Czerwiec 2023

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

CONSEQ
JUŻ OD 1994

INDEKSY AKCYJNE	
USA – S&P 500 (USD)	6.47 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	2.25 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	7.45 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	3.23 %
Czechy – PX (CZK)	–1.66 %
Polska – WIG30 (PLN)	8.86 %
Węgry – BUX (HUF)	6.86 %

INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas	
USA (USD)	–0.75 %
Europa (EUR)	–0.27 %
Czechy (CZK)	1.27 %
Polska (PLN)	1.45 %
Węgry (HUF)	4.87 %
Turcja (TRY)*	–13.81 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek=wzmocnienie)	
USD/EUR	2.06 %
CZK/USD	–1.83 %
CZK/EUR	0.16 %
PLN/EUR	–2.04 %
HUF/EUR	0.61 %
TRY/EUR	27.23 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	3.08 %
Gaz (USD)	23.48 %
Fotowoltaika (EUR)	14.60 %
Złoto (USD)	–1.76 %
Srebro (USD)	–3.29 %
Miedź (USD)	3.02 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

EBC pozostaje w jastrzębim tonie, głównie ze względu na szybki wzrost nominalnych kosztów pracy.

Stopa wzrostu PKB kwartał do kwartału wyniosła **w I kwartale 2023 r.** –0,1 % według ostatecznych danych (pierwotny szacunek wynosił +0,1 % q/q); rok do roku gospodarka wzrosła o 1 %. Struktura wzrostu w ujęciu kwartalnym opublikowana w czerwcu była zdominowana przez dodatni wpływ eksportu netto (wkład +0,7 p. p. do wzrostu q/q) i inwestycji trwałych (+0,14 p. p.); z drugiej strony, wzrostowi szkodził głównie popyt rządowy (–0,3 p. p.) i spadek zapasów (–0,4 p. p.). Co prawda ujemny wkład popytu gospodarstw domowych odnotowano drugi kwartał z rzędu, ale był on znacznie mniejszy (–0,1 p. p.) w porównaniu z ujemnym wkładem w IV kwartale ubiegłego roku (–0,5 p. p.).

Dane opublikowane w czerwcu były dość mocne.

Sprzedaż detaliczna na koniec pierwszego kwartału spadła nie o 1,2 % m/m, ale o zaledwie 0,5 % m/m po korekcie, co oznacza, że **w całym pierwszym kwartale wzrosła o 0,3 %**. Pierwsze dane **z początku drugiego kwartału** również nie są złe: według nich sprzedaż **w kwietniu była płaska** miesiąc do miesiąca, głównie dzięki wzrostowi o 1,4 % m/m w Hiszpanii (+7,8 % r/r) i wzrostowi o 0,5 % m/m w Niemczech (-4,5 % r/r).

Stopa bezrobocia utrzymywała się na historycznie niskim poziomie przez cały pierwszy kwartał 2023 r., podobnie było w drugim kwartale: stopa bezrobocia osiągnęła **6,5 %** w kwietniu i tyle samo w **maju**. Niemcy nadal mają najniższą stopę bezrobocia spośród głównych krajów (2,9 % w maju), natomiast Hiszpania ma najwyższą (12,7 %). **Ku niezadowoleniu EBC, co jest całkiem zrozumiałe, biorąc pod uwagę stan rynku pracy, płace nadal rosną.** Indeks negocjowanych wynagrodzeń, który jest śledzony przez EBC, wzrósł o 4,3 % rok do roku w I kwartale, co jest najwyższym tempem wzrostu w historii. Nominalne koszty pracy wzrosły z kolei o 5,3 % r/r w I kwartale (a w usługach o 5,5 %), co wprawdzie stanowi spowolnienie w porównaniu z IV kwartałem 2022 r., ale jest ono niewielkie.

Produkcja przemysłowa spadła o 1,9 % m/m w I kwartale 2023 r., ale wynikało to tylko z bardzo słabego marca, gdy produkcja spadła o 3,8 % m/m. Ale marcowy spadek był jedynie wynikiem (notorycznie zmiennej) kategorii dóbr kapitałowych, których produkcja spadła o ponad 15 % m/m, co z kolei było wynikiem (jeszcze bardziej notorycznie zmiennej) Irlandii, gdzie produkcja spadła o jedną czwartą (!) w ciągu jednego miesiąca. Eurostat ogłosił, że Irlandzki Urząd Statystyczny dokonuje już przeglądu metodologii korekty sezonowej: trudno sobie wyobrazić, że produkcja nagle spadła o jedną czwartą w ciągu jednego miesiąca w jednym kraju UE. **Na początku drugiego kwartału produkcja wzrosła o jeden punkt procentowy. W ujęciu rok do roku, produkcja przemysłowa w strefie euro była o 0,2 % wyższa pod koniec kwietnia.** Pokazuje to również, że nie ma mowy o katastrofie w strefie euro, pomimo słabego marca.

Indeks PMI dla przemysłu **spadł** jeszcze bardziej **w drugim kwartale** w porównaniu z pierwszym (w którym średnio kształtował się na poziomie 48,2 punktu). Średnia wartość wskaźnika PMI wyniosła **44,7 punktu** w drugim kwartale i **43,6 punktu w samym czerwcu**, co jest najniższym poziomem od maja 2020 r. Czerwcowy spadek był wynikiem spadku produkcji (trzeci kwartał z rzędu i w największym tempie od października) oraz spadku nowych zamówień, zwłaszcza zamówień eksportowych. Oczekiwania na nadchodzący rok pogorszyły się do najniższego poziomu od 7 miesięcy. Dobrą wiadomością jest to, że ceny produkcji wyrobów przemysłowych spadły drugi raz z rzędu.

