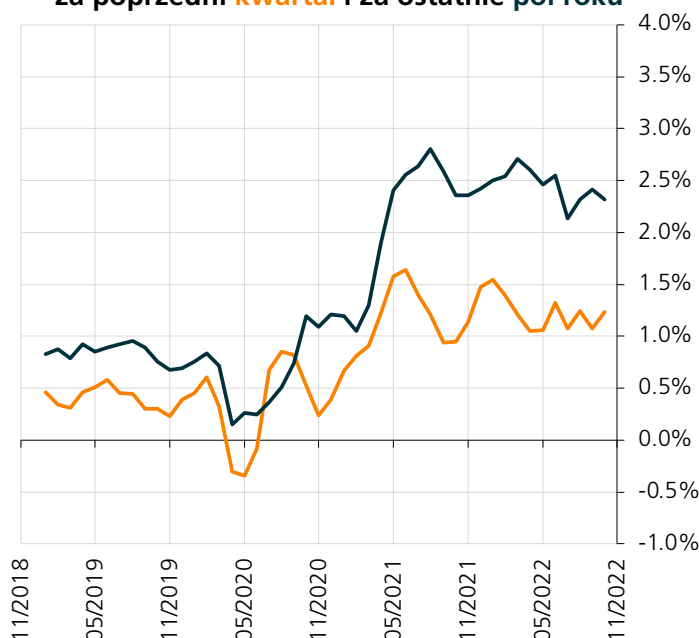
Zamówienia na dobra trwałe wzrosły na początku czwartego kwartału nawet o 1% miesiąc do miesiąca. Po wyłączeniu niestabilnej kategorii samolotów i kategorii sprzętu wojskowego, tj. po wyłączeniu zamówień stanowiących w rzeczywistości dla większości firm przybliżenie inwestycji trwałych, nadal mamy całkiem dobry obraz: wzrost w każdym miesiącu oprócz września (-0,8% m/m), następnie +0,7% m/m w październiku. Choć są to dane nominalne, to fakt, że rok do roku

Wynagrodzenia ponownie przyspieszają, inflacja bazowa pozostaje wysoka

Wzrost nominalnego wynagrodzenia godzinowego w USA za ostatnie pół roku



Wzrost poziomów cen w USA (inflacja PCE) za poprzedni kwartał i za ostatnie pół roku



Źródło: BLS (płace, dostępne TUTAJ), FRED (inflacja, dostępne TUTAJ)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

zamówienia rosłą o 6,6% jest w tej chwili bardzo dobrym wynikiem w ujęciu realnym (czyli jest to de facto stagnacja). Nie jest to jednak takie zaskoczenie, gdyż **produkcja przemysłowa** wciąż ma się dobrze. W październiku spadła o 0,1% (w ujęciu realnym) do rocznego realnego tempa wzrostu na poziomie **3,3%**.

Inflacja bazowa spowolniła w październiku do 0,2% m/m, co zostało przyjęte przez większość uczestników rynku jako sygnał, że inflacja powoli wygasa, jednak patrząc na dane z ostatnich trzech miesięcy widać, że nie widzimy tendencji do spowolnienia. W rzeczywistości poziom cen w układzie core PCE wzrósł o 1,2% w ostatnim kwartale i o 2,3% w ostatnich sześciu miesiącach. W żadnym z tych przypadków nie jest to znacząca zmiana w stosunku do poprzednich miesięcy.

Mimo że rynek zinterpretował październikową inflację jako początek końca wysokiej inflacji, Fed pozostał w listopadzie ostrożny i wielokrotnie powtarzał ustami swoich urzędników, że stopy muszą iść w górę, choć w mniejszych (tj. półprocentowych) krokach niż dotychczas. Nic jednak nie zmieniło się w uporze Fedu, że musi „iść inną ścieżką” i że „nie zejdzie z tej ścieżki, dopóki zadanie nie zostanie wykonane”, a Powell używał tych słów wielokrotnie, ostatnio na początku grudnia. Podobnie rynek ignoruje powtarzane przez Powella zapewnienia, że rynek pracy musi „znacznie zwolnić”, a obecna kreacja miejsc pracy „jest zbyt wysoka” - a przecież, jak opisano powyżej, jest ona obecnie tak ciasna, jak nie była od dziesięcioleci. W najbliższych miesiącach stopy będą więc dalej rosły.

