Lipiec 2024

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

CONSEQ | 30 LAT

INDEKSY AKCYJNE	
USA – S&P 500 (USD)	1,13 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1,32 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	–1,22 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	–0,14 %
Czechy – PX (CZK)	4,19 %
Polska – WIG30 (PLN)	–5,15 %
Węgry – BUX (HUF)	2,71 %

INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas	
USA (USD)	2,19 %
Europa (EUR)	2,27 %
Czechy (CZK)	2,57 %
Polska (PLN)	1,53 %
Węgry (HUF)	3,25 %
Turcja (TRY)*	2,42 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek=wzmocnienie)	
USD/EUR	1,05 %
CZK/USD	0,51 %
CZK/EUR	1,54 %
PLN/EUR	–0,50 %
HUF/EUR	–0,28 %
TRY/EUR	2,35 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	–6,58 %
Gaz (USD)	–21,72 %
Fotowoltaika (EUR)	3,12 %
Złoto (USD)	3,71 %
Srebro (USD)	–1,02 %
Miedź (USD)	–3,70 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Przemysł pozostaje słabym punktem gospodarki europejskiej, spośród dużych krajów, jedynie Hiszpania radzi sobie dobrze pod względem wzrostu.

Tempo wzrostu PKB strefy euro w ujęciu kwartał do kwartału wyniosło w drugim kwartale **0,3 % kw/kw**, czyli na poziomie takim samym jak w pierwszym kwartale, według pierwszego szacunku, a stopa roczna osiągnęła wówczas +0,6 %. Wśród największych gospodarek zdominowała Hiszpania, dodając 0,8 % kw/kw (i 2,9 % r/r) drugi kwartał z rzędu, a następnie Francja (+0,3 % kw/kw) i Włochy (+0,2 % kw/kw). Kluczowe dla nas Niemcy nadal znajdują się w stagnacji: –0,4 % kw/kw w ostatnim kwartale tego roku i spadek o 0,1 % kw/kw we właśnie zakończonym drugim kwartale. Jedynym dużym krajem, który tradycyjnie podaje szacunkową strukturę wzrostu w oparciu o pierwsze szacunki danych, jak Francja. Jednak struktura wzrostu nie była tam dobra: jego wzrost napędzany był wyłącznie przez rząd i zagranicę (eksport +0,6 % kw/kw i rząd +0,3 % kw/kw), podczas gdy popyt gospodarstw domowych w II kwartale uległ stagnacji, a inwestycje w środki trwałe wzrosły jedynie o 0,1 % kw/kw.

Twarde dane opublikowane w lipcu były słabe.

Sprzedaż detaliczna wzrosła w I kwartale o 0,6 %, ale tylko dzięki mocnemu marcowi (+0,7 % m/m), reszta była zaskakująco słaba (stagnacja w styczniu, spadek o 0,1 % m/m w lutym). II kwartał, sądząc również po zagregowanych danych o PKB: prawdopodobnie nie był zbyt mocny; **sprzedaż detaliczna przez pierwsze dwa miesiące utrzymywała się w stagnacji** (–0,2 % w kwietniu, +0,1 % w maju), a na koniec maja wyniosła już tylko 0,2 % wyższa r/r.

Biorąc pod uwagę, że rynek pracy jest nadal silny, a inflacja uległa spowolnieniu, jest to zaskakujące. **Stopa bezrobocia**, która w pierwszym kwartale tego roku osiągnęła średnio 6,5 %, **w kwietniu spadła do nowego historycznego minimum na poziomie 6,4 % i utrzymała się na tym poziomie w maju.** Najniższa z dużych krajów nadal występuje w Niemczech (3,3 %), najwyższa w Hiszpanii (11,7 %). Poza tym dość **szybko rosną także płace**. **Wskaźnik płac negocjowanych** monitorowany przez EBC **wzrósł w pierwszym kwartale o 4,7 %** rok do roku, czyli dokładnie w takim samym tempie, jak historycznie najwyższa stopa wzrostu rok do roku osiągnięta w trzecim kwartale ubiegłego roku. Nominalne koszty pracy również utrzymują bardzo wysoką dynamikę kwartalną: dynamika wzrostu kwartał do kwartału osiągnęła w I kwartale br. 1,4 %, czyli wyraźnie powyżej wartości sprzed pandemii.

Produkcja przemysłowa również w drugim kwartale nie radziła sobie dobrze, dlatego jej osłabienie utrzymywało się. Produkcja **w kwietniu** wprawdzie **uległa stagnacji, ale w maju spadła o 0,6 % m/m, a więc nadal jest o 3 % niższa rok do roku**. Niepochlebne będzie stwierdzenie, że produkcja przemysłowa w strefie euro w maju 2024 r. była taka sama jak w listopadzie 2019 r. (i tylko o 6,7 proc. wyższa niż w maju dziesięć lat temu). Jest to głównie wina Niemiec, których produkcja w pierwszych pięciu miesiącach tego roku spadła o 0,6 % w związku ze znacznym spadkiem w maju (–2,4 % m/m) i jest zatem tylko tak duża, jak w październiku 2010 roku (!) i o 9 % niższa niż dziesięć lat temu. To naprawdę kiepski bilans.

Tymczasem indeksowi menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle przetwórczym wciąż daleko do powrotu na obszar wzrostów (tj. powyżej 50 pkt.): **w ciągu siedmiu miesięcy tego roku osiągnął średnią wartość 46,2 pkt.**, czyli lepiej niż w drugim (44,7), trzecim (43,2) i czwartym kwartale (43,9 pkt.) ubiegłego roku, jednak biorąc pod uwagę, że ostatnie dwa miesiące (czerwiec, lipiec) były ponownie słabe (odpowiednio 45,8 i 45,6 pkt.), nie jest możliwe spodziewać się natychmiastowej poprawy sytuacji w branży. W przypadku **indeksu IFO**, który odwzorowuje sytuację w największej gospodarce strefy euro, obserwujemy na razie pewien **optymizm na przyszłość** (wskaźnik oczekiwań jeszcze w maju kształtował się na poziomie ponad 90 punktów, najwyższym w roku), ale i tu sytuacja pogorszyła się w lipcu (86,9 pkt.). Ponadto, podobnie jak poprzednio, ocena obecnej sytuacji pozostaje **niska** (87,1 w lipcu, zasadniczo bez zmian od sierpnia ubiegłego roku). **W sektorze usług, według indeksu PMI, sytuacja jest zauważalnie lepsza w porównaniu do przemysłu.** Po tym jak w lutym indeks powrócił powyżej 50 punktów, nadal utrzymuje się powyżej tego progu także od początku trzeciego kwartału: w drugim kwartale jego średnia wyniosła 53,1 pkt., a w lipcu osiągnęła poziom 51,9 punktów. Usługi są zatem obecnie motorem wzrostu gospodarki.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