Znaczne pogorszenie, choćby w zakresie oczekiwań, zaobserwowaliśmy w czerwcowym **indeksie IFO**, który odzwierciedla warunki panujące w największej gospodarce strefy euro. Po rosyjskiej inwazji na Ukrainę oczekiwania spadły do najniższego w historii poziomu 76,5 punktu w październiku. Następnie indeks poprawiał się w tym komponencie w każdym miesiącu od listopada ubiegłego roku - w kwietniu oczekiwania osiągnęły 92,2 punktu (tj. zaledwie 6 punktów poniżej wartości sprzed inwazji z lutego 2022 r.). Od maja obserwujemy jednak powrót pesymizmu, który nabiera tempa - w **maju indeks pogorszył się do 88,6 pkt, a w czerwcu do 83,6 pkt**. Ocena bieżącej sytuacji pogorszyła się tylko minimalnie: 93,7 punktów w czerwcu, 94,8 punktów w maju wobec 95,5 punktów w kwietniu (wobec 97 punktów przed inwazją). Dzieje się tak od czasu rosyjskiej inwazji na Ukrainę: oczekiwania są wielokrotnie bardziej zmienne i pesymistyczne niż rzeczywistość.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Nawet w sektorze usług wskaźnik PMI uległ pogorszeniu. Po tym jak w kwietniu wskaźnik PMI dla usług osiągnął najwyższy poziom (56,6 pkt.) od kwietnia 2022 r., w **maju i czerwcu nieznacznie spadł** (z 56,2 pkt. w kwietniu do 55,1 pkt. w maju i **52,4 pkt. w czerwcu**). Mimo to sektor usług pozostaje na terytorium wzrostu, a rozbieżność między przemysłem a usługami jest największa od początku 2009 roku. Nowe zamówienia nadal rosną, ale w najwolniejszym tempie w tym roku i w znacznie niższym tempie niż na przykład w okresie marzec-maj. W sektorze usług, który jest dominującym sektorem w gospodarce strefy euro, ceny środków produkcji nadal rosły ze względu na wzrost płac, choć w najwolniejszym tempie od maja 2021 r. Ceny produkcji również rosły, ale tempo tego wzrostu spadło.

Z kolei **wskaźnik zaufania konsumentów** mierzony przez Eurostat nie wykazał jak dotąd żadnych oznak pesymizmu wśród gospodarstw domowych. Zaufanie gospodarstw domowych poprawia się niemal nieprzerwanie od września ubiegłego roku. Z najniższego poziomu w historii we wrześniu 2022 r. (–28,7 punktu), **w czerwcu osiągnęło –16,1 punktu**. Chociaż jest to nadal niski poziom w ujęciu historycznym (średnia długoterminowa wynosi –10 punktów), to jest on już powyżej poziomów obserwowanych podczas kryzysu finansowego z lat 2008–2009 czy kryzysu zadłużenia z lat 2011–2013 (kiedy zaufanie gospodarstw domowych wynosiło około –20 do –22 punktów).

Dynamika inflacji pozostała wysoka. Według wstępnych danych, **wyrównana sezonowo inflacja bazowa** wzrosła o 0,3 % m/m w czerwcu, 0,9 % **w ciągu ostatnich 3 miesięcy** i o ponad **2,4 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy**. Usługi wzrosły o 0,6 % m/m. Przy utrzymującym się wzroście płac - śledzony przez EBC indeks zakontraktowanych płac wzrósł w I kwartale o 4,3 %, najwięcej w historii - i przy bezrobociu na historycznie niskich poziomach, nie można oczekiwać, że inflacja sama zniknie.

W czerwcu EBC podniósł stopy procentowe o kolejne 0,25 p. p. do najwyższego poziomu od 2001 r. (tj. do 4 %). Ze strony Lagarde padła również „obietnica", że to nie koniec: według niej EBC ma jeszcze ***„dalszą drogę do przebycia"***, aby przywrócić stabilność cen, i że jest ***„bardzo prawdopodobne"***, że stopy procentowe wzrosną ponownie na następnym posiedzeniu pod koniec lipca, chyba że w międzyczasie pojawią się ***„istotnie odmienne dane makroekonomiczne"***. Biorąc pod uwagę, że EBC w swojej najnowszej prognozie nie spodziewa się, że inflacja osiągnie docelowy poziom przed 2025 r., ten jastrzębi komunikat nie jest być może zaskakujący. Prezes Bundesbanku posunął się nawet do stwierdzenia w czerwcu, że dużym błędem byłoby zaprzestanie zacieśniania polityki nawet w przypadku dalszego spowolnienia inflacji w nadchodzących miesiącach.

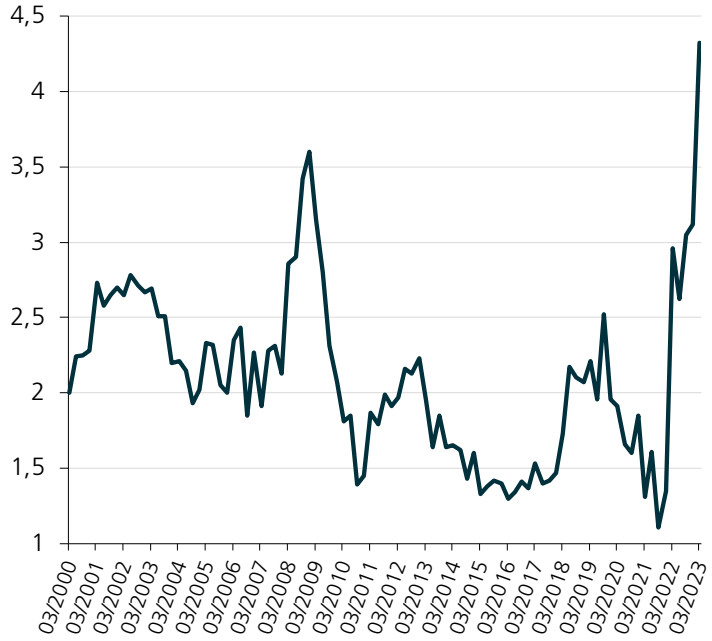
Płace w strefie euro nadal szybko rosną

Rynek pracy ochładza się wyłącznie kosmetycznie, a FED zapowiada dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w drugiej połowie roku.