CEE3

POLSKA

Gospodarka wróciła do wzrostu w trzecim kwartale i nawet z danych miesięcznych nie wynika, że w czwartym kwartale nastąpi dramatyczny spadek.

Wzrost gospodarczy w III kwartale znacznie przekroczył oczekiwania, gdyż gospodarka zamiast stać w miejscu, urosła o 1% q/q. Roczna stopa wyniosła więc 3,6%. W strukturze danych opublikowanych na koniec listopada wszystkie składowe zagregowanego popytu przyczyniły się do wzrostu rok do roku - zapasy najbardziej (+2,2 p.p.), rząd najmniej. Wkład popytu gospodarstw domowych uległ znacznemu spowolnieniu, osiągając w III kwartale zaledwie 0,5 pkt. proc. wobec 3,6 pkt. proc. w II kwartale. To pokazuje, że wysoka inflacja ma negatywny wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych.

Produkcja przemysłowa, po dwóch miesiącach wzrostu miesiąc do miesiąca (+0,5% w lipcu i +0,3% w sierpniu), odnotowała lekki spadek na przełomie III i IV kwartału (odpowiednio -0,2% m/m i -0,5% m/m). Roczna stopa wzrostu pozostała jednak silnie dodatnia i wyniosła 7,8%. Jak zwykle nie odpowiadał temu rozwój **indeksu PMI**. Rzeczywiście, po załamaniu się do 40,9 pkt. w sierpniu, w kolejnych miesiącach nie odzyskał on wiele i pozostał na niskim poziomie, kończąc na poziomie 42 pkt. w październiku i **43,4 pkt. w listopadzie**. Nowe zamówienia w listopadzie nadal spadały, choć w nieco mniejszym tempie niż w poprzednich miesiącach. Jednak oczekiwania dotyczące sytuacji gospodarczej w ciągu najbliższych 12 miesięcy poprawiły się do trzymiesięcznego maksimum.

Realna sprzedaż detaliczna dobrze rozpoczęła czwarty kwartał. Po de facto stagnacji w trzecim kwartale (+1,2% w lipcu, +1% m/m w sierpniu i -2,8% m/m we wrześniu), która notabene, podobnie jak w Czechach, nie korespondowała z faktem, że urząd statystyczny ogłosił spadek popytu krajowego o 0,7% q/q w 3Q22, **w październiku sprzedaż dodała 0,3% m/m**. W ujęciu rok do roku sprzedaż była więc w październiku o 0,7% wyższa realnie, a w pierwszych 10 miesiącach tego roku o 6%. Jest to niespodziewanie dobry wynik, biorąc pod uwagę sytuację w tym roku.

Nic dziwnego - sprzedaży pomaga rynek pracy, na którym nie widać jeszcze żadnych zmian. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska i w październiku wyniosła nieco ponad 5% (5,1%). Z pewnością nie dziwi fakt, że płace nadal rosły - **nominalny wzrost płac osiągnął w październiku 13%**, co oznacza, że **realny wzrost płac pozostaje tylko nieznacznie ujemny** pomimo wysokiej inflacji.