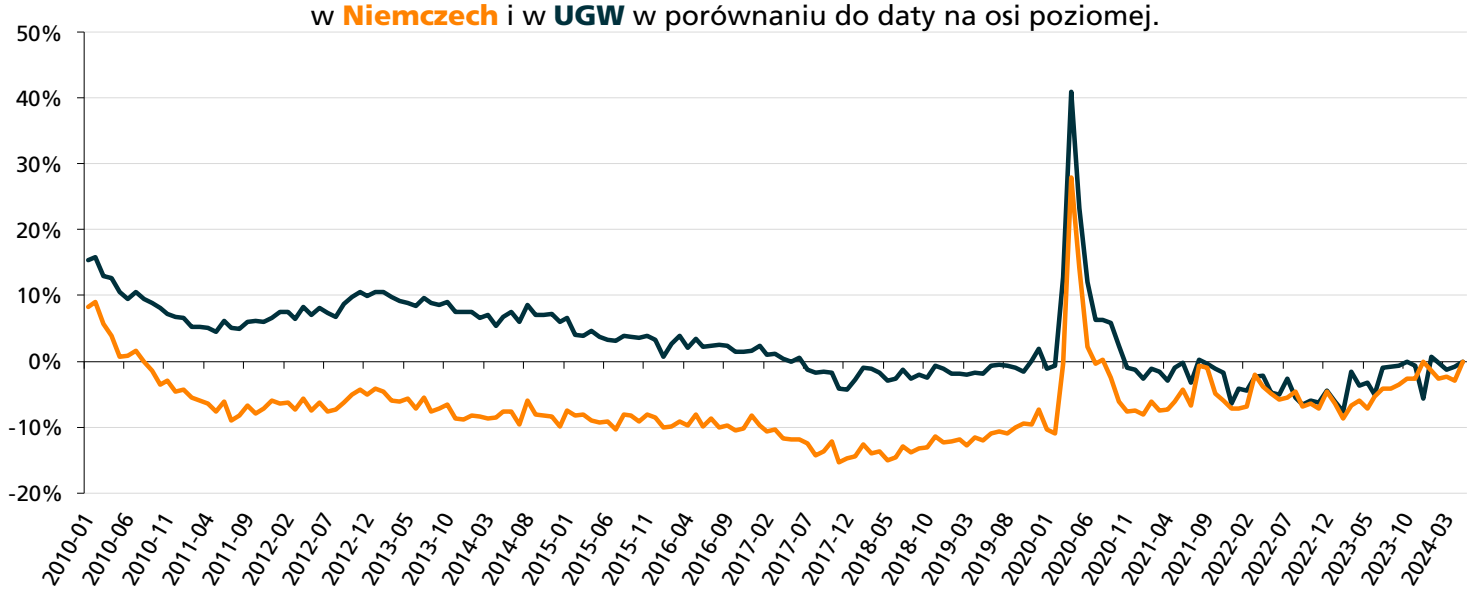
Realny wzrost płac i najniższe w historii bezrobocie świadczą o nastrojach gospodarstw domowych. Nadal daleko mu do poziomu sprzed inwazji rosyjskiej (–9,4 pkt. w lutym 2022 r.), ale przy obecnej wartości (**–12,2 pkt. w lipcu** 2024 r.) jest już daleko od dna z września 2022 r. (–28,6 pkt.).

Inflacja bazowa utrzymuje się na poziomach powyżej celu EBC – wzrosła o 0,8 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy do czerwca 2024 (i 1,7 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy), co wyraźnie różni się od *„blisko ale poniżej 2 procent"* w ujęciu rocznym, zgodnie z określeniem celu przez EBC. **Inflacja zasadnicza rok do roku wyniosła w czerwcu 2,5 %, a bazowa 2,9 %**. Według wstępnych danych nawet w lipcu nic się w tym obrazie nie zmieniło: inflacja zasadnicza utrzymała się na stałym poziomie miesiąc do miesiąca (a zatem 2,6 % r/r), podczas gdy inflacja bazowa wzrosła o 0,3 % wyrównana sezonowo (2,9 % r/r), a więc w ostatnim kwartale wzrósł o 0,9 %. Wzrost cen usług sięgnął 1,2 % m/m (a więc 4 % r/r).

EBC na posiedzeniu w dniu 6 czerwca obniżył stopy o jedną czwartą punktu procentowego (do 3,75 %) na posiedzeniu w dniu 18 lipca, następnie pozostawiła je bez zmian. Nie otrzymaliśmy żadnych wskazówek na temat tego, co może nastąpić we wrześniu, EBC pozostawił *„wszystkie opcje otwarte"*. Największymi obawami EBC są nadal wysoka inflacja w usługach i wzrost płac, chociaż Lagarde stwierdziła, że nie jest zaskoczona ostatnim tempem wzrostu i że spodziewa się spowolnienia płac w 2025 r. w związku z żądaniami pracowników „rekompensaty" za wysoką inflację w przeszłości.

Przemysł strefy euro jest nadal bardzo słaby, głównie za sprawą Niemiec.

O ile wyższa (+) lub niższa (-) jest dzisiejsza produkcja przemysłowa w **Niemczech** i w **UGW** w porównaniu do daty na osi poziomej.



Źródło: Eurostat, dostępne TUTAJ.

USA

Spowolnienie na rynku pracy prawdopodobnie skłoni FED do obniżki stóp procentowych we wrześniu.

Po słabym pierwszym kwartale wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych ponownie przyspieszył w drugim kwartale tego roku. Jego tempo nie osiągnęło bardzo wysokich wartości obserwowanych w drugiej połowie ubiegłego roku (4,9 % w III kwartale i 3,4 % w IV kwartale 2023 roku), annualizowana stopa wzrostu kwartał do kwartału była dwukrotnie wyższa niż w pierwszym kwartale tego roku (1,4 %). Największy udział we wzroście miał popyt gospodarstw domowych (+1,6 p.p.) oraz inwestycje brutto w środki trwałe (1,5 p. p., z czego 0,8 p. p. to jednak zapasy). Ujemny wkład miał jedynie eksport netto (–0,7 pb). Wzrost rządów dodał 0,5 p. p.

Dane miesięczne opublikowane w lipcu 2024 r. głównie potwierdziły dalsze ochłodzenie rynku pracy.

Realna sprzedaż detaliczna nie wzrosła w drugim kwartale po spadku o 1 % w pierwszym kwartale z powodu spadku o 1,4 % m/m w styczniu. W rzeczywistości wpadła o 0,5 % m/m w kwietniu, co zrewidowało w górę wzrost o 0,3 % m/m w maju i oczywiście nie zrekompensowało stagnacji w czerwcu. Popyt gospodarstw domowych jest zatem stosunkowo słaby.

Rynek pracy jest nadal historycznie mocny, choć ochładza się. Stopa bezrobocia ponownie **wzrosła w czerwcu** do 4,1 %, co jest najwyższym poziomem od listopada 2021 r. Rosną jednak także inne stopy bezrobocia – min. **wskaźnik U6** (uwzględniający oprócz bezrobotnych także tych, którzy pracują mniej, niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) wynosi obecnie **7,4 %**, co oznacza wzrost o 0,7 p. p. w stosunku do poprzedniego roku (z wyjątkiem covid) to najwyższa wartość od marca 2019 r. Tworzenie miejsc pracy nadal jednak przebiega dość szybko: średnio

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

ponad milion nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym w pierwszej połowie tego roku to średnio (174 tys.) tylko nieznacznie mniej od średniej miesięcznej w 2023 r. (192 tys.)

Jak wynika z badania JOLTS, w maju **wskaźnik wolnych miejsc pracy** również nieznacznie wzrósł z 4,8 % do 4,9 %. Choć jest to zauważalnie niższy poziom niż lokalny szczyt po pandemii (7,4 % w marcu 2022 r.) czy wartość sprzed roku (6,2 %), to jest też znacząco wyższe od średniej sprzed dwudziestu lat**. Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest wciąż niska, ale też nieznacznie rośnie: w I kwartale było to 210 tys., w II kwartale 221 tys. I 234 tys. Na początku III kwartału. Mimo to z historycznego punktu widzenia wartości te są bardzo odległe od typowych poziomów recesyjnych (>450 tys.).

Roczne tempo wzrostu płac również uległo dalszemu spowolnieniu. Według danych z tzw. Aktualnych Statystyk Zatrudnienia (CES) dynamika wynagrodzeń w ujęciu rok do roku wyniosła w czerwcu 3,9 %, co wraz z taką samą dynamiką w kwietniu br. stanowi najwolniejsze tempo wzrostu od czerwca 2021. Wyhamowała także dynamika kwartalna: w okresie trzech miesięcy do czerwca osiągnięto kwartalną stopę wzrostu na poziomie 0,9 %, a półroczną stopę wzrostu na poziomie nieco poniżej 2 %.