Wzrost w amerykańskiej gospodarce spowolnił w pierwszym kwartale, ale pozostał dodatni. O ile w IV kwartale 2022 r. annualizowana stopa wzrostu wyniosła 2,6 %, **drugi szacunek mówi o 1,3 % w I kwartale 2023 r.** Korzystny był jednak zarówno

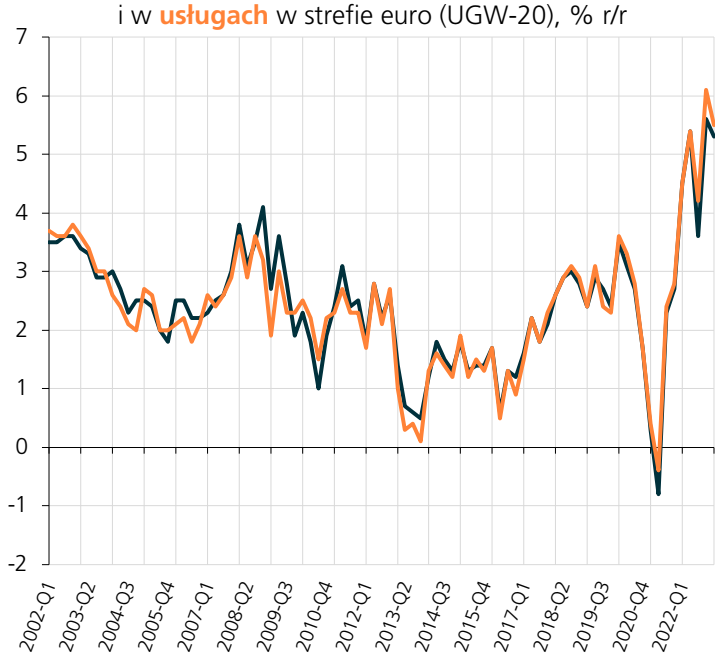
Płace w strefie euro nadal szybko rosną

Wskaźnik wynegocjowanych wynagrodzeń ECB, r/r



Źródło: *ECB (wskaźnik wynegocjowanych wynagrodzeń, dostępny TUTAJ)*

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



Źródło: *Eurostat (nominalne koszty pracy, dostępne TUTAJ)*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

fakt, że wzrost pozostał dodatni, jak i jego struktura. Negatywny wpływ na wzrost w 1Q23 wynikał głównie ze znacznego **spadku zapasów**, który **odjął 2,1 p. p. od wzrostu**, ale może to być dobra wiadomość na kolejny kwartał. W świetle faktu, że wkład popytu gospodarstw domowych we wzrost wyniósł +2,5 p. p. (tj., z wyjątkiem ożywienia spowodowanego przez COVID–19, był najwyższy od IV kwartału 2017 r.), możliwe jest, że firmy nie spodziewały się tak silnego popytu i musiały sięgnąć do zapasów. Jeśli tak było, zapasy będą musiały zostać uzupełnione w nadchodzących miesiącach, co (z wyjątkiem zapasów importowych) jest zawsze pozytywne dla tempa wzrostu gospodarki.

Miesięczne dane opublikowane w czerwcu 2023 r. ponownie były mocne.

Realna sprzedaż detaliczna rozpoczęła ten rok stosunkowo dobrze. W ujęciu realnym w I kwartale wzrosła ona o **0,5 % kwartał do kwartału**, co było wynikiem zadowalającym i znalazło odzwierciedlenie w silnym popycie krajowym opublikowanym w szacunkach wzrostu PKB w I kwartale. **Sprzedaż uległa stagnacji na początku II kwartału, a następnie wzrosła o 0,2 % m/m w maju.**

