

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-2.61 %	USA (USD)	-2.34 %	USD/EUR	-2.64 %	Ropa Brent (USD)	-0.71 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1.74 %	Europa (EUR)	-2.33 %	CZK/USD	1.49 %	Gaz (USD)	2.35 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	0.43 %	Czechy (CZK)	-1.12 %	CZK/EUR	-1.17 %	Fotowoltaika (EUR)	-
MSCI Emer. Mark. (USD)	-6.54 %	Polska (PLN)	-1.23 %	PLN/EUR	-0.07 %	Złoto (USD)	-4.81 %
Czechy – PX (CZK)	6.32 %	Węgry (HUF)	-2.26 %	HUF/EUR	-3.27 %	Srebro (USD)	-12.06 %
Polska – WIG30 (PLN)	-3.10 %	Turcja (TRY)*	4.36 %	TRY/EUR	-2.29 %	Miedź (USD)	-2.73 %
Węgry – BUX (HUF)	-1.23 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wskaźniki wyprzedzające nadal się poprawiają, podobnie jak inflacja, co wskazuje, że polityka pieniężna będzie musiała być dalej znacząco zacieśniana.

Dynamika PKB w IV kwartale 2022 roku potwierdziła, że gospodarka nie wpadła jeszcze w recesję, którą wielu przewidywało ze względu na rosnące ceny energii i inflację. Gospodarka rosła bowiem w równie szybkim tempie w IV kwartale pomimo oczekiwań skurczenia się o 0,1 % q/q, co oznacza, że rosła w każdym kwartale ubiegłego roku, a **wzrost w IV kwartale wyniósł 1,9 % r/r (i znacznie ponad 3 % za cały rok)**. Wśród głównych gospodarek najszybciej w ostatnim kwartale ubiegłego roku rosła gospodarka Hiszpanii (+0,2 % q/q), a następnie Francji (0,1 % q/q); gospodarka Niemiec ostatecznie skurczyła się o 0,4 % q/q, a Włoch o 0,1 %. Struktura wzrostu dla całej strefy euro nie została jeszcze opublikowana, więc nadal dysponujemy jedynie informacjami o wzroście we Francji i Hiszpanii. We Francji popyt gospodarstw domowych wyraźnie spowolnił q/q (-0,9 % q/q), co miało pozytywny efekt w postaci dodatniej kontrybucji eksportu netto (import -1,9 %, eksport -0,3 %). Co jednak zaskakujące, wzrosły nakłady brutto na środki trwałe (+0,8 % q/q) - i nie było to zasługą zapasów (które w 4Q22 nieco negatywnie przyczyniły się do wzrostu). w Hiszpanii również widzieliśmy spadek popytu gospodarstw domowych (-1,8 % q/q, ale Po poprzednich dwóch kwartałach bardzo silnego wzrostu kwartał do kwartału odpowiednio o 2,3 % i 1,8 %), ale także spadek nakładów brutto na środki trwałe (-3,8 % q/q). w wyniku silnego spadku importu w ujęciu kwartalnym (o 4,2 %) i tylko nieznacznego spadku eksportu (-1,1 %), wkład eksportu netto do wzrostu w 4Q22 był dodatni.

Twarde dane opublikowane w lutym były słabe, ale w większości dotyczyły tylko końca ubiegłego roku; miękkie wskaźniki natomiast poprawiły się.

Sprzedaż detaliczna na koniec IV kwartału spadła o znaczące 2,7 % Po (zrewidowanym w górę) wzroście o 1,2 % m/m w listopadzie. **w ujęciu rocznym tempo wyniosło -2,8 %**. Pierwsze dane za styczeń są jednak znacznie lepsze i pokazują, że część grudniowego spadku została prawdopodobnie wymazana w styczniu - sprzedaż w kilku małych gospodarkach wyraźnie wzrosła w styczniu Po grudniowym spadku (Holandia +4,9 % m/m, Portugalia +1,7 %). Nawet jednak przy grudniowym spadku m/m, wynik rok do roku był znakomity - Po roku, w którym inflacja pękła w sposób niewidziany od dziesięcioleci, wzrost przychodów za cały ubiegły rok o 0,7 % w porównaniu z rokiem 2021 to wynik, o którym być może nikt nie marzył.

To oczywiście w dużej mierze zasługa rynku pracy. Stopa bezrobocia pozostała na koniec 2022 r. na rekordowo niskim poziomie (6,6 %), przy czym Niemcy nadal są krajem o najniższym poziomie bezrobocia spośród największych państw (w grudniu spadło nawet do 2,9 %), a Hiszpania o najwyższym (13,1 %). Wzrost płac nadal pozostaje relatywnie stłumiony: [indeks negocjowanych płac](#) opracowany przez EBC dodał 3 % r/r w I kwartale, ale tylko 2,5 % r/r w II kwartale i mniej niż 3 % w III i IV kwartale (odpowiednio 2,88 % i 2,85 %).

Produkcja przemysłowa w czwartym kwartale spadła o **1,7 %**, również z powodu spadku o 1,1 % w grudniu. Wśród dużych gospodarek produkcja spadła najbardziej w Niemczech (o 2,2 % q/q) i Hiszpanii (o 0,2 % q/q), natomiast wzrosła we Włoszech (+0,5 % q/q) i Francji (+0,3 %). w ujęciu rok do roku produkcja przemysłowa spadła w grudniu o 1,7 %, oczywiście przede wszystkim za sprawą spadku w Niemczech, gdzie produkcja zmniejszyła się w grudniu o niecałe 3 % r/r. w przetwórstwie przemysłowym produkcja spadła jedynie o 0,6 % r/r, co z jednej strony pokazuje, że spadek w przemyśle wynika głównie ze spadku produkcji w innych sektorach poza przetwórstwem przemysłowym (czyli głównie w produkcji energii). Jest to doskonały wynik w świetle dotychczasowego rozwoju wskaźników wiodących i kryzysu energetycznego.