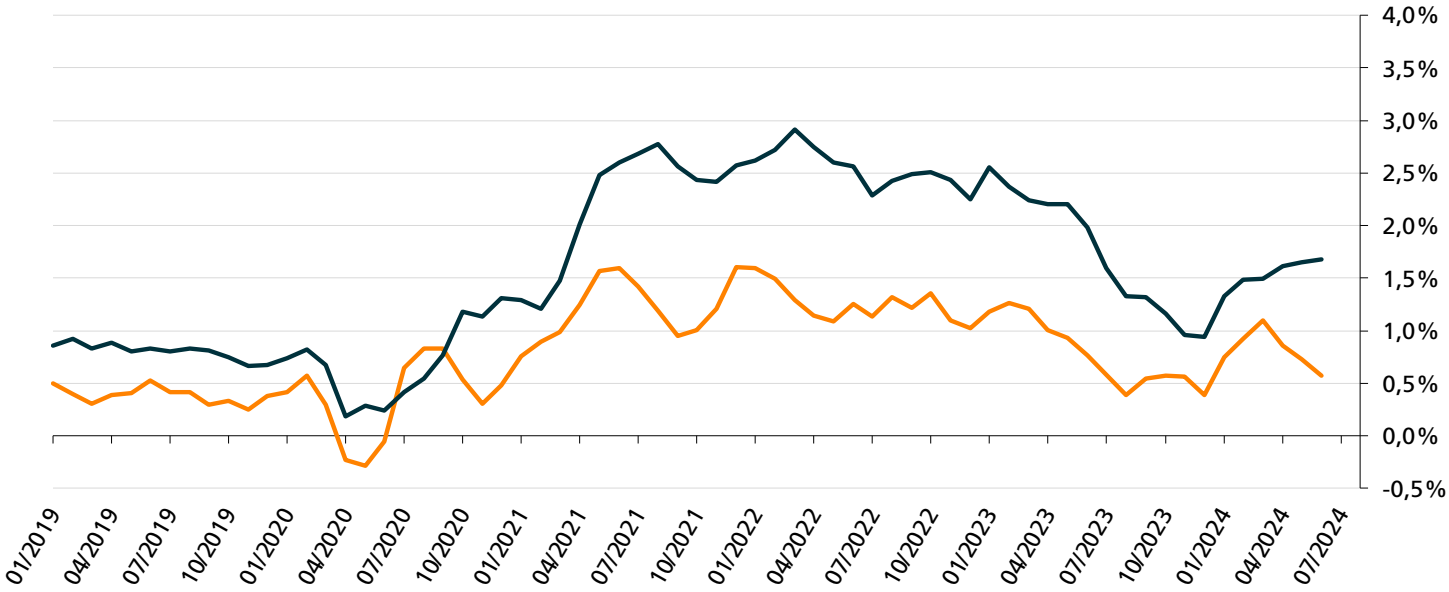
Zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego spadły w I kwartale o 0,3 %, ale w drugim kwartale wzrosły w tym samym tempie kwartał do kwartału. W ujęciu rok do roku są one realnie większe o 0,4 %. **Realna produkcja przemysłowa**, która w I kwartale br. po rewizjach spadła o 0,2 % kw/kw, **w II wzrosła o 1,6 %** (dzięki **wzrostowi o 0,9 % kw/kw w maju i 0,6 % w czerwcu**). Rok do roku produkcja przemysłowa w USA jest o 1,6 % wyższa, ale kształtuje się dopiero na poziomie z września 2018 roku.

Bazowa inflacja PCE wyniosła w czerwcu 0,2 % m/m, co łącznie z poprzednimi miesiącami (kwiecień +0,3 % m/m, maj ale tylko +0,1 %) oznaczało, że kwartalna dynamika w II kwartale br. była najwolniejsza od IV kw. 2023 r., a także że przebiega znacząco wolniej niż w latach inflacyjnych 2021–2022. Jest to z pewnością dobra wiadomość dla FED po tym, jak inflacja bazowa niespodziewanie przyspieszyła do 1,1 % w I kwartale (najszybsze kwartalne tempo wzrostu od I kwartału 2023 r.). Wiadomością taką jest także znaczne spowolnienie tempa wzrostu cen usług rynkowych do 0,5 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy do czerwca, co jest najwolniejszym tempem od I kwartału 2021 roku.

Amerykański bank centralny pozostawił stopy procentowe na niezmienionym poziomie w lipcu, ale zapowiedział, że pierwsza obniżka stóp jest bardzo prawdopodobna już we wrześniu. Słabe dane z rynku pracy, które napłynęły po posiedzeniu FED, w zasadzie przypieczętowały fakt, że FED faktycznie obniży stopy procentowe we wrześniu.

Inflacja bazowa w USA znacząco spadła w drugim kwartale.

Inflacja bazowa PCE w USA za ostatnie **trzy** i ostatnie **sześć** miesięcy.



***Źródło**: FRED (dostępne TUTAJ)*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

CZECHY

Wzrost gospodarczy w II kwartale pozostał słaby, inflacja bazowa jest niska, a CNB kontynuuje obniżki stóp procentowych.

Według wstępnych szacunków wzrostu, **w II kwartale gospodarka wzrosła** rosła o 0,3 % kw/kw, czyli tylko o jedną dziesiątą punktu procentowego szybciej niż w I kwartale. Roczne tempo wynosi zaledwie 0,4 %. Struktura wzrostu nie została jeszcze opublikowana, jak wynika z informacji ČSÚ (czeski urząd statystyczny), *„na wzrost PKB w ujęciu kwartał do kwartału wpłynął rosnący popyt krajowy, któremu sprzyjał głównie wzrost wydatków na konsumpcję finalną, natomiast negatywny wpływ miał popyt zagraniczny"*. To miałoby sens – niska inflacja i solidny wzrost płac realnych z jednej strony wspiera popy krajowy, z drugiej strony słabość Niemiec ogranicza nasz eksport.

Dane miesięczne opublikowane w lipcu były słabe.

Produkcja przemysłowa, po znacznym spadku w I kwartale (o 2,6 % kw/kw), również ma za sobą słabe pierwsze dwa miesiące II kwartału. W szczególności majowy spadek o 2,2 % m/m (–3,2 % r/r) prawdopodobnie oznacza, że nawet cały II kwartał, w którym brakuje jeszcze danych czerwcowych, charakteryzował się spadkiem (wskazuje na to powyższy komentarz ČSÚ). Produkcja majowa jest zatem tak duża, jak była np. średnio w 2017 roku.

Takiemu rozwojowi odpowiada to, co wskazywał indeks **PMI**: w kwietniu wskaźnik osiągnął 44,7 pkt., w maju osiągnął 46,1 pkt., a w czerwcu (45,3 pkt.). Nawet wartość wskaźnika za lipiec (43,8 pkt., najniższa wartość od stycznia) nie daje większych podstaw, aby oczekiwać poprawy w III kwartale. W II kwartale i na koniec III w dalszym ciągu spadały nowe zamówienia (w lipcu w najszybszym tempie od lutego br., z zagranicy, szczególnie z Francji i Niemiec), co znajdzie odzwierciedlenie w produkcji co najmniej w III kwartale.