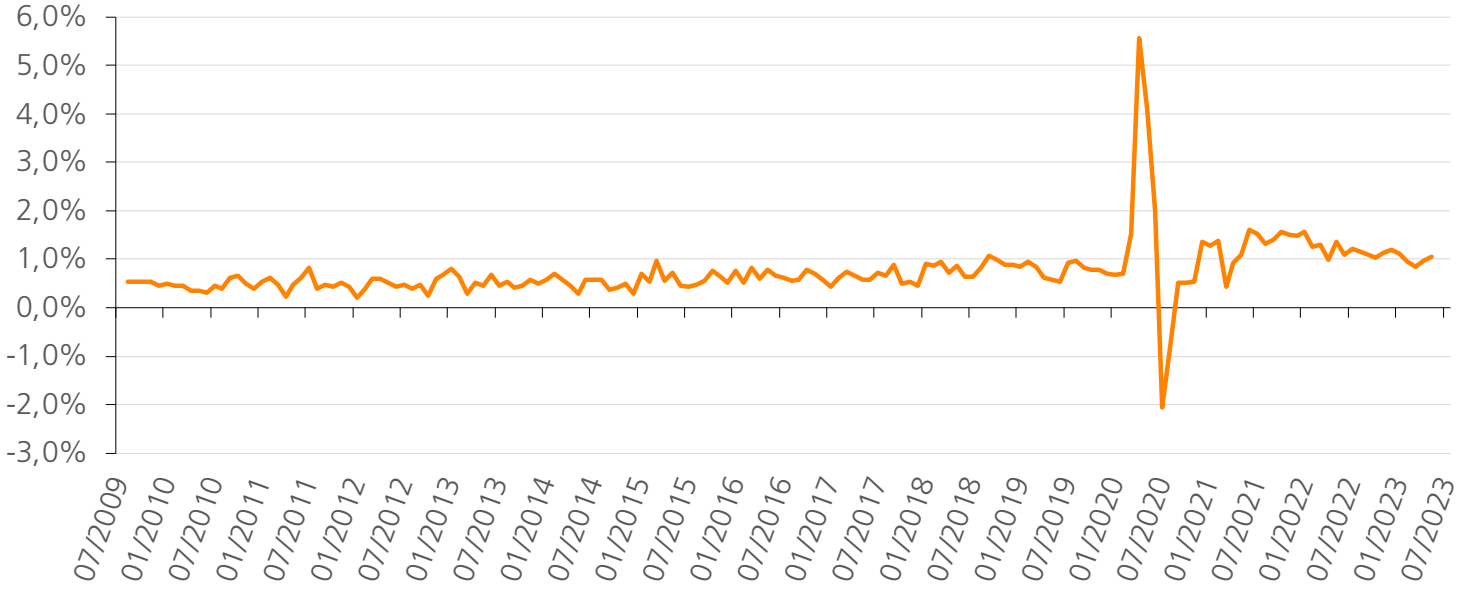
Co oczywiste, w największym stopniu przyczynia się do tego rynek pracy, który wciąż jest najsilniejszy od 50 lat, ale pierwsze oznaki jego schłodzenia (jak na razie jedynie kosmetyczne) można już dostrzec w danych. W **maju stopa bezrobocia** wzrosła **do 3,7 %** (tyle samo co w październiku 2022 r.), co oznacza wzrost o 0,3 punktu procentowego w porównaniu z kwietniem, ale nadal jest to jeden z najniższych wskaźników, jakie widzieliśmy od 1969 roku. Ta niska stopa bezrobocia utrzymała się nawet wtedy, gdy wskaźnik aktywności zawodowej osiągnął najwyższy poziom po pandemii (62,6 %) zarówno w marcu, jak i kwietniu. Inne monitorowane stopy bezrobocia są również bardzo niskie - **stopa** U6 (która obejmuje nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, ponieważ nie mają nadziei na jej znalezienie) wyniosła 6,7 % w maju (+0,1 pp w porównaniu do kwietnia). Tworzenie miejsc pracy również postępuje w szybkim tempie - **w ciągu 3 miesięcy do maja** gospodarka tworzyła średnio **230 tys. miejsc pracy miesięcznie.** Liczby powyżej 200 tys. były wyjątkiem przed wybuchem pandemii, ale od czasu ponownego otwarcia gospodarki były tylko 2 miesiące (luty i marzec 2023 r.), kiedy liczba nowych miejsc pracy spadła poniżej tego progu. Według badania JOLTS wskaźnik **wolnych miejsc pracy nieznacznie wzrósł**. Z kolei **liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** wzrosła do 260 tys., ale nadal jest bardzo niska w ujęciu historycznym i bardzo daleka od typowych poziomów recesji (>450 tys.).

Wzrost płac pozostaje stosunkowo szybki. Według danych Atlanta FED (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS), wzrost płac osiągnął **6 % r/r w maju 2023 r.** (wobec 6,7 % w czerwcu 2022 r.), a według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), wzrost o 0,5 % m/m w kwietniu spowodował, że kwartalna stopa wzrostu wyniosła 1 % (i odpowiednio 2 % półroczna). Tempo rok do roku według CES wyniosło wówczas 4,3 %, co (wraz ze stopą wzrostu z marca 2023 r.) jest najwolniejszym tempem od sierpnia 2021 r. (4,4 %). Różnica między tymi dwoma badaniami jest ciekawa i komplikuje ocenę tego, czy wysoka inflacja i napięty rynek pracy przekładają się na płace.

Zamówienia na dobra trwałe po wzroście o 1,2 % w ujęciu nominalnym w kwietniu (0,6 % m/m dla zamówień z wyłączeniem broni i samolotów) **wzrosły o 1,7 % m/m i** - odpowiednio - 0,7 % r/r **w maju**. Stopy wzrostu w ujęciu rocznym wyniosły odpowiednio 5,4 % i 2,1 %. R**ealna produkcja przemysłowa również radzi sobie całkiem nieźle**: ostatecznie wzrosła o 1,1 % q/q w pierwszym

Nominalny wzrost płac spowolnił, ale nadal wynosi około 1 procent w ujęciu kwartalnym

Nominalny wzrost płac w USA w poprzednim kwartale



Źródło: *bls.gov*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

kwartale (po korektach), **i jak dotąd rośnie również w drugim kwartale** (+0,5 % m/m w kwietniu i **–0,2 % m/m w maju**). W ujęciu rok do roku realna produkcja wzrosła o 0,2 % w połowie drugiego kwartału, co jest bardzo dobrym wynikiem, biorąc pod uwagę to, co wydarzyło się w ciągu ostatniego roku

Inflacja bazowa wzrosła w maju o 0,3 % m/m, co oznacza, że bazowy poziom cen wzrósł **o 1,02 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy** i o 2,3 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy. Innymi słowy, zarówno dynamika kwartalna, jak i półroczna pokazują, że inflacja bazowa rośnie w tempie między 4 % a 5 %, a nie w tempie zbliżonym do celu amerykańskiego banku centralnego. Dobrą wiadomością jest to, że **inflacja cen usług rynkowych** w ostatnich miesiącach jeszcze bardziej zwolniła, osiągając poziom 0,94 % w ostatnim kwartale (choć dalej 2,5 % za ostatnie półrocze)

CEE3

POLSKA

Słabsze dane miesięczne i mocniejszy złoty wprowadziły bank centralny w gołębi nastrój. Według nas przedwcześnie.

Dane o wzroście gospodarczym w I kwartale zaskoczyły. Wyrównana sezonowo stopa wzrostu wyniosła +3,8 % q/q (tak, w ujęciu kwartalnym) zamiast oczekiwanego ujemnego wyniku, co w ujęciu rocznym oznaczało dynamikę na poziomie –0,3 %. Ten wzrost w ujęciu kwartalnym z nawiązką zrównoważył znaczny kwartalny spadek w ostatnim kwartale ubiegłego roku, kiedy to gospodarka skurczyła się o 2,3 % q/q. Choć tempo wzrostu może wskazywać na bardzo silną gospodarkę, jego struktura była raczej dezinflacyjna. Przyczyną silnego wzrostu w ujęciu kwartalnym był **znaczny wzrost wydatków rządowych** (+13,9 % q/q), który spowodował, że łączne wydatki konsumpcyjne wzrosły o 1,3 % q/q pomimo spadku wydatków gospodarstw domowych o 0,8 % q/q. Zapasy również znacznie spadły, a całkowite inwestycje spadły o prawie 6 % q/q, natomiast nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o prawie 2 % q/q.