Wskaźniki wyprzedzające pokazały, że IV kwartał będzie słaby w branży. **Indeks Menadżerów Logistyki (PMI) poprawił się nieznacznie** w listopadzie i grudniu 2022 roku w porównaniu z październikiem (46,4 pkt) do odpowiednio 47,1 i 47,8 pkt, ale pozostał znacznie poniżej 50 pkt. na początku 2023 r. nastąpiła jednak dalsza poprawa - indeks produkcji przemysłowej poprawił się w styczniu do 48,8 pkt i utrzymał się **w okolicach tego poziomu w lutym (48,5 pkt)**; we Włoszech czy

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Hiszpanii przekroczył nawet 50 pkt. Indeks IFO, który śledzi warunki w największej gospodarce strefy euro, daje podobny obraz. Podobnie jak w listopadzie czy grudniu, sytuacja w niemieckim przemyśle poprawiła się w styczniu i lutym – **na koniec lutego indeks osiągnął poziom 91,1 pkt**, czyli najwyższy od czerwca 2022 roku (92,3 pkt), przede wszystkim dzięki poprawie oczekiwań. Subindeks **oceniający oczekiwania** ponownie znacząco się poprawił, skacząc w górę, podobnie jak w grudniu czy styczniu, a w lutym o ponad 2 punkty. Jego wartość 88,5 pkt była najwyższa od lutego 2022 roku (98,5 pkt).

Sytuacja w dominującym w strefie euro sektorze usług również uległa dalszej poprawie na początku tego roku. Po wzroście powyżej linii oddzielającej ekspansję od kontrakcji w styczniu (50,8 pkt) Po raz pierwszy od lipca ubiegłego roku, indeks usług poprawił się do ośmiomiesięcznego poziomu **53 pkt** w lutym. Nastąpiło dalsze ożywienie w sektorach usług finansowych i turystyki. Poprawiła się również pewność siebie w perspektywie kolejnych 12 miesięcy, a także zatrudnienie (choć skromniej niż w styczniu). Nieprzyjemną wiadomością było jednak to, że subindeks cen produkcji wzrósł ponownie (i jeszcze bardziej w porównaniu ze styczniem), pokazując, że presja inflacyjna jeszcze nie słabnie.

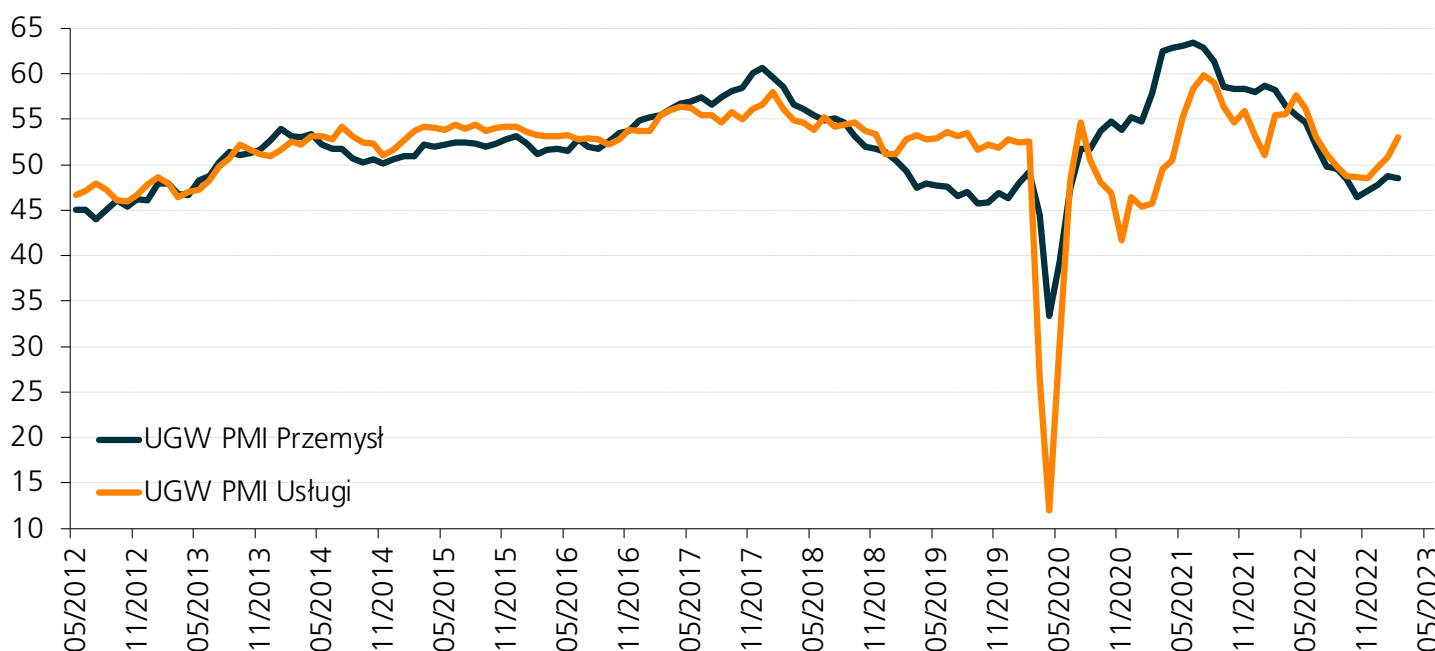
Potwierdzeniem ogólnej poprawy nastrojów jest **zaufanie** konsumentów mierzone przez Komisję Europejską. We wrześniu ubiegłego roku spadło ono do nowego, rekordowo niskiego poziomu **-28,7 pkt** (o 4 pkt niższego niż poprzednie minimum w kwietniu 2020 r.), ale od tego czasu stale się poprawia, do **-20,7 pkt** w styczniu 2023 r. i do **-19 pkt w lutym**. Choć jest to wciąż historycznie poniżej poziomów widzianych podczas kryzysu finansowego z lat 2008–2009 czy kryzysu zadłużenia, to jednocześnie jest to już najwyższy poziom od lutego 2022 roku (-9,5 pkt.).