W opisanym powyżej otoczeniu makroekonomicznym inflacja bez zaskoczenia „kwitnie”. Według ostatecznych danych, **inflacja zasadnicza** wzrosła w październiku do **17,9%** (wobec 17,2% we wrześniu), a wzrost miesiąc do miesiąca ponownie osiągnął bardzo szybki poziom **1,8% m/m**. Inflacja popytowa przyspieszyła do 11%. Nawet według pierwszych danych z **listopada**, wzrost cen nie został zatrzymany: inflacja zasadnicza dodała kolejne **0,7% m/m**, spowalniając nieco do **17,4% r/r**. Dynamika miesięczna pozostała jednak na poziomach zgodnych z dwucyfrową inflacją annualizowaną. Dobrą wiadomością jest to, że inflacja cen producentów spowolniła w ostatnich miesiącach: podczas gdy ceny producentów wzrosły o 6% w II kwartale, w III kwartale wzrosły o 2,5%, a w październiku tylko o 0,7% m/m. Roczne tempo wzrostu cen producentów spowolniło nawet drugi miesiąc z rzędu, z 25,3% w sierpniu przez 24,5% we wrześniu do **22,9% w październiku**. Po podniesieniu stóp o 0,25 p.p. do 6,75% we wrześniu, **bank centralny** nie zmienił stóp w październiku i listopadzie.

ROPA

Po miesiącach stopniowego wzrostu, w I kwartale 2022 roku cena ropy osiągnęła poziom nie widziane od ponad 10 lat z powodu ataku Rosji na Ukrainę. Baryłka ropy naftowej na początku marca była notowana po 113 dolarów za baryłkę, a w ciągu

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

miesiąca osiągnęła 120 dolarów za baryłkę. Do końca marca cena spadła do 100 dolarów, a następnie w kwietniu oscylowała w wąskim przedziale ± 5 dolarów wokół tego poziomu. Od początku maja do około połowy czerwca cena ponownie wzrosła, do 120 USD za baryłkę. Jednak obawiając się, że zacieśnienie polityki banków centralnych spowoduje spowolnienie światowej gospodarki, a nawet recesję, spadła ona w czerwcu do przedziału 105 - 110 dolarów za baryłkę i od tego czasu utrzymuje się przeważnie w przedziale 80 - 90 dolarów za baryłkę. Tak było również w październiku. Następnie w listopadzie cena spadła do poziomu poniżej 80 dolarów za baryłkę, ponieważ rynki zaczęły się obawiać, że spowolnienie gospodarcze będzie głębsze.

RYNKI AKCYJNE

Rynki akcji kontynuowały pozytywną passę i również w listopadzie odnotowały solidną aprecjację. Amerykański indeks S&P 500 wzrósł o 5,4%, europejski indeks DJ STOXX600 o 6,8%, a japoński Nikkei225 o 1,4%. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy było przede wszystkim zmniejszenie oczekiwań rynku na dalsze podwyżki stóp procentowych przez amerykańską Rezerwę Federalną. Nastąpiło również zacieśnienie spreadów kredytowych, czyli spadek rentowności obligacji, co znajduje pozytywne odzwierciedlenie w modelach wyceny wartości wewnętrznej spółek/akcji. Ceny większości towarów przemysłowych, rolnych i energetycznych spadły miesiąc do miesiąca, co będzie miało pozytywny wpływ na koszty firm. Trwający sezon wyników za III kwartał również przyczynił się do dobrych wycen na rynku akcji, gdyż szacunki analityków dotyczące zarówno sprzedaży, jak i zysku netto zostały po raz kolejny pobite. Zdarzały się jednak gorsze od oczekiwanych szacunki dotyczące przyszłej sprzedaży lub kompresji marży. Ogólnie rzecz biorąc, spółki o niskich marżach i wysokim zadłużeniu, których koszt długu jest wrażliwy na stopy procentowe, nie radziły sobie dobrze w tym roku i prawdopodobnie nie będą sobie radzić w najbliższych miesiącach.