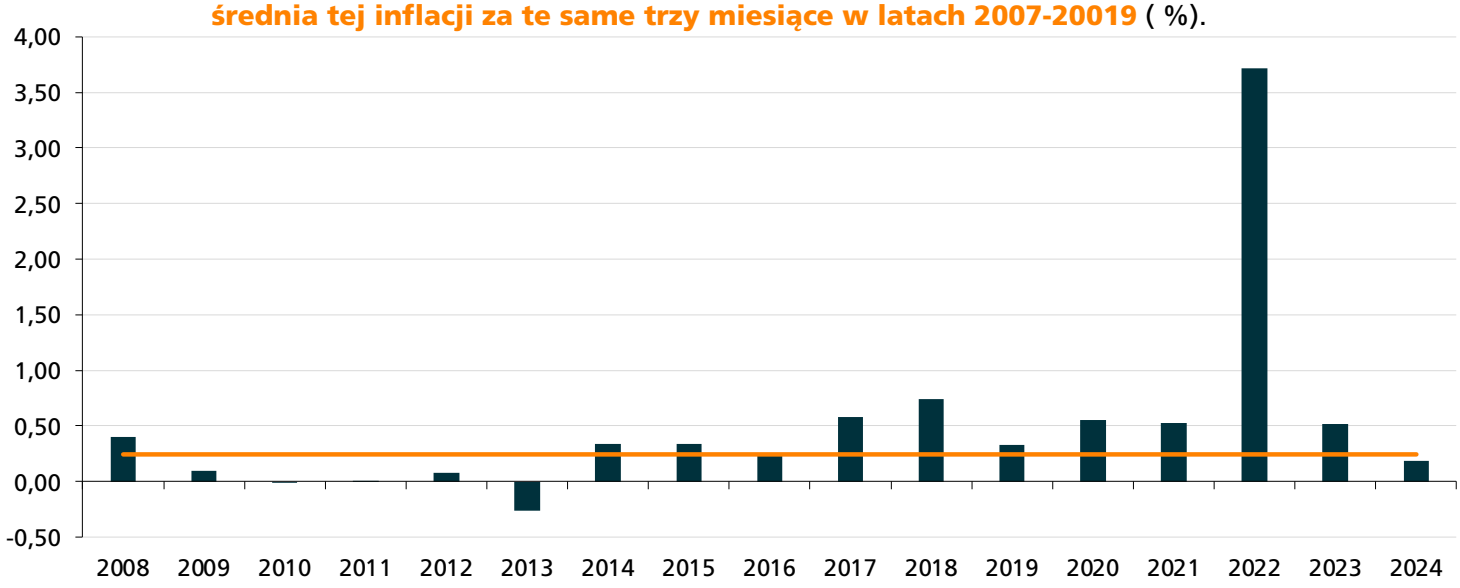
Wskaźnik zaufania przedsiębiorców mierzony przez ČSÚ po czerwcowym wyjściu z wąskiego przedziału pomiędzy 0 a 7 punktów, w którym znajdował się od czerwca ubiegłego roku i osiągnięciu najwyższej wartości (9 punktów) od kwietnia 2023 r., powrócił do tego przedziału w lipcu (5,8 punktu). Pozostaje zatem znacznie poniżej poziomów (13–15 punktów), na których wskaźnik ten oscylował w latach 2014–2019. Jest to kolejne potwierdzenie, w świetle wskaźnika menedżerów zakupów, że poprawa sytuacji w przemyśle pozostaje nieuchwytna.

Zaufanie konsumentów, po spadku do –23,5 pkt. w grudniu i zgodnie z oczekiwaniami (spowalniająca inflacja, brak bezrobocia, solidny wzrost płac nie dały powodów do takiego spadku), **uległo** w ciągu roku **znacznej poprawie**, do –7 pkt. w kwietniu. Była to najwyższa wartość tego wskaźnika od września 2021 r. (–6,8 pkt.), a więc już pod koniec kwietnia zaufanie było już wyższe niż w miesiącach poprzedzających inwazję Rosji na Ukrainę czy przed rozpoczęciem kryzysu energetycznego. Jednak **od maja zaufanie ponownie nieznacznie się pogorszyło**: w czerwcu do –9,5 pkt., w lipcu nawet do –11,8 pkt. Nadal jednak jest ona znacznie wyższa niż w latach 2021–2023.

Sprzedaż detaliczna odnotowała wzrost zaufania (a tym samym wspomnianą poprawę fundamentów): po wzroście o 1,6 % kw/kw, **w IV kwartale sprzedaż wzrosła o 1,5 %** w I kwartale 2024 r. Było to najszybsze trzymiesięczne od czasu

Inflacja bazowa jest niska.

Skumulowana inflacja bazowa za II kwartał danego roku w Czechach oraz **średnia tej inflacji za te same trzy miesiące w latach 2007-20019** (%).



***Źródło**: ARAD*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

ożywienia po pandemii Covid w okresie maj - lipiec 2021 r. Choć w kolejnych miesiącach sprzedaży powinien pomóc także spadek krótkoterminowych stóp procentowych, co powinno jeszcze bardziej obniżyć wciąż bardzo wysoką stopę oszczędności gospodarstw domowych, ani w kwietniu, ani w maju jeszcze się to nie zdarzyło: **sprzedaż w obu miesiącach po prostu utrzymywała się na stałym poziomie** miesiąc do miesiąca. W ujęciu rok do roku sprzedaż wzrosła w maju o 3,9 %.

Inflacja konsumencka w Czechach wzrosła o 1,5 % m/m w styczniu, o 0,3 % m/m w lutym, o 0,1 % m/m w marcu, ponownie o 0,7 % w kwietniu, a w maju i czerwcu utrzymywała się na stałym poziomie **dzięki paliwom i żywności ceny spadły nawet o 0,3 %**. Po dodaniu zaledwie 0,1 % m/m co miesiąc od marca do maja, w czerwcu inflacja bazowa ustabilizowała się. Inflacja rok do roku wyniosła 2 %, natomiast dla cen usług 4,9 % (ceny towarów +0,2 %). Poza segmentem usług kształtowanie się cen mieści się w normie wymaganej przez CNB.

Pomimo gwałtownego wzrostu cen usług, który zdaniem CNB był raczej echem minionej fali inflacyjnej, a nie zagrożeniem dla przyszłości, na posiedzeniu pod koniec czerwca CNB ponownie obniżył stopy procentowe o 50 punktów bazowych do 4,75 %. CNB przestrzegał jednak, że społeczeństwo nie powinno *„oczekiwać dalszych znaczących obniżek stóp procentowych”,* gdyż Rada dostrzega ryzyko proinflacyjne. CNB stwierdził także, że *„w miarę stopniowego zbliżania się stóp procentowych do wartości neutralnych, prawdopodobne jest, że Rada Banku na kolejnych posiedzeniach zwolni tempo łagodzenia polityki pieniężnej lub pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie przez pewien czas”*. CNB wysyła tym samym sygnał, że powinniśmy zapomnieć o powrocie do poziomów stóp sprzed pandemii. **Na posiedzeniu na początku sierpnia CNB obniżył wówczas stopy zaledwie o 25 punktów bazowych do 4,50 %, co było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami rynku**. Nowa prognoza nie wniosła niczego istotnego: CNB nie spodziewa się praktycznie żadnego umocnienia korony (w 2025 roku oczekuje, że korona będzie wynosić 25 koron za euro), w 2025 roku stopu spadną nieco poniżej 4 %.

POLSKA

Silny wzrost płac realnych, napięta sytuacja na rynku pracy i ożywienie popytu gospodarstw domowych powstrzymują Banki Polski przed obniżką stóp procentowych.

Polska gospodarka dodała (wyrównana sezonowo**) +0,5 % kw/kw** (1,3 % r/r) **w I kwartale**, co stanowiło pozytywną poprawę w ujęciu kwartalnym wobec stagnacji w IV kwartale. Do wzrostu kwartał do kwartału największy udział miał popyt gospodarstw domowych (+2,1 % kw/kw), podczas gdy popyt gospodarstw domowych (z udziałem +2 p. p.) i popyt rządowy (+1,9 p. p.) w równym stopniu przyczyniły się do wzrostu rok do roku. Przez pięć kwartałów z rzędu (i wyłącznie przez trzy ostatnie) wzrost napędzany był zapasami: w związku z poprawą popytu gospodarstw domowych można oczekiwać, że ta ujemna kontrybucja wkrótce zmieni się w dodatnią. Pierwsze szacunki za drugi kwartał, w którym taka zmiana może być już widoczna, zostaną opublikowane w połowie sierpnia.

Miesięczne dane opublikowane w lipcu były dobre: popyt gospodarstw domowych w dalszym ciągu rósł, podobnie jak przemysł.