Jak wynika z ostatecznych danych, **inflacja w styczniu spowolniła** o 0,2 % miesiąc do miesiąca z 9,2 % w grudniu do **8,5 %** w styczniu. Najpilniej obserwowana **inflacja bazowa** również spadła w styczniu (o 0,8 % m/m), ale jest to typowe dla stycznia - podawany wskaźnik HICP nie jest wyrównany sezonowo i odzwierciedla zniżki poświadczeń. **Po uwzględnieniu tego faktu wzrost pozostałby dodatni (+0,5 % m/m)**. w ujęciu rocznym inflacja bazowa wzrosła nawet jeszcze bardziej do **5,3 %** z rekordowego poziomu z grudnia (5,2 %). **Pierwsze dane z lutego nie są zbyt optymistyczne**: Zarówno inflacja francuska jak i hiszpańska wzrosła o 1 punkt procentowy miesiąc do miesiąca, niemiecka o 0,8 %. Wszystkie te liczby były gorsze od oczekiwań rynkowych, więc można się spodziewać, że inflacja bazowa za luty będzie niemiłą niespodzianką.

Ponadto **ceny producentów przemysłowych** również spadły w IV kwartale: **w październiku spadły o 2 %, w listopadzie o 1 % m/m, a w grudniu dodały +0,3 %**. Wynikało to przede wszystkim z cen energii (październik -7,2 %, listopad -3,3 %, grudzień +1,3 %, zawsze m/m), ale to też jest ważne. w MIG („main industry grouping”) z wyłączeniem energii, ceny spadły w IV kwartale tylko nieznacznie (+0,5 % m/m w październiku / analogicznie -0,7 % m/m zarówno w listopadzie jak i grudniu).

Na posiedzeniu 2 lutego EBC podniósł stopy o 50 punktów bazowych do 2,5 % i zasugerował, że w drodze są jeszcze co najmniej dwie podwyżki. na konferencji prasowej Ch. Lagarde zabrzmiała bardzo jastrzębko, mówiąc, że inflacja jest nadal „bardzo wysoka”, że „presja popytowa jest bardzo żywa”, a na pytanie, czy zobaczymy ostatnie zacieśnienie w marcu, odpowiedziała „nie, nie, nie”. w lutym nadal nasilały się głosy, aby kolejna podwyżka w połowie marca była większa niż tylko o pół punktu procentowego, czemu dodatkowo pomogły opublikowane na sam koniec miesiąca dane o inflacji za luty.

Wskaźniki wyprzedzające uległy dalszej poprawie na początku roku, najbardziej w usługach.



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Mocne dane z rynku pracy, silna styczniowa sprzedaż detaliczna i wyższa inflacja przywróciły na rynek oczekiwania na dalsze i bardziej zdecydowane od oczekiwań podwyżki stóp przez Fed.

Po technicznej recesji w pierwszej połowie 2022 roku, gospodarka USA powróciła do czarnych liczb wzrostu **w jej drugiej połowie**. Rosła ona w annualizowanym tempie realnym 3,2 % w III kwartale i 2,7 % w IV kwartale według drugiego szacunku (wobec 2,9 % w pierwszym szacunku). w czwartym kwartale w strukturze dominowała wkład konsumpcji gospodarstw domowych (+0,9 pp), a następnie wkład eksportu netto (+0,46 pp) i rządu (+0,63 pp).

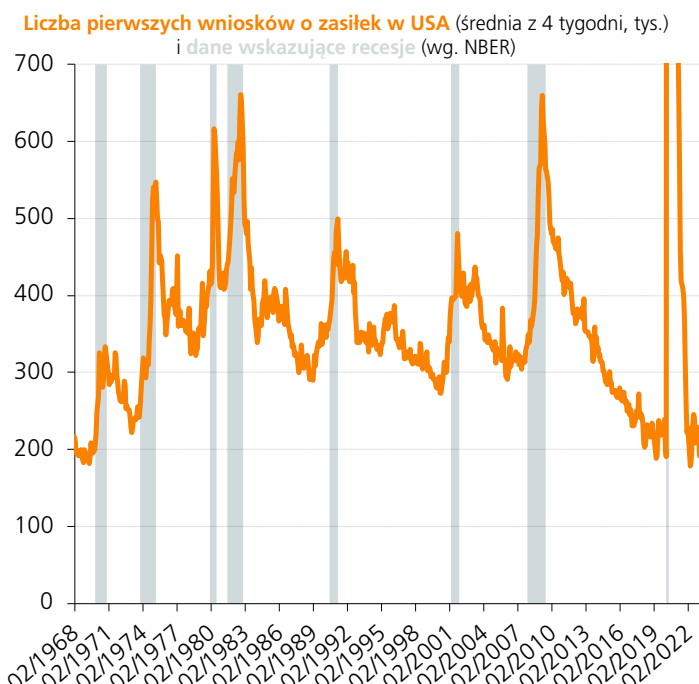
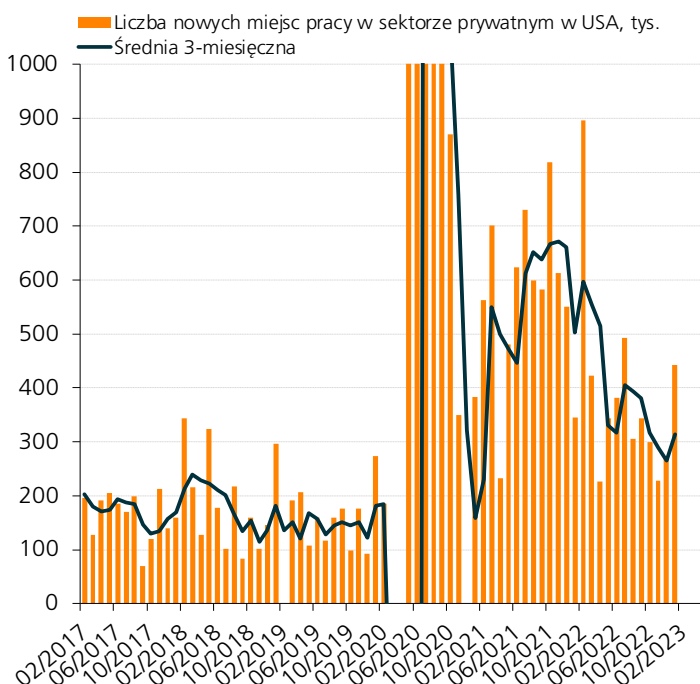
Dane miesięczne opublikowane w lutym 2023 roku były solidne.