Dobrze radziły sobie akcje notowane na rynkach Europy Środkowej. Wysokie wzrosty zanotowały przede wszystkim akcje banków (Erste Bank +15%, mBank +17%, PKO Bank +9%, Banca Transilvania +20%, Nova Ljubljanska Banka +10%), które w ostatnich miesiącach wyraźnie spadały. Wcześniejsze spadki były gwałtowne, mimo znacznych podwyżek stóp procentowych w Czechach, Polsce i na Węgrzech. Negatywny wynik (-4%) zanotowały akcje polskiego marketplac'e'u Allegro, który odpisał dużą część niedawno przejętej czeskiej spółki Mall. Przy zasadniczo pozytywnym sentymencie na rynkach rozwiniętych, większość akcji notowanych w regionie Europy Środkowej zyskała na wartości. Oprócz wskaźników o niskiej wartości, wsparciem był również trwający sezon wyników za III kwartał, który wyglądał lepiej od oczekiwań. Czeski indeks PX wzrósł w listopadzie o 2,6%, polski indeks WIG30 o +12,4%, a rumuński indeks BET o +8,6%.

Akcje rynków wschodzących gwałtownie wzrosły w listopadzie, a indeks MSCI Emerging Markets USD zyskał 14,6%, co stanowi największy wzrost miesiąc do miesiąca od maja 2009 roku! Do tego wyniku najbardziej przyczyniły się akcje chińskie, które zyskały ponad 9,8% (indeks CSI300)

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCYJNE

oraz akcje w Hongkongu, które umocniły się aż o 26,6%. Po serii protestów rząd chiński zdecydował się na złagodzenie niektórych surowych środków antyepidemiologicznych. Dodało to kolejne wsparcie dla zmagającego się z problemami sektora nieruchomości. Inwestorzy oczekują więc ożywienia gospodarczego, dalszego wsparcia ze strony rządu i silniejszego wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. Ponadto do złagodzenia napięć przyczyniło się długo oczekiwane spotkanie prezydenta Chin Xi i prezydenta USA Bidena, na którym wyrazili oni poparcie dla „współpracy przed konfliktem”. Inne rynki azjatyckie również zanotowały przyzwoite zyski. Z kolei Ameryka Łacińska nie radziła sobie zbyt dobrze, a brazylijskie akcje traciły na wartości głównie z powodu niepewności co do składu przyszłego gabinetu (starego) nowego prezydenta Luli. W tym roku jednak i tak radzą sobie lepiej niż przeciętnie. Sentyment na rynkach wschodzących był dodatkowo wspierany przez słabszego dolara.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku rynki obligacji rządowych były w listopadzie podobne - rentowności spadały. W Stanach Zjednoczonych spadek rentowności w listopadzie (podobny do wzrostu w październiku) był szybszy i bardziej wyraźny - rentowność spadła o około 20 pb na krótkim końcu (2 lata) do 4,3% i 45 pb na długim końcu (10 lat) do 3,6%. Krzywa pozostaje zatem odwrócona. W strefie euro ruchy były bardziej umiarkowane, przy czym krótki koniec nawet nieznacznie wzrósł (o prawie 20 punktów bazowych do 2,15%), podczas gdy długi koniec spadł o 20 punktów bazowych do (1,9%). Listopadowe zmiany wynikały głównie z danych o inflacji, gdzie po obu stronach Atlantyku nastąpiło spowolnienie dynamiki inflacji miesiąc do miesiąca.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Na rynku obligacji korporacyjnych rozwój w listopadzie był jakościowo taki sam i podążał za rozwojem obligacji skarbowych. Tak zwany indeks całkowitego zwrotu (TRI) dla obligacji korporacyjnych o spekulacyjnym ratingu denominowanych w euro wzrósł o 3,5% w porównaniu z końcem października, natomiast indeks denominowany w dolarach wzrósł o 2,2%. W przypadku klasy inwestycyjnej TRI wzrósł o 6,1% dla instrumentów denominowanych w dolarach i o 0,2% dla instrumentów denominowanych w euro. Spready kredytowe dla obligacji inwestycyjnych denominowanych w euro, po znacznym wzroście zarówno w sierpniu, jak i we wrześniu (25% dla klasy spekulacyjnej i 34% dla klasy inwestycyjnej), w kolejnych dwóch miesiącach spadły, łącznie o prawie 70% dla klasy spekulacyjnej i 40% dla klasy inwestycyjnej w październiku i listopadzie.