Produkcja przemysłowa spadła w maju o kolejny 1 % w porównaniu z poprzednim miesiącem (w kwietniu spadła o 1,6 %, a w marcu o 1 %). Tym samym, poza wzrostem w lutym, spadała ona w każdym miesiącu tego roku. **W ujęciu rok do roku produkcja była** w maju **niższa o 2,4 %**, a w pierwszych pięciu miesiącach tego roku spadła o 1,8 %. Na tempo rok do roku w maju największy negatywny wpływ miała produkcja energii (–11,6 % r/r) i dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (–11,8 % r/r). Natomiast - co nieco zaskakujące - wzrosła produkcja dóbr kapitałowych (+9,1 % r/r). Wskaźnik **PMI** mniej więcej podążał za tym trendem - po pierwszym kwartale ze średnim poziomem 48,1 punktu, w drugim kwartale pogorszył się, **spadając do 46,6** punktu **w kwietniu** i wzrastając **do 47 punktów w maju.**

Realna sprzedaż detaliczna była jak dotąd płaska w II kwartale. Na początku skorygowana sezonowo realna sprzedaż detaliczna wzrosła o **1,1 % m/m**, ale **spadła** o tyle samo **w maju**. W ciągu pierwszych 5 miesięcy tego roku realna sprzedaż spadła o prawie 6 % rok do roku. To, że nie jest to większy spadek, jest zasługą rynku pracy. **Stopa bezrobocia** (5,1 %) jest nadal bardzo niska, w I kwartale wyniosła 5,3 %, a w II kwartale zbliżyła się nawet do historycznego minimum z października 2019 r. (5 %) o najmniejszy możliwy margines (0,1 p. p.). Nie jest zaskoczeniem, że płace nadal rosną - **nominalny wzrost płac** osiągnął **w maju 12, 2 % r/r, a zatrudnienie wzrosło o 0,4 % r/r.**

W świetle powyższego prawdopodobnie nie jest zaskoczeniem, że **inflacja nadal nie spada**. Inflacja zasadnicza może i pozostała w stagnacji w ujęciu miesiąc do miesiąca w maju, ale (1) oznacza to, że od początku roku główny poziom cen jest o 5,5 % wyższy niż pod koniec ubiegłego roku, a (2) **inflacja bazowa wzrosła o 0,4 % m/m** (po 0,9 % w styczniu i 1,3 % w lutym i marcu oraz 1,2 % w kwietniu). Roczna stopa wzrostu poziomu cen wyniosła w maju 13 %, natomiast roczna stopa inflacji bazowej wyniosła 11,5 %. Według wstępnych danych**, inflacja zasadnicza w czerwcu pozostała w stagnacji**, ale prawdopodobnie tylko z powodu spadku cen paliw i żywności (odpowiednio o 0,3 % i 0,7 % m/m). Roczna stopa inflacji w czerwcu wyniosła 11,5 %.

Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu na początku czerwca pozostawiła główną stopę referencyjną na niezmienionym poziomie 6,75 %. Na konferencji prasowej prezes Glapiński sprawiał wyraźnie gołębie wrażenie: podkreślił, że spadek inflacji bazowej w ostatnich miesiącach z 18,4 % w lutym do 13 % w maju był duży, powiedział, że spodziewa się kontynuacji lub nawet przyspieszenia dezinflacji. Na koniec dodał, że może dojść do obniżki stóp w obliczu jednocyfrowej inflacji, jeśli jednocześnie NBP uzna, że proces dezinflacji będzie kontynuowany. Jednak dotychczasowa miesięczna dynamika inflacji bazowej sugeruje raczej, że inflacja będzie nadal spadać w ujęciu rocznym, ale zatrzyma się znacznie powyżej celu banku centralnego. Dlatego też słowa Glapińskiego o obniżce stóp uważamy za przedwczesne.

ROPA

Do marca niewiele działo się na rynku ropy, zarówno w styczniu jak i w lutym jej cena oscylowała jedynie w granicach 72 - 78 dolarów za baryłkę. W marcu, po upadku amerykańskiego banku SVB, ropa na krótko spadła do 65 dolarów za baryłkę, z tego poziomu pod koniec miesiąca powróciła powyżej 80 dolarów za baryłkę za sprawą zapowiedzi Arabii Saudyjskiej i innych krajów o obniżeniu produkcji (od maja) nawet o 1,15 mln baryłek dziennie. Upadek innego amerykańskiego banku (First Republic) spowodował, że na przełomie kwietnia i maja cena powróciła poniżej 70 dolarów za baryłkę. W maju ropa nieco podrożała, ale tylko do poziomu 70-75 USD za baryłkę, wokół którego oscylowała przez cały miesiąc. Czerwiec również upłynął pod znakiem wahań, jedynie środek przedziału był nieco niższy: ropa znajdowała się w przedziale od 67 do 72 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

Czerwiec był dla rozwiniętych rynków akcji miesiącem udanym. Dobrze radziły sobie zarówno akcje amerykańskie (indeks S&P 500 +6,5 %), jak i europejskie (indeks DJ STOXX 600 +2,3 %). Amerykańskie rynki akcji pozytywnie zareagowały na podniesienie limitu maksymalnego zadłużenia rządowego. Jednocześnie nie uniknęli oni jastrzębiego tonu amerykańskiego banku centralnego FED w odniesieniu do przewidywanej możliwej dwukrotnej podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. Ogólnie lepsze wyniki spółek w pierwszym kwartale również przyczyniły się do poprawy nastrojów, zwłaszcza w odniesieniu do prognozowanego korzystnego wpływu sztucznej inteligencji (AI). Ceny akcji europejskich spółek wzrosły nieco mniej niż amerykańskich. Wynikało to z bardziej jastrzębiego tonu dotyczącego przyszłego zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC. Również wyraźniejszy brak branż z ekspozycją na IA doprowadził do mniejszych wzrostów indeksów akcji.