Produkcja przemysłowa w I kwartale nie radziła sobie dobrze. Spadła ona w każdym miesiącu kwartału, a dzięki znacznemu spadkowi w marcu (o 5,5 % m/m, głównie na skutek załamania w sektorze górnictwa i wydobywania), produkcja spadła o prawie 6 % w całym kwartale. Jednak zgodnie z oczekiwaniami rozwój ten został zatrzymany i odwrócony pod koniec II kwartału, kiedy produkcja w kwietniu wzrosła o 7 % miesiąc do miesiąca. **W maju produkcja zanotowała spadek miesiąc do miesiąca o 2,1 %, a w czerwcu wzrost o 1,3 %**, co oznacza, że w pierwszym półroczu tego roku produkcja jest o jeden punkt procentowy w porównaniu z końcem ubiegłego roku.

Choć zmienność miesięcznych danych przemysłowych w I kwartale była wysoka, to indeks **PMI** wskazał, że produkcja w pierwszych miesiącach roku nie ulegnie stagnacji rok do roku (średnia w I kwartale wyniosła 47,7 pkt.), a także, że II kwartał też nie będzie rewelacyjny – w kwietniu wskaźnik osiągnął poziom 45,9 pkt., a w maju **i czerwcu osiągnął nawet 45 pkt.** (były to najgorsze wartości od 7 miesięcy). **W lipcu wskaźnik wartości osiągnął najwyższą wartość od 4 miesięcy** (47,3 punktu), a nowe zamówienia eksportowe spadały w najwolniejszym tempie od listopada, więc choć nie możemy spodziewać się gwałtownego wzrostu, to tempo może być zbliżone do stagnacji rok do roku w III kwartale.

Realna sprzedaż detaliczna w I kwartale wzrosła o ponad 3 % kwartał do kwartału i choć początek II kwartału był zmienny (w kwietniu –3,5 % m/m, a w maju +3,3 % m/m), **to drugi kwartał tego roku** również **był wzrostowy dzięki wzrostowi o 1,5 % w czerwcu**. W porównaniu rok do roku dynamika handlu detalicznego w czerwcu wzrosła 4,4 %, a więc sprzedaż w pierwszym półroczu tego roku jest o 4,9 % wyższa rok do roku. Dobrze radzi sobie sprzedaż pojazdów (+25 % r/r w ujęciu realnym za I półrocze) i sprzedaż paliw (+12,3 %).

Widać też, że rynek pracy pomaga w handlu detalicznym. Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska i od lutego utrzymuje się na rekordowo **niskim poziomie w historii wynoszącym 5,0 %**. Nic więc dziwnego, że płace nadal rosną – **roczna stopa wzrostu płac nominalnych** osiągnęła **11 % w czerwcu 2024 roku** (do 8140 zł, czyli ponad 48 tys. CZK). W związku ze spadkiem inflacji rok do roku oznacza to, że dynamika płac realnych jest obecnie bardzo znacząca, niemal dwucyfrowa.

Miesięczna dynamika cen w tym roku sugeruje jednak, że presja inflacyjna może jeszcze nie minąć. W ciągu pierwszych 6 miesięcy główny poziom cen wzrósł o 2,4 %, przyspieszyła także inflacja bazowa, której tempo kwartalne wynosi 1 % (tj. w ujęciu rocznym 4 %) i półroczne 2,4 % (w ujęciu rocznym prawie 5 %). Jedyną dobrą wiadomością dla polskiego banku centralnego jest to, że ostatnie dwa miesiące II kwartału przyniosły bardziej umiarkowane tempo zarówno inflacji zasadniczej (0,1 % m/m i 0,1 % m/m), jak i inflacji bazowej (0,1 % i 0,2 % m/m); jednak ze względu na wzrost płac prawdopodobnie nie

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

będzie to trwałe. Podobnie jak w Czechach i Polsce, **za wzrost cen odpowiadają** głównie **usługi**, które na koniec I półrocza są o 6,1 % droższe rok do roku (w porównaniu do końca 2023 roku są droższe o 3,9 %); inflacja jest następnie tłumiona przez wzrost cen towarów (+1,6 % w porównaniu do końca 2023 r.).

Bank centralny, po zaskoczeniu rynków we wrześniu ubiegłego roku nieoczekiwanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p.p. i która w październiku **kontynuowała** obniżki stóp, w związku z ponownym przyspieszeniem miesięcznej dynamiki inflacji, pozostawiła **stopy na niezmienionym poziomie 5,75 % od listopada (i przez cały rok bez wyjątku).** Nowa prognoza, zaprezentowana na ostatniej sesji, nie wyniosła niczego nadzwyczajnego; bank centralny obawia się, że deregulacja cen energii ponownie spowoduje wzrost inflacji, co w sytuacji napiętego rynku pracy i już szybkiego wzrostu płac grozi przedłużeniem okresu presji inflacyjnej. Bank Centralny powtórzył tym samym, że tegoroczna obniżka stóp procentowych jest niezwykle mało prawdopodobna.

WĘGRY

Węgierski bank centralny ponownie obniża stopy procentowe, choć realny wzrost płac jest oderwany od czynników fundamentalnych, a miesięczna dynamika inflacji jest niezgodna z celem inflacyjnym.

Według pierwszych szacunków, w II kwartale gospodarka skurczyła się o zaskakujące 0,2 % kw/kw, a dynamika za poprzedni kwartał również została zrewidowana z 0,8 % do 0,7 % kw/kw **W ujęciu rok do roku** po korekcie kalendarzowej gospodarka **wzrosła o 1,3 %**. Struktura wzrostu zostanie opublikowana dopiero na początku września, więc nie można stwierdzić, co dokładanie stało za tą negatywną niespodzianką (oczekiwania rynku według Bloomberga zakładały dodatni wzrost na poziomie 0,5 % kw/kw), ale węgierski urząd statystyczny podał słaby wzrost wartości dodanej w przemyśle. Biorąc pod uwagę znaczną koncentrację węgierskiego przemysłu na samochodach, miałoby to sens.

Jednak popyt gospodarstw domowych również musiał się pogorszyć. Wskazywałby na to także rozwój sprzedaży detalicznej, chociaż w przypadku Węgier nie zawsze jest ona wiarygodną wskazówką, jak kształtuje się ogólny realny popyt gospodarstw domowych. Jednakże sprzedaż **w II kwartale kwietnia i maja spadła na razie o 0,8 % m/m**. W ujęciu rocznym na koniec maja były one o 3 % wyższe.

Taki rozwój sytuacji jest zaskakujący, biorąc pod uwagę fundamenty rynku pracy. Stopa bezrobocia w II kwartale nieznacznie spadła do 4,4 %. Choć jest to znacznie więcej niż historyczne minimum z połowy 2022 r. (3,3 %), to wciąż jest to wartość bardzo niska, bliska pełnemu zatrudnieniu. **W związku z tym dynamika wynagrodzeń utrzymuje się w bardzo wysokim tempie**: za cały rok 2023 i za I kwartał 2024 r. dynamika wynagrodzeń wyniosła 14,2 % r/r, **a w maju wyniosła prawie 15 %.** Od października 2023 r. (a więc po raz pierwszy od sierpnia 2022 r.) rosną także płace realne, obecnie w tempie niemal dwucyfrowym. Przypomina to, podobnie jak w Polsce, powrót presji inflacyjnej.

Po niewielkim spadku (o 0,6 %) w I kwartale, **produkcja przemysłowa** – o ile w czerwcu nie wydarzy się cud – prawdopodobnie spadnie także w II kwartale. W rzeczywistości, kwiecień był słaby, a sezonowo skorygowana produkcja spadła o 0,7 % miesiąc do miesiąca, a następnie **o 1,1 % w maju**; w ujęciu rok do roku spadek za pierwsze 5 miesięcy tego roku wynosi 2,4 %. Powodem jest przede wszystkim spadek produkcji sprzętu transportowego, który w ciągu pierwszych pięciu miesięcy wyniósł 5,1 % w porównaniu do analogicznego okresu 2023 roku.