Realna sprzedaż detaliczna spadła gwałtownie zarówno w listopadzie, jak i w grudniu 2022 r., odpowiednio o 1,3 % m/m i 1,2 % m/m, ale bardzo szybko odbiła **w styczniu** i wymazała większość spadku z końca 2022 r., osiągając realny **wzrost miesiąc do miesiąca na poziomie 2,4 %**. w ujęciu rok do roku sprzedaż następnie w styczniu uległa realnej stagnacji, co w sytuacji, gdy inflacja w 2022 roku była najwyższa od lat 80-tych, nie można określić innymi słowami niż „niespodziewany sukces”.

Oczywiście największa w tym zasługa rynku pracy, który jest najsilniejszy od 50 lat. **Stopa bezrobocia** wyniosła w styczniu 3,4 % i była najniższa od maja 1969 r. Inne monitorowane stopy bezrobocia również są bardzo niskie - **stopa U6** (obejmująca oprócz bezrobotnych także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, bo nie mają nadziei na jej znalezienie) wyniosła w styczniu 6,5 %, podobnie jak w grudniu. Nadal trwało też szybkie tworzenie miejsc pracy – **w styczniu 2023 roku gospodarka amerykańska stworzyła 443 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym, co było wynikiem wielokrotnie przekraczającym oczekiwania**. Co więcej, przegląd danych za poprzednie miesiące pokazał, że tworzenie miejsc pracy było w ubiegłym roku jeszcze szybsze niż pierwotnie podawano. Nie dziwi więc fakt, że badanie JOLTS ponownie potwierdziło, że liczba wolnych miejsc pracy pozostaje bardzo wysoka – podczas gdy przed pandemią wskaźnik ten wynosił około 6–7 mln, dziś jest dwucyfrowy, a **w grudniu jeszcze wzrósł powyżej 11 mln**. Wskaźnik dobrowolnych odejść jest bardzo wysoki, natomiast wskaźnik wymuszonych odejść jest niższy niż przed pandemią. **Różnica w tempie wzrostu płac** między osobami, które ostatnio zmieniły pracę, a tymi, które jej nie zmieniły, jest najwyższa od (co najmniej) końca lat 90. **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** od 6 tygodni znajduje się poniżej 200 tys. i jest to najdłuższy taki okres od 1969 roku. Wszystkie te dane wskazują więc na jedno - bardzo ciasny rynek pracy.

To takie dziwne, że wzrost płac nie jest szybszy. Według danych **Atlanta Fed** (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS), w styczniu 2023 r. płace wzrosły o 6,1 % r/r (w czerwcu 2022 r. było to jeszcze 6,7 %), natomiast według danych Current Employment Statistics (CES), wzrost o 0,3 % m/m w styczniu sprawił, że dynamika kwartalna wyniosła 1,1 % (czyli 2,2 % w ujęciu półrocznym); tempo 4,4 % r/r było najwolniejsze od sierpnia 2021 r.

Zamówienia na dobra trwale spadły w styczniu o 4,5 % m/m Po silnym wzroście w grudniu (+5,1 % m/m), było Rynek pracy jest w najlepszej kondycji od dziesięcioleci.



Źródło: Nowe miejsca pracy (BLS, dostępne TUTAJ), pierwsze wnioski (Bloomberg)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

to jednak spowodowane jedynie niestabilną kategorią samolotów i broni: Po wyłączeniu tych dwóch kategorii nastąpił niewielki spadek w grudniu (-0,3 % m/m) i wzrost o 0,8 % w styczniu. są to oczywiście liczby nominalne, ale roczny nominalny wzrost na poziomie 4,6 % w styczniu 2023 roku nie jest zły nawet Po uwzględnieniu inflacji. Nie jest to jednak taka niespodzianka, biorąc pod uwagę okoliczności, (realna) **produkcja przemysłowa** radziła sobie całkiem dobrze w ciągu ostatniego roku, dodając **około 4 %** za cały rok. Jednak jej dynamika pogorszyła się również w ostatnim kwartale ubiegłego roku: Po stagnacji w październiku, w listopadzie spadła o 0,6 %, a w grudniu o 1 %. **Produkcja przemysłowa rozpoczęła ten rok od realnej stagnacji miesiąc do miesiąca, a roczne tempo** produkcji wyhamowało do **0,8 %**.

Inflacja bazowa ponownie przyspieszyła w styczniu, dodając 0,6 % m/m, co Po IV kwartale, w którym inflacja bazowa rosła wolniej z miesiąca na miesiąc niż w poprzednich miesiącach (+0,3 % w październiku, +0,2 % w listopadzie, +0,4 % w grudniu), podważyło przekonanie rynków, że stopy Fed są bliskie szczytu i że wkrótce zobaczymy nawet ich obniżkę. Inflacja cen usług rynkowych pozostała szczególnie silna, osiągając 1,5 % w ostatnim kwartale i 3 % w ostatnim półroczu. w ujęciu rocznym ten składnik inflacji PCE, na który największy wpływ ma rozwój płac, osiągnął 6 %, najwyżej od lat 80.

Jednak na posiedzeniu na początku lutego 2023 roku Fed ponownie wyhamował swoje zapędy w zakresie polityki pieniężnej, podnosząc stopy o „zaledwie” 0,25 p.p. do przedziału 4,50 %–4,75 %. Wprawdzie w protokole Po posiedzeniu wskazał, że to jeszcze nie koniec („właściwe będzie dalsze podnoszenie stóp”, „zadanie nie jest jeszcze całkiem wykonane”, „byłoby przedwczesne, bardzo przedwczesne ogłaszanie zwycięstwa”), ale na konferencji prasowej pojawiły się też gołębie zdania (zdanie Powella, że „mogę Po raz pierwszy powiedzieć, że proces dezinflacyjny się rozpoczął”). w lutym jednak rynki, które jeszcze na początku cyklu płonęły nadzieją na rychły spadek stóp, otrzeźwiały i za sprawą mocnych danych makroekonomicznych (sprzedaż detaliczna, rynek pracy) oraz wyższej inflacji zaczęły liczyć się z tym, że stopy nie tylko nie spadną od razu, ale że szczyt w tym cyklu będzie zauważalnie powyżej 5 %.