Akcje notowane na środkowoeuropejskich giełdach skorzystały ze światowego pozytywnego sentymentu i odnotowały znaczące wzrosty. Największy i najbardziej płynny polski rynek wykazał największy wzrost notowań. Specyfika rozliczenia kredytu we franku szwajcarskim, wcześniejsze niedoważenie Polski w portfelach globalnych funduszy oraz oczekiwany podział polskich spółek użyteczności publicznej na brudne i czyste surowce sprawiły, że polski indeks WIG 30 wzrósł o +8,9 %. Miesięczny wzrost nie tylko akcji OTP Banku pociągnął również węgierski indeks BUX na plus o +6,9 %. Czeski indeks PX (+1,6 %) odnotował umiarkowany dodatni wynik, ponieważ większość lokalnych tytułów zamknęła się na minusie po dobrych poprzednich miesiącach. Jedynie tanio wyceniane akcje Erste Bank zyskały prawie 5 %.

Akcje rynków wschodzących również zakończyły miniony miesiąc na plusie, a indeks MSCI Emerging Markets USD zyskał 3,2 %, a od początku roku +3,5 %. Wzrosła większość głównych rynków azjatyckich. Choć chińska gospodarka odradza się wolniej niż oczekiwano, chiński premier podkreślił, że rząd rozważy podjęcie działań wspierających gospodarkę, jeśli będzie to konieczne, i oczekuje się, że w całym roku wzrośnie ona o około 5 %. Nastroje poprawiła również wizyta amerykańskiego sekretarza stanu Antony'ego Blinkena w Chinach. Akcje w Indiach i na Tajwanie również radziły sobie dobrze, natomiast koreańskie lekko spadły. Najlepiej radziły sobie akcje z Ameryki Łacińskiej, gdzie indeks MSCI Latin America zyskał na wartości 11 %. Wynika to głównie z wysokich stóp procentowych i spadającej inflacji, które wspierają lokalne waluty. Inwestorów zachęciły także informacje o zbliżającej się obniżce stóp procentowych w Brazylii (pobudzającej gospodarkę) oraz zatwierdzeniu nowych zasad fiskalnych.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

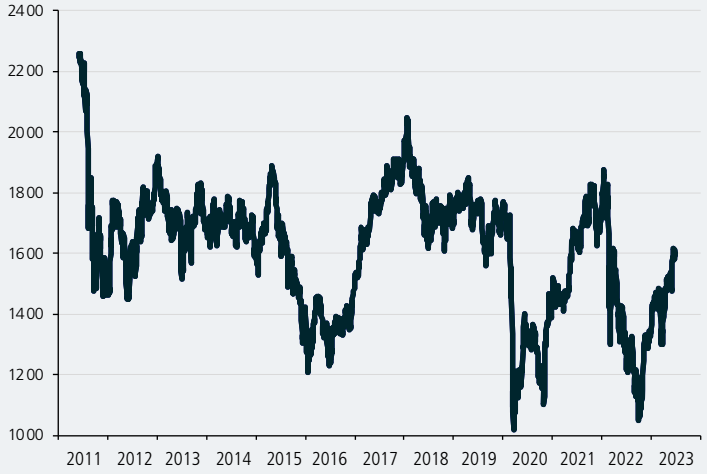
Po obu stronach Atlantyku sytuacja na rynkach obligacji skarbowych była w czerwcu podobna. Po tym, jak upadek banków regionalnych definitywnie dowiódł, że nie jest to drugi Lehman Brothers, a banki centralne (w przypadku Fedu nieco zakłopotane) ponownie stały się jastrzębie,

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

MSCI WORLD INDEX

MSCI EMERGING MARKETS

CECE COMPOSITE



Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

na rynek powróciły oczekiwania, że wraz z obniżką stóp nie będzie już tak gorąco. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Niemczech rentowności wzrosły, najwyraźniej na krótkim końcu (o prawie 40 punktów bazowych przy dwuletnim terminie zapadalności), w mniejszym stopniu w środkowej części krzywej (rentowności pięcioletnie +25 punktów bazowych) i najmniej na długim końcu krzywej (+10 punktów bazowych w Stanach Zjednoczonych i +7 punktów bazowych w Niemczech).

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Rynek obligacji korporacyjnych w czerwcu 2023 r. był spokojny, podobnie jak miesiąc wcześniej. Tak zwany indeks całkowitej stopy zwrotu (TRI) na koniec czerwca zarówno dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym, jak i inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł w porównaniu z końcem maja, ale tylko nieznacznie (odpowiednio o 0,5 % i 0,7 %). W przypadku instrumentów dolarowych zmiany wartości bezwzględnej były równie duże jak w maju, ale miały przeciwny kierunek: instrumenty inwestycyjne spadły o 1,8 % w maju, instrumenty spekulacyjne o 1,2 %, a w czerwcu wzrosły odpowiednio o 2 % i 1,7 %. Premie kredytowe, po znacznym spadku w 4Q22 (o prawie 70 % dla instrumentów spekulacyjnych i 40 % dla inwestycyjnych łącznie), spadły (zaskakująco, biorąc pod uwagę sytuację w regionalnym sektorze bankowym USA) w tym roku: o 8 % i 7 % w 1Q23 oraz o 9 % i 5 % w 2Q23.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Czeska krzywa rentowności w czerwcu zaskakująco nie naśladowała rozwoju sytuacji w Niemczech. W przypadku rentowności dwuletnich obserwowaliśmy stabilność rentowności przez cały miesiąc na poziomie około 5,55 %, a na dłuższym końcu nastąpił nawet dość wyraźny spadek rentowności, przy czym rentowności siedmio- i dziesięcioletnie spadły o 25 punktów bazowych do 4,3 %. Było to spowodowane znacznym spowolnieniem inflacji w ciągu ostatnich 3 miesięcy, nie wyłączając maja, a tym samym rosnącymi zakładami na obniżkę stóp procentowych CNB już w drugiej połowie tego roku.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Podobne zmiany jak w Czechach zanotowano również w czerwcu w Polsce: Dwuletnie rentowności spadły poniżej 5,9 %, siedmioletnie o 25 punktów bazowych do 5,6 %, a dziesięcioletnie o 15 punktów bazowych do 5,8 %. Również w Polsce powodem była niższa inflacja (najwolniejszy wzrost inflacji bazowej w ujęciu miesiąc do miesiąca od dłuższego czasu) oraz gołębie komentarze ze strony banku centralnego.