RYNEK OBLIGACJI CZECHY

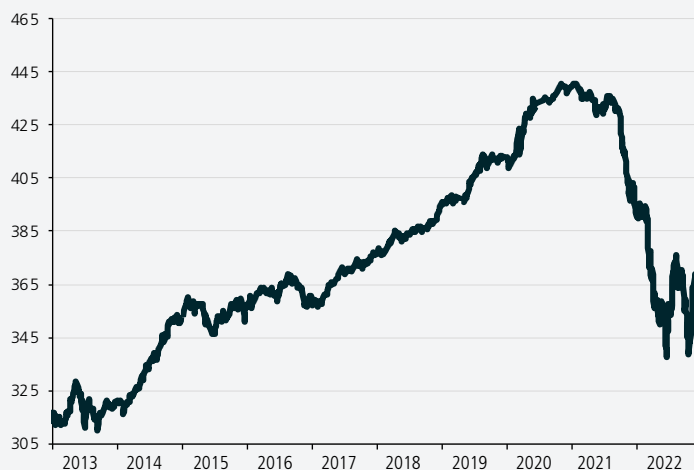
Czeska krzywa dochodowości znacząco obniżyła się w listopadzie. Częściowo z powodu rozwoju sytuacji za granicą, ale w znacznie większym stopniu z powodu znacznego spadku inflacji w Czechach w ujęciu miesiąc do miesiąca, rentowność 10-letnia spadła do 4,75% (spadek o 1,2 punktu procentowego w porównaniu z końcem października), a 2-letnia do 5,6% (spadek o 50 punktów procentowych).

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polska krzywa dochodowości w listopadzie skorygowała swój dramatyczny skok w górę z października. Po znacznej wyprzedzaży wzdłuż całej krzywej w październiku, która sprawiła, że zarówno dwu-, jak i dziesięcioletnie rentowności (a także wszystkie inne pomiędzy nimi) znalazły się znacznie powyżej 8%, panika ustąpiła w listopadzie i rentowności spadły, mimo że nie nastąpiło spowolnienie inflacji w ujęciu miesięcznym, a wręcz przeciwnie. Rentowność dwuletnia spadła poniżej 7% (spadek o 1,7 p.p. od końca października), rentowność 10-letnia do 6,6% (-1,8 p.p. od końca października).

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

O ile w trzecim kwartale front wojenny nie posunął się znacząco do przodu, to od początku ostatniego kwartału nastąpiła udana kontrofensywa w rejonie Charkowa, który zajęła armia ukraińska. Dzięki udanemu zaangażowaniu nowego sprzętu Ukrainie udało się znacząco zakłócić logistykę i zaplecze głęboko za linią frontu. Brak zaopatrzenia, niedobór amunicji, duże rozdrobnienie struktury oddziałów rosyjskich (ochotnicy, milicja, zawodowi najemnicy) oraz rosnąca demotywacja przyczyniły się do szybkiego posuwania się na wschód do granic obwodu ługańskiego. Ukrainie udało się do tej pory odzyskać ok. 15% terytorium zajętego po lutym 2022 r. Rosja nadal zajmuje niecałe 20% (100% Krymu, obwody chersoński i ługański oraz ok. 60–70% obwodów donieckiego i zaporoskiego; ok. 110 tys. km²) kraju. Postępy armii ukraińskiej były kontynuowane w kierunku okolic Bachmutu i Doniecka. To tu toczą się najcięższe walki, a zdobycze terytorialne dla obu stron są tylko minimalne kosztem wysokich strat.

Rosyjskie wojsko kontynuuje zmasowane ataki raketowe na infrastrukturę cywilną i energetyczną. Zostały one częściowo zlikwidowane za pomocą sprzętu dostarczonego z Zachodu. Wraz z wydłużaniem się konfliktu największym zagrożeniem jest obecnie zmiana nastawienia Zachodu i spadek intensywności wsparcia materialnego i dyplomacji.