Podobnie jak w innych częściach regionu, II kwartał był spokojny pod względem zmian cen. Po wzroście o 2,2 % w I kwartale 2024 r. od końca 2023 r., **ogólny poziom cen** wzrósł **w kwietniu o kolejne 0,7 % m/m, w maju spadł o 0,1 %, a w czerwcu utrzymywał się na stałym poziomie**. W ujęciu rok do roku inflacja w czerwcu wyniosła zatem 3,7 %, czyli w takim samym tempie, jak w lutym br. (i z wyjątkiem marca 2024 r., kiedy wyniosła 3,6 %, także najniżej od początku 2021 r.). Inflacja bazowa wzrosła o 0,8 % w marcu i kwietniu oraz o 0,5 % m/m w maju i czerwcu, czyli wyraźnie więcej niż w pierwszych dwóch miesiącach br. (0,4 % i 0,2 %). Podobnie jak w Czechach czy Polsce, **usługi** szybko rosną: **w czerwcu wzrosły o 9,7 % r/r.**

Węgierski Bank Centralny (NBH) obniża stopy procentowe od listopada ubiegłego roku (najpierw w listopadzie, grudniu i styczniu o 75 p. b., w lutym o 1 p. b.), w tym roku bez wyjątku: obniżał stopy **na każdym posiedzeniu spotkania czerwcowe i lipcowe zawsze o 0,25 p. b. do obecnego poziomu 6,75 %.** Kłóciło się to nieco z komunikatem prasowym z czerwcowego posiedzenia, w którym bank centralny stwierdził, że polityka pieniężna wchodzi teraz w nową fazę i choć nie ogłosił formalnego zakończenia obniżek stóp procentowych, to dość wyraźnie zasygnalizował, że dalsze obniżki stóp mogą nie nastąpić. Ostatecznie więc stopy spadły o kolejne ćwierć punktu procentowego w lipcu, mimo że, bank centralny oczekuje, że inflacja będzie kształtować się w górnej granicy przedziału tolerancji, a inflacja bazowa na koniec roku wyniesie około 5 % (tzw. miesięczne tempo jest obecnie nawet gorsze niż osiągnięcie tego poziomu byłoby spójne). Oczekiwana obniżka stóp procentowych w USA we wrześniu odegrała rolę w cięciu, zgodnie ze słowami wiceprezesa Viraga.

ROPA

Cena ropy naftowej w marcu osiągnęła najwyższy poziom od października (od wybuchu konfliktu w Strefie Gazie), kiedy to pod koniec marca osiągnęła wartość nieco poniżej 90 dolarów za baryłkę. Wzrost w marcu wynikał z oczekiwań, że OPEC+ nie zmieni swoich kwot produkcyjnych przed czerwcowym spotkaniem, ciągłych ataków na rosyjską infrastrukturę energetyczną oraz spadającej liczby aktywnych platform wiertniczych w USA. W kwietniu, gdy na rynek powróciły obawy o wyższe stopy procentowe po danych o inflacji w USA i wraz ze spadkiem prawdopodobieństwa dalszych konfliktów na Bliskim Wschodzie, cena ropy spadła poniżej 80 dolarów za baryłkę. Od maja cena ropy oscyluje w granicach 74–84 dolarów za baryłkę, w lipcu utrzymywała się generalnie w górnej połowie tego przedziału.

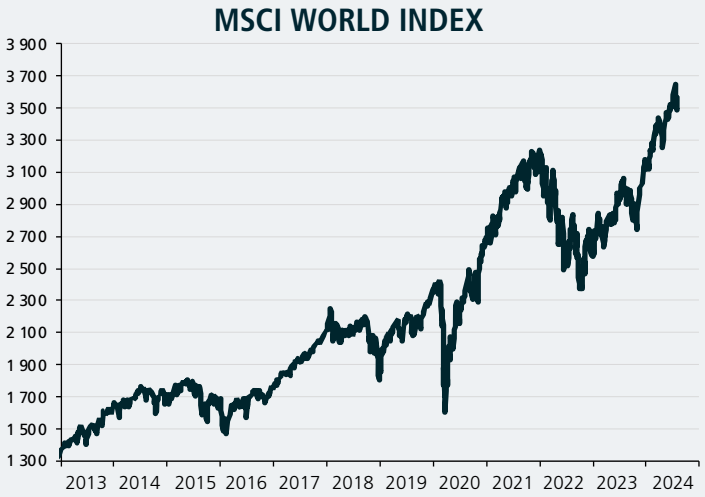
RYNKI AKCJI

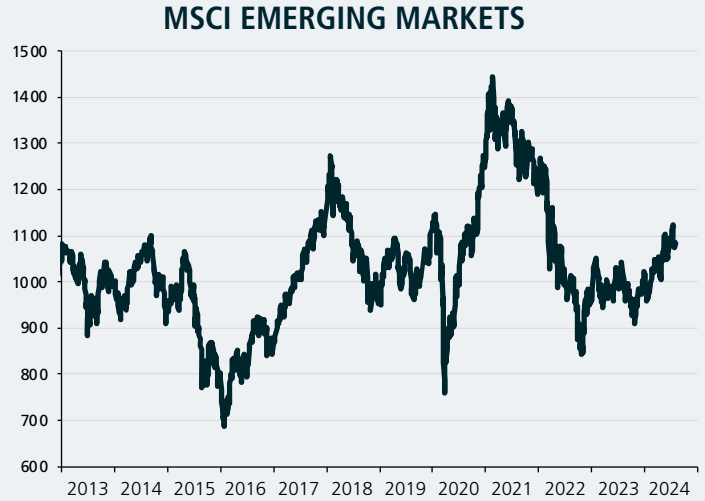
Lipiec był stosunkowo dobrym miesiącem dla rozwiniętych rynków akcji. Zwiększona zmienność spowodowana była napływającymi danymi makro oraz wydarzeniami politycznymi w USA. Słabsze od oczekiwań dane o inflacji oraz nieznaczne pogorszenie sytuacji na rynku pracy zostały wchłonięte przez rynek wraz ze zbliżającym się rozpoczęciem obniżek podstawowych stóp procentowych przez FED. Wraz ze spadkiem wymaganych rentowności obligacji dobrze radziły sobie akcje spółek o małej kapitalizacji, które najbardziej odczują obniżkę kosztów finansowania. Preferencje między dużymi i małymi spółkami zmieniały się również w zależności od wiadomości politycznych przed i po wycofaniu się obecnego prezydenta Bidena z nadchodzących wyborów. Indeks technologiczny Nasdaq stracił jeden procent. Opublikowane wyniki finansowe spółek za II kwartał były rozczarowujące, a niektóre duże firmy pozostały w tyle, jak na przykład Microsoft, który w segmencie chmury okazał się niższy od szacunków. W Europie wybory w Wielkiej Brytanii i Francji nadal obijają się echem, co również prowadzi do do zmiennych wyników. Amerykański indeks S&P500 zyskał 1,1 % miesiąc do miesiąca, natomiast europejski indeks DJ STOXX600 zyskał 1,3 %.