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

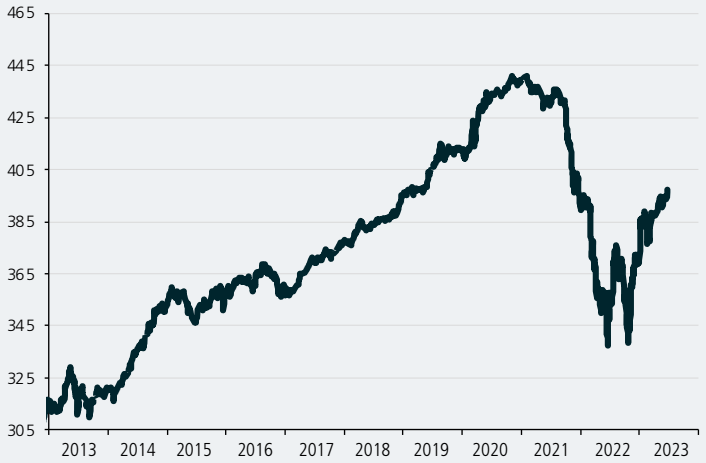
Coraz częściej potwierdza się, że ukraińska gospodarka zdołała niewiarygodnie dobrze dostosować się do obecnej sytuacji. Wskaźniki aktywności przemysłowej są na poziomie sprzed konfliktu, spowolnienie gospodarcze było nieco mniejsze niż oczekiwano (ogólnie jest mniej więcej na poziomie z 2020 r.), a inflacja nie przyspiesza. Dzięki stabilnej pomocy zagranicznej (22,7 mld USD w tym roku, 32,2 mld USD w 2022 r.) rezerwy banku centralnego stale rosną, a na ten rok planuje on dalsze stopniowe łagodzenie restrykcji monetarnych i obniżenie stopy bazowej polityki pieniężnej.

Zatwierdzenie przez MFW programu w wysokości około 16 miliardów dolarów zostało uzupełnione o 3 miliardy dolarów niemieckiej pomocy wojskowej i kolejny pakiet amerykańskiej pomocy wojskowej. Wielkość zadeklarowanej pomocy zagranicznej tylko na ten rok przekracza obecnie poziom 43 mld USD (około ¼ przedwojennego PKB Ukrainy; w ubiegłym

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

roku 32 mld; rezerwy walutowe ukraińskiego banku centralnego są tym samym najwyższe od 2011 roku), a w najbliższych tygodniach najprawdopodobniej nastąpi intensyfikacja kontrofensywy ukraińskiego wojska. Na razie ta ostatnia koncentruje się na niszczeniu zdolności logistycznych armii rosyjskiej i posuwa się naprzód małymi krokami.

Ministerstwo Finansów z powodzeniem zrefinansowało w maju zapadające obligacje skarbowe o wartości 7 mld UAH. Bank centralny utrzymał stopy procentowe na poziomie 25 %, koncentrując się na sprawnym funkcjonowaniu rynku międzybankowego i płynnym przepływie płatności. Ceny obligacji w USD nadal nieznacznie rosły, ale wciąż znajdują się poniżej 30 % wartości nominalnej.

WALUTY

Dolar, który w maju umocnił się do poziomu poniżej 1,07, **w czerwcu powrócił do słabszych poziomów wobec euro**. Utrzymująca się bardzo jastrzębia postawa EBC w porównaniu z FED, który w czerwcu nieco zdenerwował rynki swoją „jastrzębią pauzą", przyczyniła się do powrotu kursu walutowego **w pobliże 1,10**. Spełnia to nasz scenariusz oscylacji między 1,05 a 1,10, którego spodziewaliśmy się w ubiegłym roku

Waluty środkowoeuropejskie radziły sobie różnie w czerwcu. Polski złoty, po umocnieniu z 4,70 do 4,50 w kwietniu i maju, umocnił się jeszcze bardziej w czerwcu do 4,43 PLN/EUR, natomiast **węgierski forint** miał tendencję do osłabiania się pod presją wczesnego luzowania polityki pieniężnej i zamknął czerwiec powyżej 373 HUF/EUR., która osłabiła się do 23,70 w maju, nie poruszyła się dramatycznie w czerwcu - wahała się w przedziale 23,60 **Czeska korona** –23,80 przez prawie cały miesiąc.

OCZEKIWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Z jednej strony utrzymuje się znaczna nierównowaga wewnętrzna (budżetowa) i zewnętrzna, co powinno skłonić inwestorów do ukarania czeskiego rządu, a tym samym powinno zapobiec spadkowi rentowności. Rosnące stopy procentowe za granicą działają w podobnym kierunku. Rzeczywiście, w ostatnich tygodniach zarówno Fed, jak i EBC ponownie (po przerwie wywołanej upadkiem banków regionalnych w USA) wpadły w jastrzębi nastrój, obiecując dalsze zacieśnianie polityki, wykraczające poza to, czego oczekuje od nich rynek. Za pomocą kanału różnicy stóp procentowych powinno to popychać cet.par. w kierunku słabości korony, a co za tym idzie wyższych stóp krajowych (lub konieczności utrzymywania dotychczasowych stóp przez dłuższy czas). Z drugiej strony, w ostatnich miesiącach nastąpiło wyraźne spowolnienie dynamiki inflacji bazowej, co zwiększyło oczekiwania, że wkrótce zobaczymy obniżkę stóp CNB. Jednak naszym zdaniem spowolnienie to jest jedynie tymczasowe, biorąc pod uwagę tempo wzrostu płac i siłę rynku pracy, a inflacja nie zniknie tak szybko. Rentowności powrócą zatem powyżej 4,50 % w drugiej połowie roku z obecnych poziomów (10-letnie na poziomie 4,20 %).