CEE3

POLSKA

Inflacja w styczniu jeszcze przyspieszyła, ale polski bank centralny czeka na wsparcie z zagranicy i nie podnosi dalej stóp.

Jak podał Urząd Statystyczny, **wzrost PKB w Polsce w IV kwartale wyniósł -2,4 % q/q** (0,4 % r/r). Największy wkład w spadek kwartał do kwartału miał spadek zapasów (inwestycje trwałe dodały 1,3 % q/q, ale inwestycje ogółem - czyli inwestycje trwałe wraz z zapasami - spadły o tyle samo kwartał do kwartału) oraz spadek popytu gospodarstw domowych (-2,5 % q/q). Eksport spadł o 0,9 % q/q, import o 1,6 %.

Produkcja przemysłowa, Po wzroście o 1,4 % i 1 % m/m odpowiednio w listopadzie i grudniu, **w styczniu uległa pogorszeniu o 1,3 %**. Dynamika rok do roku pozostała dodatnia i wyniosła +0,3 % (wyrównana sezonowo). na wynik stycznia w ujęciu miesiąc do miesiąca wpłynął spadek produkcji przemysłowej, przy jednoczesnym wzroście produkcji energii. w styczniu **PMI** ostatecznie dopasował się do tego rozwoju (indeks poprawił się do 47,5 punktu w styczniu 2023 roku). Następnie **w lutym** uległ on dalszej poprawie do **48,5 pkt**, co było dziesiątym z rzędu spadkiem poniżej 50 pkt, ale było też dziesięciomiesięcznym maksimum. Nowe zamówienia nadal spadają, ale w umiarkowanym tempie. Dobrą wiadomością było spowolnienie subindeksu zarówno dla dni wejścia, jak i wyjścia, przy czym ten pierwszy znalazł się na najniższym poziomie od lipca 2020 r.

Realna sprzedaż detaliczna dodała w styczniu 2,3 % m/m Po gwałtownym i niespodziewanym spadku w grudniu (o 4,8 % m/m). w ujęciu rok do roku sprzedaż była w styczniu realnie niższa o 0,3 %. To bardzo dobry (i z pewnością niespodziewany) wynik biorąc pod uwagę inflację. Nie ma jednak co się aż tak bardzo dziwić temu wynikowi - sprzedaży pomógł przez cały ubiegły rok, i nadal pomaga w tym roku, rynek pracy, na którym jak dotąd nie zaszły żadne zmiany. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska i zarówno w grudniu, jak i w styczniu wynosiła nieco powyżej 5 % (odpowiednio 5,2 % i 5,3 %). Nie dziwi więc fakt, że płace nadal rosną – **nominalny wzrost wynagrodzeń wyniósł w styczniu 13,5 %**.

W świetle powyższego nie jest chyba zaskoczeniem, że inflacja nie znika. Według pierwszych danych, inflacja wzrosła **w styczniu** o 2,4 % m/m, a jej roczna stopa (**17,2 %**) powróciła tym samym w pobliże listopadowego szczytu (17,5 %). Największy wkład w styczniowy wzrost miesiąc do miesiąca miały koszty związane z mieszkaniem (+6 %), głównie za sprawą 10 % wzrostu opłat za energię elektryczną, gaz i inne paliwa. Dobrą wiadomością jest spowolnienie wzrostu cen producentów w 4Q22: o ile w drugim kwartale ceny te wzrosły o 6 %, to w trzecim o 2,5 %, a w czwartym już tylko o ok. 1 % (w samym grudniu o 0,6 % m/m). **w styczniu (zharmonizowane) ceny producentów przemysłowych dodały 0,8 %**.

Na posiedzeniu 8 lutego bank centralny pozostawił kluczową stopę referencyjną na niezmiennym poziomie 6,75 %. Najwyraźniej oczekuje, że spowolnienie wzrostu za granicą pomoże stłumić presję inflacyjną w Polsce: w lutymowym protokole ponownie znalazło się, podobnie jak w styczniu, zdanie, że „osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców oraz zdanie, że w świetle powyższego dotychczasowe zacieśnianie polityki w Polsce jest wystarczające. Biorąc jednak pod uwagę znaczną dwucyfrową inflację i dwucyfrowy wzrost płac, śmiemy z tym polemizować.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

ROPA

Jak na razie w tym roku na rynku ropy nic się nie dzieje: zarówno w styczniu, jak i w lutym cena ropy oscylowała jedynie w granicach 72–78 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

Globalne rynki akcji oddały część zysków z poprzednich tygodni. Zwłaszcza rynki amerykańskie zanotowały spadek (indeks S&P 500 –2,6 %), natomiast rynki europejskie zaczęły tracić na wartości w drugiej połowie lutego i obroniły swoje skromne zyski w skali miesiąca (indeks DJ STOXX 600 +1,7 %). w ostatnich dwóch tygodniach lutego nastąpiło częściowe zamknięcie zysków, gdyż zaczęły narastać obawy o dalsze działania banków centralnych. Bankierzy centralni będą nadal zacieśniać warunki monetarne, poprzez podwyżki stóp procentowych i redukcję swoich bilansów, dopóki trend wzrostowy poziomu cen wyraźnie się nie odwróci. Wzrost wymaganych rentowności obligacji państwowych w Europie i USA (10-letni UST wzrósł powyżej 4 %) doprowadził więc do spadku na rynkach akcji. Z drugiej jednak strony nadal napływały relatywnie przyzwoite dane makroekonomiczne, co przy oczekiwanym ożywieniu w chińskiej gospodarce nadal utrzymuje rynki akcji na mocnych poziomach. Wyniki finansowe przedsiębiorstw za 4Q2022 wypadły lepiej od szacunków rynkowych uśredniając je, jednak w kolejnych dwóch kwartałach nadal oczekuje się spadku zysków w ujęciu rocznym, przy czym silniejszy wzrost nastąpi dopiero od czwartego kwartału tego roku.