WALUTY

Dolar w stosunku do euro osłabił się w listopadzie. Z poziomu poniżej parytetu wzrósł w listopadzie do ponad 1,04, ponieważ rynki odniosły (naszym zdaniem błędne) wrażenie, że wzrost inflacji się skończył, że inflacja szybko spada i że zbliża się moment, w którym Fed (po pierwsze) przestanie tak bardzo naciskać na hamulec, a (po drugie) nawet zacznie dodawać gazu.

Waluty Europy Środkowej w listopadzie radziły sobie podobnie - wszystkie po prostu oscylowały bez trendu. **Polski złoty** wahał się między 4,65 a 4,75, **węgierski forint** między 400 a 415. **Korona czeska** była oczywiście najbardziej stabilna, pozostając w wąskim przedziale ± 5 halercy od 24,30 przez większą część listopada.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polskie obligacje również mają potencjał do dalszego wzrostu rentowności. Inflacja jest bardzo wysoka, złoty pozostaje słaby, a polski rząd poszerza deficyt (i tym samym zwiększa podaż obligacji) swoimi pakietami antyinflacyjnymi. Bank centralny może być skłonny do dalszych podwyżek stóp procentowych, a przynajmniej krzywa rentowności będzie miała większe nachylenie przez wzrost wymaganej rentowności w segmencie dłuższych terminów zapadalności.

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

Ceny ukraińskich obligacji rządowych wzrosły w listopadzie stosunkowo silnie, głównie dzięki ogólnie rosnącemu apetytowi na ryzyko na rynkach, rozsądnym wynikom wyborów w USA i złagodzeniu wypłat pomocy zagranicznej. Zachód nadal jest mocno zaabsorbowany skutkami kryzysu energetycznego, wynikającymi z ograniczonych lub przerwanych dostaw gazu, co zakłóca koncentrację na sprawnym i szybkim wdrożeniu wsparcia. Wraz ze zbliżającą się zimą nasili się kryzys energetyczny, który będzie stanowił pożywkę dla partii populistycznych, osłabi spójność polityczną Europy i wzmocni wysiłki Rosji zmierzające do rozwiązania sytuacji i poprawy jej pozycji negocjacyjnej. Jednak obecny kształt konfliktu i rosnące ryzyko ataku na krytyczną infrastrukturę europejską znacznie utrudniają wszelkie negocjacje dyplomatyczne. Choć w związku z niepowodzeniami militarnymi w wewnętrznych strukturach rosyjskiego wojska i kierownictwa politycznego w Moskwie zachodzą zmiany, nie widać znaczących pęknięć lub są to niepotwierdzone spekulacje. Można przypuszczać, że w miarę niepowodzeń rosyjskie wojsko będzie częściej sięgać po brutalną siłę w postaci wyrzutni raketowych czy pocisków balistycznych, utrudniając jednocześnie ukraińskiemu wojsku utrzymanie dotychczasowego tempa działań.

WALUTY

W przypadku **kursu euro/dolara** od dawna uważamy, że EBC będzie musiał być bardziej agresywny niż Fed w zacieśnianiu w przyszłym roku, a oczekiwania co do przyszłorocznego poziomu stóp będą rosły szybciej w przypadku EBC niż Fedu. Ponieważ

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

w przeszłości to właśnie (oczekiwane) względne ustawienia polityki pieniężnej najbardziej poruszały kursem walutowym, uważamy, że w przyszłym roku kurs euro/dolara będzie poruszał się powyżej 1,05 i w kierunku 1,10. Uważamy, że osłabienie dolara do 1,05 w listopadzie jest nieco przedwcześnie, wciąż widzimy przestrzeń do umocnienia dolara (w okolicach lub poniżej parytetu) w krótszym horyzoncie jednego kwartału - listopadowe umocnienie euro wynikało z przekonania rynku, że inflacja osiągnęła już szczyt i że szybko zejdzie, co naszym zdaniem okaże się zbyt optymistycznym oczekiwaniem w kolejnym kwartale.