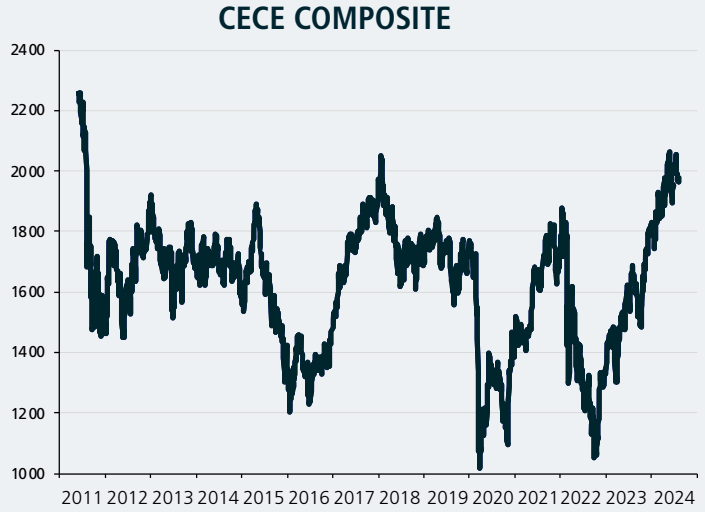
Sytuacja na rynkach akcji w Europie Środkowej była zróżnicowana. Większość rynków zakończyła notowania z umiarkowanymi wzrostami, jednak największy polski rynek zakończył sesję stratą (indeks WIG30 –5,1 %). Nie było żadnych szczególnych przyczyn upadku polskiego rynku. Mniej skuteczne były banki lokalne, które w ubiegłym roku zyskały znaczną aprecjację. Teraz ich duży ciężar ciągnął cały indeks w dół. Z czeskich akcji (indeks PX +4,2 %) dobrze radziły sobie wszystkie instytucje finansowe, na czele z Erste bank (+10,3 %). Rumuńskie akcje zyskały +2,1 %. Tam też przyzwoite zyski wypracowały banki BRD i Transilvania, czemu towarzyszyły akcje spółek energetycznych, takich jak Petrom. Nova Ljubljanska banka zyskała +5,9 % dzięki korzystnej polityce monetarnej banku centralnego. Na Węgrzech nagrodę otrzymał Gedeon Richter, pozytywnie reagując na dobre wyniki gospodarcze.

W lipcu akcje rynków wschodzących pozostawały w tyle za rynkami rozwiniętymi, gdyż indeks MSCI Emerging Markets USD Aggregate zakończył kurs na lekkim spadku –0,1 %. Rozwój był podobny jak w Europie czy Stanach Zjednoczonych – niezbyt dobrze radziły sobie głównie spółki technologiczne, takie jak producenci chipów i akcje związane ze sztuczną inteligencją. Akcje na Tajwanie straciły na wartości o 3,7 %, w Hongkongu o 2,1 %, a w Korei o 1 %. Akcje chińskich spółek krajowych (A-Shares) pozostały bez znaczących informacji o zmianach cen i zakończyły się niewielką stratą w wysokości –0,6 %. Z kolei najlepiej radziły sobie akcje indyjskie (+3,4 %), a akcje Tajlandii, Malezji i Filipin zyskały na wartości. Rynki Ameryki Łacińskiej (Brazylia +3 %, Meksyk +1,3 %) częściowo odrobiły straty z poprzednich miesięcy, jednakże zyski inwestorów tutaj w dalszym ciągu ograniczają słabnące kursy walut krajowych (w stosunku do USD lub EUR).

INDEKSY RYNKÓW AKCJI







***Źródło**: Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po tym, jak wyższa inflacja w Stanach Zjednoczonych w kwietniu doprowadziła do znacznego wzrostu rentowności zarówno na amerykańskiej, jak i niemieckiej krzywej dochodowości, na całej ich długości, w ciągu następnych trzech miesięcy przeszliśmy tak znaczącą korektę, że obecnie rentowności są zasadniczo poniżej poziomów z początku kwietnia. Powodem jest oczywiście łagodna inflacja, wspierająca oczekiwania, że obniżki stóp rozpoczną się w USA we wrześniu (i będą kontynuowane w strefie euro).

Amerykańskie rentowności dwuletnie spadły zatem w lipcu do 4,35$ (35 p. b. poniżej poziomu z końca I kwartału), podczas gdy rentowności dziesięcioletnich obligacji spadły do 4,15 % (15 p. b. poniżej poziomu z końca marca). W przypadku obligacji niemieckich rentowność obligacji dwuletnich osiągnęła 2,5 % (–30 p. b. poniżej końca I kwartału), a 10-letnich osiągnęła 2,3 % (tyle samo co na koniec marca).

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. wskaźnik całkowitej stopy zwrotu (TRI) na koniec lipca dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w EUR w porównaniu do końca poprzedniego miesiąca wzrósł mniej więcej o tyle samo (0,4 %) co w poprzednich trzech miesiącach; dla ich spekulacyjnych odpowiedników wzrósł o 1 % (w porównaniu do +0,3 % w czerwcu).

W przypadku instrumentów dolarowych, po znaczącym spadku w kwietniu (zarówno dla obligacji inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych odpowiednio o 3,2 % i 1,1 %), w kolejnych miesiącach, w tym w lipcu, odnotowano wzrost, który podążą za rozwojem sytuacji na rynku obligacji rządowych: od końca kwietnia TRI dodał 4,9 % (dla instrumentów inwestycyjnych) i 4 % (dla instrumentów spekulacyjnych). W samym lipcu było to odpowiednio 2 % i 1,8 %.

Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w EUR, po znaczącym wzroście w czerwcu (+16 % i +8 %), w lipcu znacząco spadły odpowiednio o 9,7 %, i 7,4 %. Tym samym spadły one odpowiednio o 5,5 % i 4,8 % w porównaniu z początkiem roku.

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

W lipcu czeska krzywa rentowności nieznacznie się obniżyła. Dwuletnia zapadalność spadła do 3,70 % (–10 p. b. w porównaniu z końcem marca) dzięki utrzymującej się niskiej inflacji i obniżce stóp procentowych przez CNB, podczas gdy dziesięcioletnia zapadalność spadła do 3,80 % (–25 p. b. w porównaniu z końcem marca) głównie z powodu spadku rentowności za granicą.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce w lipcu doszło do dalszego spadku rentowności na całej krzywej: dwuletnia rentowność spadła o ok.13 p. b. do 5,03 %, podczas gdy 10-letnia rentowność spadła o 20 p. b. do 5,55 %. W Polsce rentowności nie spadły jeszcze do poziomów z końca I kwartału, a czynnikiem ograniczającym większy spadek była głównie niechęć polskiego banku centralnego do obniżek stóp procentowych.

RYNEK AKCJI – TURCJA

Turecka gospodarka pozostaje bardzo odporna na wysoce inflacyjne środowisko, jednakże w aktywności konsumenckiej stopniowo wpisuje się podwyżka stóp procentowych. Po niedawnych wyborach polityka fiskalna rządu nie powinna być aż tak

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND

Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

proinflacyjna w przyszłości. Dzięki środkom regulacyjnym bankowi centralnemu udaje się zmniejszyć popyt krajowych ciułaczy na płynność w dolarach i ogólnie ograniczyć presję na turecką lirę. Rentowności tureckich obligacji również nie uległy większym zmianom w lipcu. Kurs wymiany TRY, wspierany przez restrykcyjną ortodoksyjną politykę pieniężną, pozostał stabilny, czyli osłabił się tylko nieznacznie.

RYNEK AKCJI – UKRAINA

Ukraińskie obligacje skarbowe w UAH nieznacznie wzrosły w lipcu. Rządowe instrumenty denominowane w dolarach, które po raz pierwszy odnotowały znaczny wzrost cen w marcu, a następnie skorygowały ten ruch w oparciu o spekulacje na temat warunków restrukturyzacji, w lipcu potwierdziły projekt warunków, a ich ceny ponownie silnie wzrosły. Propozycja, ciesząca się obecnie poparciem 25 % wierzycieli, przewiduje umorzenie 37 % wartości nominalnej obligacji dolarowych i ich konwersję na dwie nowe transze. Będą one charakteryzować się stopniowo rosnącymi kuponami, a w przypadku drugiej transzy dadzą potencjał do zwiększenia ostatecznych wypłat w oparciu o wyniki ukraińskiej gospodarki w 2029 roku. Oficjalne głosowanie nad propozycją odbędzie się na przełomie sierpnia i września.