Wyniki akcji w Europie Środkowej były mieszane. Czeski indeks PX (+6,3 % miesiąc do miesiąca) i rumuński indeks BET (+1,4 %) zanotowały zyski. Polski indeks WIG30 już podążał za rozwojem sytuacji na świecie i zanotował straty (–3,1 %) w związku ze wzrostem awersji do ryzyka, węgierski indeks BUX (–1,2 %) spadł głównie z powodu gorszych danych ekonomicznych firmy farmaceutycznej Gedeon Richter, podczas gdy pozostałe duże spółki węgierskie miały pozytywny wkład. Głównym powodem wzrostu czeskiego indeksu PX były przede wszystkim dobre wyniki akcji CEZ (+16 %), gdzie spekuluje się o możliwym wykupie akcji lub podziale spółki przez czeskie państwo. Akcje banków, Po dobrych wynikach kwartalnych, również wykazały przyzwoitą pozytywną aprecjację.

Akcje rynków wschodzących nie radziły sobie dobrze w lutym, a MSCI Emerging Markets USD Index stracił ponad 6,5 %, oddając znaczną część styczniowego wzrostu. Główną przyczyną tego stanu rzeczy są obawy o wzrost stóp procentowych, szczególnie w USA i strefie euro, ponieważ inwestorzy ponownie oceniają perspektywy inflacji w tym roku oraz reakcję banków centralnych. Umacniający się dolar amerykański również nie był dobrą wiadomością. Najgorzej radziły sobie akcje chińskie (np. Hong-Kong –9,4 %), co było również konsekwencją afery z balonem szpiegowskim nad terytorium USA, gdzie został on ostatecznie zestrzelony. Na czerwono zakończyły miesiąc również akcje indyjskie i koreańskie. Akcje z Ameryki Łacińskiej potwierdziły nieudany miesiąc lutego, gorsze brazylijskie dane makroekonomiczne tylko przyspieszyły wyprzedaż.

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

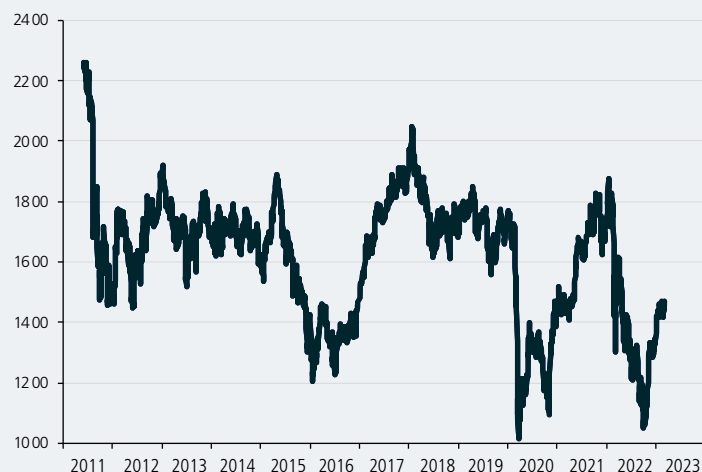
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku sytuacja na rynkach obligacji rządowych w lutym była podobna - rentowność wzrosła, gdy dane makroekonomiczne pokazały, że spadek inflacji nie będzie tak łatwy, jak sądziły rynki w grudniu i styczniu. w Stanach Zjednoczonych, ze względu na silną sprzedaż detaliczną, dobre dane z rynku pracy i ponowne przyspieszenie inflacji, rentowność wzrosła w lutym o 60 punktów bazowych na krótkim końcu i o 40 punktów bazowych na długim (10-letnim) końcu, doprowadzając 2-letnią zapadalność do poziomu 4,80 %, a 10-letnią blisko 4 %.

W strefie euro ruchy były nieco mniej wyraźne, ale i tu szczególnie wysoka inflacja w styczniu i lutym spowodowała zauważalny ruch rentowności w górę. na krótkim końcu rentowność niemieckich obligacji rządowych wzrosła o 50 punktów bazowych do 3,15 %, a na długim końcu o niecałe 40 punktów bazowych do 2,7 %.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Na rynku obligacji korporacyjnych zmiany w lutym 2023 r. podążały za zmianami na rynkach obligacji skarbowych jedynie w przypadku instrumentów denominowanych w dolarach. na koniec lutego tzw. total return index (TRI) pozostał bez zmian w stosunku do końca stycznia zarówno dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym, jak i inwestycyjnym, denominowanych w EUR. w przypadku instrumentów dolarowych nastąpił spadek o 4,1 % dla instrumentów o ratingu inwestycyjnym i o 1,6 % dla instrumentów o ratingu spekulacyjnym. Spready kredytowe, Po znacznym spadku w 4Q22 (łącznie o prawie 70 % dla instrumentów o ratingu spekulacyjnym i 40 % dla instrumentów o ratingu inwestycyjnym), pozostały bez zmian w styczniu i lutym 2023r.

Skandynawski rynek obligacji potwierdził swój udany start w styczniu i kontynuował wzrost w lutym. Zanotował najlepszy wzrost w pierwszych miesiącach roku od 2017 r. od początku roku wymagane rentowności spadły o prawie 100 punktów bazowych. przy znacznym wolumenie nowych emisji (18 mld NOK; drugi najwyższy wolumen w lutym w historii).