Zasadniczo korona czeska jest gotowa do osłabienia – znacznie bardziej ujemne realne stopy procentowe niż w USA czy strefie euro, utrzymująca się inflacja, CNB niechętny do dalszego podnoszenia stóp, duże deficyty na rachunku obrotów bieżących i ogromne deficyty publiczne. Gdyby nie CNB, korona z pewnością znalazłaby się dziś powyżej 25 koron za euro. Oczekujemy również, że różnica w stopach procentowych pomiędzy CNB a Fed czy EBC będzie się dalej stopniowo zmniejszać, co doprowadzi do presji na koronę. Tak więc korona w najlepszym wypadku pozostanie w przyszłym roku w tym samym miejscu (jeśli CNB będzie jej bronić) lub osłabnie, potencjalnie do ponad 25 koron za euro.

Polski złoty znajduje się w podobnej sytuacji makroekonomicznej jak CZK, z wyjątkiem nieco mniejszego deficytu na rachunku bieżącym i, co najważniejsze, banku centralnego zdeterminowanego i zdolnego do obrony swojej waluty. Tym samym oczekujemy trwałej presji na złotego i jego oscylowania w przedziale 4,8–5 w przewidywalnej przyszłości.

Węgierski forint znajduje się również pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i w finansach publicznych), bardzo wysokiej inflacji oraz złej sytuacji politycznej spowodowanej sympatią reżimu Orbana do Rosji. To oczywiście powoduje napięcia między UE a Węgrami, których kulminacją w listopadzie była propozycja Komisji Europejskiej, aby zamrozić 13 mld euro w budżecie Węgier z powodu braku reform i chęci walki z korupcją. Skrajne zacieśnienie polityki w październiku mogło ustabilizować walutę w okolicach poziomu 400, ale nie wygląda to na znaczący wzrost trendu i naszym zdaniem na pewno nie nastąpi to w pierwszej połowie 2023 roku.

RYNEK AKCYJNY

W najbliższych kwartałach wyniki giełdowe będą charakteryzowały się dużą zmiennością. Spadek siły nabywczej gospodarstw domowych, oczekiwane spowolnienie/spadek koniunktury, wzrost stóp procentowych oraz utrzymujące się zakłócenia w łańcuchu dostaw doprowadzą do krótkoterminowego spadku zysków poszczególnych spółek. Skala spowolnienia gospodarczego i jego wpływ na rentowność spółek są w tej chwili bardzo trudne do oszacowania, ale pewna część negatywnego scenariusza jest już wyceniona. Ponownie wierzymy, że po słabszym okresie gospodarki, gospodarstwa domowe i rynki akcji wyjdą ostatecznie z kryzysu silniejsze i zdrowsze w dłuższej perspektywie niż były przed kryzysem. W najbliższych miesiącach spodziewamy się dalszej korekty cen gazu i energii elektrycznej. Koniec remontów niektórych francuskich elektrowni atomowych spowoduje spadek cen energii elektrycznej. Przyczyni się do tego również niższy popyt wynikający ze słabnącej aktywności gospodarczej. Ceny gazu w miesiącach zimowych będą charakteryzowały się dużą zmiennością, głównie ze względu na wahania pogody. Ogólnie słabsze otoczenie makro będzie prowadzić do dalszego osłabienia cen surowców przemysłowych i energetycznych.

Wiele akcji spadło poniżej ich wartości wewnętrznej bez dobrego powodu, dlatego wolimy aktywną selekcję akcji od pasywnego inwestowania. Gospodarka USA, bardziej oddalona od Europy, może radzić sobie lepiej. Z drugiej strony Europa może zyskać w perspektywie średnioterminowej dzięki wycofaniu produkcji z bardziej ryzykownych regionów, dokonując jednocześnie bardzo potrzebnych nowych inwestycji w wielu sektorach. Skorzysta na tym również region Europy Środkowej, który wciąż jest tanim regionem pod względem kosztów produkcji.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

www.conseq.pl