WALUTY

W czerwcu i lipcu **dolar wobec euro** oscylował w graniach 1,07–1,09 bez trendu. **Polski złoty** umacniał się od lokalnego minimum z połowy czerwca (4,35), w lipcu na krótko osiągnął 4,25, ale zakończył miesiąc około punktu procentowego powyżej tego poziomu. Stosunkowo dobre wyniki (np. w porównaniu do CZK) wynikają z faktu, że bank centralny nie obniżył stóp procentowych. W czerwcu **korona czeska** zakończyła umocnienie z poprzednich dwóch miesięcy, którego szczyt przypadł na początek czerwca, kiedy osiągnęła poziom poniżej 24,60. W drugiej połowie czerwca powróciła powyżej poziomu 25 koron za euro, a w lipcu osłabienie to było kontynuowane i korona osiągnęła poziom 25,40. Od maja kurs **węgierskiego forinta** wahał się jedynie pomiędzy 390 a 397 forintów za euro.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Spadek rentowności za granicą w połączeniu z inflacją zepchnął czeską krzywą swapową, a tym samym krzywą rentowności obligacji skarbowych poniżej 4 %. Wobec rozwoju deficytu (–180 mld w pierwszej połowie roku), rozwoju inflacji (która jest już na poziomie celu CNB, ale ryzyko dalszego wzrostu usług i wzrostu płac jest proinflacyjne) oraz fakt, że zdaniem części urzędników CNB już teraz oferuje stopę bazową zbliżoną do szacowanej stopu neutralnej (3,5 %), nie widzimy powodu do dalszego spadku rentowności z krajowego otoczenia (wręcz odwrotnie). Niewiadomą jest rozwój sytuacji za granicą, gdzie ewentualny spadek przychodów mógłby przesunąć w dół również czeską krzywą. Jeśli FED zaskoczy skalą obniżek we wrześniu (lub jeśli tak uzna rynek), w tym roku możemy spodziewać się kolejnego spadku dłuższych rentowności.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce, po przedwyborczej obniżce stóp procentowych prawie rok temu, bank centralny nie dokonuje już obniżek stóp – wciąż napięty rynek pracy, silny wzrost płac czy przyspieszająca inflacja bazowa spowodowały długą przerwę. Ma to wpływ na rentowności. Wraz z wznowieniem cyklu obniżek stóp można spodziewać się spadku rentowności, ale pytanie jednak kiedy to nastąpi – nie wygląda na to w tym roku, biorąc pod uwagę zmiany płac. Ryzyko zmniejszenia przychodów za granicą jest jednak tutaj takie samo, jak w Czechach.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Ze względu na oczekiwany szczyt presji inflacyjnej wraz ze spadkiem inflacji w okolice 40 % pod koniec roku oraz dodatnie realne stopy procentowe (przy analityce trzech ostatnich podwyżek w ujęciu miesięcznym), oczekujemy stabilizacji kursu walutowego w związku z utrzymującymi się wysokimi stopami procentowymi banku centralnego (bazowa stopa procentowa pozostanie na poziomie ponad 50 % w połączeniu z zaostrzeniem wymogów regulacyjnych dotyczących płynności na rynku międzybankowym) i dalszemu wzrostowi aktywności inwestorów zagranicznych. Podstawowym założeniem jest brak ingerencji o charakterze politycznym w skład baku centralnego oraz utrzymanie konstruktywnego podejścia przez Ministerstwo Finansów.

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Ukraina kontynuuje negocjacje zarówno z Międzynarodowym Funduszem Walutowym, jak i międzynarodowymi wierzycielami w sprawie dalszego rozwoju i restrukturyzacji zadłużenia zewnętrznego. Obecnie na stole leży propozycja zakładająca 37 % deprecjację wartości nominalnej i wydaje się, że ma ona dość duże szanse na zatwierdzenie. Scenariusze zakładane przez program Międzynarodowego Funduszu Walutowego pokazywały warianty restrukturyzacji od niemal stuprocentowego umorzenia zadłużenia w walucie obcej do obecnego poziomu około 40 %. Istnieje jednak duża wrażliwość na parametry wejściowe, zwłaszcza w postaci poziomów PKB, ustalonego docelowego wskaźnika zadłużenia oraz całkowitych potrzeb pożyczkowych i obsługi zadłużenia. Kwota zadłużenia zewnętrznego do restrukturyzacji wynosi około 28,5 mld USD (20 % całości zadłużenia). Rynek skłania się obecnie w stronę umiarkowanego i stopniowego wariantu z wydłużeniem terminu zapadalności i zmniejszeniem płatności kuponowych. Ta propozycja najprawdopodobniej zostanie zatwierdzona, każda inna opcja najprawdopodobniej doprowadziłaby do gorszych warunków.

WALUTY

Nie zmieniły się nasze oczekiwania co do **kursu euro względem dolara**, w dalszym ciągu uważamy, że jest on zasadniczo (tj. biorąc pod uwagę oczekiwany rozwój polityki pieniężnej EBC i Fed) uzasadniony dla utrzymania kursu w przedziale 1,05–1,10.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami **czeska korona** ponownie osłabiła się powyżej progu 25 koron za euro. Biorąc pod uwagę, że CNB jest bardziej agresywna niż FED czy EBC w obniżkach stóp procentowych (stawki CNB są już niższe niż w USA), nie widzimy zbyt dużego pola do umocnienia korony. Naszym zdaniem w drugiej połowie roku korona prawdopodobnie utrzyma się powyżej 25 koron za euro, choć nie można wykluczyć sporadycznych spadków poniżej tego progu.

Polski złoty nie ma solidnych fundamentów makroekonomicznych, a dodatkowo jesienią ubiegłego roku bank centralny odebrał mu podporę w postaci (wyższych) stóp procentowych, które obecnie są tylko nieznacznie powyżej stóp w USA. Naszym zdaniem złoty pozostaje wrażliwy i jako maksymalne widzimy wartości pomiędzy 4,20 a 4,30. Jeśli w ciągu najbliższych miesięcy dojdzie gdzieś, to naszym zdaniem do słabszych poziomów.

Węgierski forint także nie ma powodów do umocnienia: kurczy się różnica stóp procentowych, deficyt obrotów bieżących i budżetowych są duże. Prawdopodobnie jak w przypadku złotego, jeśli zaobserwujemy wyraźniejszy ruch, to z większym prawdopodobieństwem do jeszcze słabszych poziomów.

RYNEK AKCJI

Trwająca korekta na rynkach akcji na początku sierpnia potwierdziła nasze wcześniejsze prognozy, koncentrując się na niektórych wysoko wycenianych spółkach technologicznych. Nasze perspektywy się nie zmieniają. W dalszym ciągu spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach, spowodowanej niepewną polityką geopolityczną, gospodarczą, fiskalną oraz niektórymi droższymi sektorami, zwłaszcza technologicznymi. Jednak handel niektórymi akcjami, sektorami i całymi regionami nadal utrzymuje się na interesujących poziomach.

Na rynkach akcji preferujemy rynki wschodzące od rynków rozwiniętych ze względu na różne oczekiwane trajektorie kluczowych stóp procentowych i bardziej pozytywny rozwój sytuacji gospodarczej. Rynki akcji rozwiniętych krajów Europy i Wielkiej Brytanii również notowane są na wskaźnikach o niskiej wartości. Na rynkach rozwijających się nasz region środkowoeuropejski jest w dalszym ciągu jeden z najtańszych.

W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej ze zmianami wymaganych rentowności obligacji, ryzykiem geopolitycznym oraz napływającymi danymi makroekonomicznymi. Wyższe stopy procentowe już dają się we znaki niektórym firmom i konsumentom, co stwarza bardzo trudną sytuację dla banków centralnych przy równoważeniu aktywności gospodarczej i presji inflacyjnej. Dzieje się tak przy bardzo ważnym późniejszym ustaleniu podstawowych stóp procentowych.

Marże zysku przedsiębiorstw pozostają wysokie, czemu sprzyja silny rynek pracy i ciągły wzrost płac. Pod względem wartości rynki akcji notują różne poziomy, przy czym każdy region odzwierciedla określoną premię za ryzyko. Dlatego też mamy różne oczekiwania co do wyników dla poszczególnych rynków akcji. Dłuższy okres utrzymywania się wysokich stóp procentowych miałby jednak negatywny wpływ na wyceny akcji.

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

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