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Czeska krzywa dochodowości w lutym 2023 roku pozostała bez zmian. Ani silniejsze dane o inflacji, ani stosunkowo jastrzębi protokół z lutowego posiedzenia CNB nie zdołały jej zmienić. Rentowność dwuletnia pozostała więc praktycznie bez zmian na poziomie 5,8 %, natomiast rentowność dziesięcioletnia wzrosła o 35 punktów bazowych do 5 % w związku z wydarzeniami zagranicznymi.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Polska krzywa dochodowości w lutym podążała za krzywą zagraniczną w większym stopniu niż krzywa czeska. w porównaniu z końcem stycznia rentowność dwuletnia wzrosła o 25 punktów bazowych do 6,3 %, natomiast na długim końcu rentowność 10-letnia wzrosła o 50 punktów bazowych do 6,5 %.

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

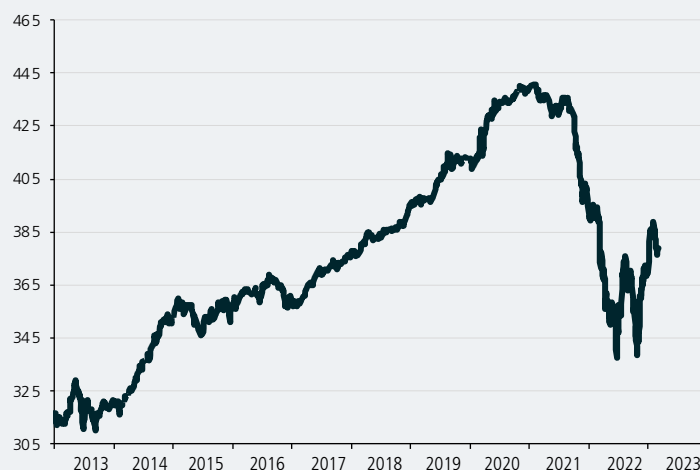
Ceny ukraińskich obligacji rządowych na aukcjach pierwotnych utrzymują się stale poniżej 20 % w skali roku. w przypadku rynku wtórnego lokalnych obligacji w UAH rentowności są znacznie wyższe, ale zaczęły pojawiać się wyższe notowania

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

w porównaniu z końcem roku. Aktywność pozostaje jednak niska, a płynność niewielka. Specyfikę sytuacji potęguje kontrola kapitału przez ukraiński bank centralny i konieczność rozliczania wszelkich transakcji w USD. Rozluźnienie kontroli kapitałowej, mające na celu zwiększenie atrakcyjności obligacji UAH dla inwestorów zagranicznych, ma nastąpić w kwietniu. Ogólnie jednak kierunek rynku wciąż wyznaczają wiadomości z frontu, z kręgów politycznych i dyplomatycznych.

Europę czeka w tym roku kilka ważnych wyborów (m.in. wybory w Niemczech) i z dużym prawdopodobieństwem możemy spodziewać się rosnącego ryzyka wzrostu napięć i mniejszej spójności wśród państw europejskich w kwestii dalszego wspierania Ukrainy. To prawdopodobnie zwiększy presję na rozwiązanie dyplomatyczne.

Jednak obecny kształt konfliktu i rosnące ryzyko ataku na krytyczną infrastrukturę europejską znacznie utrudniają ewentualne negocjacje dyplomatyczne. Choć niepowodzenia militarne doprowadziły do zmian w wewnętrznych strukturach rosyjskiego wojska i kierownictwa politycznego w Moskwie, nie widać większych pęknięć, a kierownictwo wojskowe stopniowo wyciąga wnioski z niepowodzeń.

WALUTY

Dolar zakończył w lutym kilkumiesięczną deprecjację wobec euro. Silne dane przywróciły na rynek oczekiwania na dalsze podwyżki stóp w USA, co pomimo tego, że oczekiwania dotyczące stóp zostały zrewidowane również w strefie euro, podniosło oczekiwaną różnicę stóp procentowych pomiędzy Fed a EBC. w efekcie dolar, który na krótko osłabił się do ponad 1,10 na przełomie stycznia i lutego, spadł poniżej 1,06 na przełomie lutego i marca.

Waluty Europy Środkowej w lutym radziły sobie różnie. Polski złoty najpierw osłabił się do 4,80, ale potem, mniej więcej od połowy ubiegłego miesiąca, umacniał się i pod koniec lutego osiągnął wartość z końca stycznia, czyli 4,70. **Węgierski forint** umacniał się przez cały miesiąc, podobnie jak w styczniu. Najpierw zszedł z poziomu 400 forintów za euro do 385 w styczniu, a w lutym umocnił się dalej do 375. Najlepiej w lutym wypadła **korona czeska**, podobnie jak wcześniej w grudniu czy styczniu, umocniła się dalej i osiągnęła poziom nie widziane od 2008 roku, kiedy to pod koniec lutego trafiła na poziom 23,40. Nie było żadnych makroekonomicznych powodów tej aprecjacji, raczej przemawiają one za ruchem w przeciwnym kierunku.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Polskie obligacje mają potencjał do dalszych wzrostów rentowności. Inflacja jest bardzo wysoka, wzrost płac jest całkowicie oddzielony od wzrostu wydajności pracy, a złoty pozostaje stosunkowo słaby. Bank centralny może być skłonny do dalszych podwyżek stóp.

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Udana kontrofensywa armii ukraińskiej w obwodzie charkowskim w czwartym kwartale poprzedniego roku stopniowo ulegała zahamowaniu w okolicach Bachmutu i Sołdaru. To właśnie tam toczą się najcięższe walki, a zdobycze terytorialne dla obu stron są jedynie minimalne kosztem wysokich strat. Ze względu na wcześniejszą ofensywę ukraińską i nadejście zimy, posuwanie się frontu nieuchronnie uległo spowolnieniu, a w niektórych konkretnych miejscach wręcz przeciwnie - nasileniu. Po obu stronach nastąpiło też zauważalne przegrupowanie. Trwająca intensywne mobilizacja Po stronie rosyjskiej pozwala na stały dopływ nowych wojsk, a przewaga na tym obszarze jest stopniowo zdobywana przez Moskwę. w lutym mogliśmy więc obserwować stopniowy wzrost aktywności armii rosyjskiej i w zasadzie początek nowej ofensywy. Nie jest to jednak frontalne natarcie w wielu miejscach.