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Polskie obligacje są bardziej skłonne do dalszego wzrostu rentowności. Dynamika inflacji jest słaba i bardziej przypomina Węgry niż Czechy. Wzrost płac jest również podobny do Węgier - i całkowicie oderwany od wzrostu wydajności pracy. Złoty pozostaje stosunkowo słaby pomimo niedawnej aprecjacji. Dlatego też, naszym zdaniem, problem inflacji w Polsce będzie jeszcze bardziej długotrwały niż w Czechach, co znajdzie odzwierciedlenie w stopniowym powrocie dłuższych rentowności do wyższych poziomów.

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

Ataki rakietowe są kontynuowane na terytorium całej Ukrainy, nie tylko na infrastrukturę strategiczną, ale także cywilną. Pomoc finansowa i ogólne wsparcie Zachodu jeszcze nie ustały. W 2022 r. kwota ta wyniosła około 30 mld USD. Na ten rok zaplanowano pomoc zagraniczną w wysokości około 42 mld USD i zatwierdzono nowy program MFW. Jednak jakiekolwiek ożywienie będzie kwestią wielu lat, a raczej dziesięcioleci. Ewentualną zmianę sytuacji na froncie może przynieść rozwijająca się kontrofensywa ukraińskiej armii. Pozytywnym aspektem jest podejście administracji amerykańskiej, a ostatnio także niemieckiej, które przodują w dostarczaniu Ukrainie nowocześniejszego sprzętu. To właśnie to, wraz z pomocą finansową, może znacząco zmienić obecny kształt konfliktu. Fitch spodziewa się jednak, że konflikt potrwa do 2024 r. i pomimo solidnych podstaw gospodarczych oczekuje, że obecne środki restrukturyzacji długu państwowego Ukrainy zostaną przedłużone.

WALUTY

W przypadku **kursu euro do dolara**, jak pisaliśmy ostatnio, uważamy, że poziom 1,10 jest maksymalnym możliwym do osiągnięcia dla euro w tym roku. Chociaż spodziewamy się nieco większego zacieśnienia polityki EBC niż przez FED, bezwzględne różnice są niewielkie. Oczekujemy więc oscylowania w przedziale 1,05–1,10 w drugiej połowie roku.

Zasadniczo korona czeska jest nadal gotowa do deprecjacji – Zasadniczo korona czeska jest nadal gotowa do deprecjacji - rozbieżne relacje wewnętrzne i zewnętrzne, ujemne realne stopy procentowe i rosnące stopy procentowe za granicą, które według wszelkich przesłanek będą kontynuowane. W szczególności oczekujemy, że stopniowo zmniejszająca się różnica stóp procentowych między CNB a FED i EBC będzie nadal negatywnie wpływać na koronę. Oczekujemy jednak również, że CNB będzie opierał się większej deprecjacji. Naszym zdaniem korona osłabi się powyżej 24 CZK w tym roku, ale nie przekroczy 24,50 za euro dzięki CNB.

OCZEKIWANY ROZWÓJ

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. Oczekujemy, że złoty powróci powyżej 4,70 w drugiej połowie tego roku.

Węgierski forint znajduje się pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i w finansach publicznych), niezwykle wysokiej inflacji oraz złej sytuacji politycznej. Stopniowe i, naszym zdaniem, przedwczesne łagodzenie polityki pieniężnej na Węgrzech w ostatnich miesiącach znajdzie odzwierciedlenie w osłabieniu forinta w drugiej połowie roku.

RYNEK AKCYJNY

Obecnie mamy nieco negatywny pogląd na rynki akcji w perspektywie krótkoterminowej, jako że w nadchodzących miesiącach rynki akcji będą charakteryzować się znaczną zmiennością. Trwające problemy amerykańskich banków średniej wielkości przypomniały nam, że obecny system (gospodarczy i geopolityczny) ma wiele zagrożeń, które mogą szybko wypłynąć na powierzchnię. Ryzyko związane z inflacją, pogorszeniem siły nabywczej, słabszą sytuacją ekonomiczną niektórych firm, przerwaniem łańcuchów dostaw-konsumpcji, wysokimi stopami procentowymi, wzrostem kosztów, geopolityką itp. pozostaje duże. Z czasem jednak podmioty gospodarcze dostosują się do wyższych stóp procentowych, a wiele z wyżej wymienionych ryzyk będzie powoli wycenianych w wartości akcji.

Rynki akcji i obligacji przeszły już katharsis z częściowym dostosowaniem do wyższych stóp procentowych i perspektywą pewnej korekty wcześniej wysokich marż zysku przedsiębiorstw. W ujęciu wartościowym 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. Ponadto obecnie dokonywane są znaczne redukcje kosztów w obszarze towarów i energii. 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 korzystają obecnie z boomu związanego ze sztuczną inteligencją (AI) i związanymi z nią firmami, takimi jak Nvidia, Microsoft, Google. Jednak naszym zdaniem obecny wzrost cen akcji jest przesadzony i w nadchodzących miesiącach nastąpi pewna korekta. Naszym zdaniem pozostałe sektory są bardziej atrakcyjnie wyceniane, ponieważ w większości przypadków nie przyczyniły się do wzrostu indeksów giełdowych od początku roku, a jednocześnie są notowane na interesujących poziomach. 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 trwających 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