Na całej Ukrainie trwają zmasowane ataki rakietowe, nie tylko na infrastrukturę strategiczną, ale także cywilną. Pomoc finansowa i ogólne wsparcie Zachodu jeszcze nie ustało. w grudniu uruchomiono kolejne fundusze zagraniczne, których łączna kwota na rok 2022 opiewa na około 30 mld USD. na ten rok zaplanowano około 42 miliardów dolarów pomocy zagranicznej i wstępnie zatwierdzono nowy program MFW. Jednak jakkolwiek odbudowa będzie kwestią wielu lat, a raczej dziesięcioleci, a konflikt w obecnym kształcie jest coraz bardziej w stanie wojny okopowej bez istotnych zmian. Pozytywnym aspektem jest podejście administracji amerykańskiej (w przeciwieństwie do stanowiska niemieckiego), która znalazła się w czołówce państw zaopatrujących Ukrainę w nowoczesniejszy sprzęt. To właśnie ona, wraz z pomocą finansową, może być tym, co znacząco zmieni obecny kształt konfliktu.

WALUTY

W przypadku **kursu euro/dolara** nie sądziliśmy, że poziom osiągnięty pod koniec stycznia (1,10) utrzymają się. w lutym kurs unormował się zgodnie z naszymi oczekiwaniami i obecnie znajduje się w przedziale 1,05 i 1,10, gdzie naszym zdaniem powinien pozostać przez najbliższe dwa lub trzy kwartały. Nie sądzimy, by doszło do dalszego znaczącego umocnienia euro - kurs odzwierciedla dość realistyczny rozwój ustawień polityki pieniężnej. Nie widzimy większych zmian w oczekiwaniach rynku co do ewolucji polityki pieniężnej Fed i EBC: choć spodziewamy się, że stopy nadal będą musiały rosnąć zarówno w USA, jak i w EMU, aby definitywnie ujarzmić inflację, jednak nie będą musiały rosnąć w takim samym stopniu.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Zasadniczo korona czeska jest gotowa do deprecjacji – znacznie ujemne realne stopy procentowe niż w USA czy strefie euro, utrzymująca się inflacja, CNB wciąż 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. Spodziewamy się również, że różnica w stopach procentowych między CNB a Fed czy EBC będzie się dalej stopniowo zmniejszać, co naszym zdaniem doprowadzi do presji na koronę. Tym samym korona osłabi się w tym roku do 25 CZK za euro.

Polski złoty znajduje się w podobnej sytuacji makroekonomicznej jak korona czeska, z wyjątkiem nieco mniejszego deficytu na rachunku obrotów bieżących i, co najważniejsze, banku centralnego zdeterminowanego i zdolnego do obrony swojej waluty. Spodziewamy się więc w przewidywalnej przyszłości kontynuacji presji na polskiego złotego i oscylacji pomiędzy 4,75 a 5.

Węgierski forint znajduje się pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i w finansach publicznych), niezwykle wysokiej inflacji oraz złej sytuacji politycznej spowodowanej sympatią reżimu Orbána do Rosji: sympatia ta w naturalny sposób prowadzi do konfliktów w stosunkach z UE. Wydaje się, że ekstremalne zacieśnienie polityki w październiku i wielokrotnie deklarowana determinacja węgierskiego banku centralnego do obrony waluty poprzez podnoszenie stóp procentowych skutecznie ustabilizowały forinta w przedziale 370–390 forintów za euro, ale znacząca aprecjacja trendu nie wydaje się być w zasięgu ręki i naszym zdaniem nie nastąpi w tym roku.

RYNEK AKCYJNY

Ten rok prawdopodobnie będzie rokiem normalizacji, ze stopniową poprawą łańcuchów dostaw, spadkiem presji inflacyjnej, odejściem od niebezpiecznie niskich stóp procentowych, powrotem do rozsądnych cen towarów i energii oraz stosunkowo silnym rynkiem pracy. Oczywiście globalne ryzyko geopolityczne i trudności, z jakimi borykają się niektóre firmy i gospodarstwa domowe, będą się utrzymywać.

Rynki akcji i obligacji przeszły już katharsis z częściowym dostosowaniem do wyższych stóp procentowych i perspektywą pewnej korekty wysokich dotychczas marż zysku przedsiębiorstw. Pod względem wartości, rynki akcji notowane są na różnych poziomach, a każdy region odzwierciedla specyficzną premię za ryzyko. Dlatego też mamy różne oczekiwania co do wyników dla różnych rynków kapitałowych.

Europejskie akcje są tańsze pod względem wartości niż akcje amerykańskie, gdzie Europa może skorzystać na wycofaniu produkcji z bardziej ryzykownych regionów w pewnych warunkach, a jednocześnie w wielu sektorach potrzebne będą nowe inwestycje. Będzie to również korzystne dla regionu Europy Środkowej, który jest nadal tanim regionem pod względem kosztów produkcji. Region Europy Środkowo-Wschodniej doświadczył już wstępnego szoku związanego z rosnącymi stopami procentowymi, na czym skorzystają bogate kapitałowo banki. Amerykańskie akcje również przeszły korektę, ale wyższe stopy procentowe nadal będą negatywnie wpływać na zadłużone i droższe spółki wzrostowe. Z tego powodu wierzymy w ważone wartością tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja, napędzana przez gospodarkę chińską, doświadczy ożywienia gospodarczego po obecnych blokadach covidowych. Chiński konsument nie otrzymał tak silnej rekompensaty jak gospodarstwa domowe w Europie czy USA. Ożywienie nie będzie więc szybkie i nastąpi dopiero po zakończeniu pierwszego kwartału tego roku. Jednak potencjał wzrostu gospodarczego w Chinach jest wciąż wyższy niż w gospodarkach zaawansowanych.

Przy ogólnie wyższych stopach procentowych spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach akcji, którą lepiej wykorzystają zarządzający funduszami aktywnymi niż zorientowane na indeksy strategie pasywne. Era zerowych stóp procentowych i taniego pieniądza już minęła. Strategie inwestycyjne muszą się do tego dostosować.

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