

# WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-4,87 %	USA (USD)	-2,21 %	USD/EUR	-2,49 %	Ropa Brent (USD)	9,73 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-1,74 %	Europa (EUR)	-2,66 %	CZK/USD	4,09 %	Gaz (USD)	5,82 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-2,34 %	Czechy (CZK)	-1,48 %	CZK/EUR	1,46 %	Fotowoltaika (EUR)	-9,87 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-2,81 %	Polska (PLN)	0,56 %	PLN/EUR	3,40 %	Złoto (USD)	-5,08 %
Czechy – PX (CZK)	0,64 %	Węgry (HUF)	-0,49 %	HUF/EUR	2,17 %	Srebro (USD)	-8,26 %
Polska – WIG30 (PLN)	-5,54 %	Turcja (TRY)*	-13,15 %	TRY/EUR	0,13 %	Miedź (USD)	-2,15 %
Węgry – BUX (HUF)	0,11 %	* BofA Merrill Lynch index					

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**Według wskaźników wyprzedzających, gospodarka słabła, a inflacja pod koniec III kwartału była zaskakująco niska. EBC nie zamierza jednak od razu obniżyć stóp procentowych.**

Według drugiego szacunku, **tempo wzrostu PKB kwartał do kwartału** wyniosło 0,1 % w II kwartale 2023 r., co oznaczało, że gospodarka wzrosła o 0,5 % rok do roku. Dobrze poradziła sobie zwłaszcza Hiszpania, której gospodarka wzrosła o 0,5 % q/q (tj. w takim samym tempie jak w poprzednich trzech kwartałach), ale także Francja, która po wzroście o 0,1 % q/q w IV kwartale ubiegłego roku i I kwartale tego roku, w II kwartale również dodała 0,5 % q/q (a tym samym 0,9 % r/r). Niemiecka gospodarka znalazła się w stagnacji w II kwartale po dwóch poprzednich kwartałach lekkiego spadku, natomiast gospodarka włoska skurczyła się o 0,4 % po mocnym pierwszym kwartale (+0,6 % q/q).

Struktura danych pokazała, że w ujęciu kwartał do kwartału wzrostowi najbardziej pomógł wzrost zapasów (+0,43 p. p.), z kolei popyt gospodarstw domowych po raz drugi z rzędu nie wspomógł wzrostu, a wręcz zaszkodził. Największym negatywnym czynnikiem oddziałującym na wzrost w II kwartale był eksport (-0,38 p. p.).

Twarde dane opublikowane we wrześniu były słabe.

**Sprzedaż detaliczna**, po wzroście o 0,3 % q/q w pierwszym kwartale i 0,8 % q/q w drugim, **spadła o 0,3 % m/m na początku trzeciego kwartału. Roczna dynamika wzrostu osiągnęła w lipcu -1 %**. Sierpniowe dane prawdopodobnie również będą słabe, jak wynika ze wstępnych danych, sprzedaż spadła zarówno w Niemczech (-1,2 % m/m) jak i Francji (-2,8 % m/m).

**Rynek pracy pozostaje jednak silny. Stopa bezrobocia** utrzymywała się na historycznie niskim poziomie przez pierwszą połowę 2023 r.: **średnia wartość wyniosła 6,5 %**. W czerwcu i lipcu **stopa bezrobocia spadła do najniższego w historii poziomu 6,4 %**. Wśród głównych gospodarek, stopa bezrobocia jest nadal najniższa w Niemczech (od kwietnia utrzymuje się na poziomie 2,9 %), a najwyższa w Hiszpanii (gdzie w lipcu osiągnęła 11,6 %). **Ku niezadowoleniu EBC, choć jest to całkiem zrozumiałe, biorąc pod uwagę stan rynku pracy, płace nadal szybko rosną**. Indeks EBC dla wynegocjowanych wynagrodzeń, wzrósł o 4,3% rok do roku zarówno w I, jak i II kwartale, co stanowi najwyższy wzrost w historii. Nominalne koszty pracy wzrosły z kolei o 5,3 % r/r w I kwartale (i 5,5 % w usługach) oraz o 4,5 % r/r w II kwartale (4,8 % w usługach). Kwartalna stopa wzrostu nominalnych kosztów pracy wynosi około 1 %.

**Produkcja przemysłowa wzrosła o 1,8 % q/q w drugim kwartale** (po spadku o 2,3 % w pierwszym kwartale), a następnie spadła o 1,1 % na początku trzeciego kwartału. Do lipcowego spadku w największym stopniu przyczyniły się Niemcy, których przemysł stracił 1,6 % m/m na początku lata i prawie 3 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy. Tempo roczne osiągnęło -2,2 % na początku trzeciego kwartału.

**Indeks PMI** dla przemysłu sugeruje zatem, że spadki wcale się jeszcze nie skończyły. PMI wyniósł średnio 43,2 punktu w trzecim kwartale (w porównaniu do 44,7 punktu w drugim kwartale lub 48,2 punktu w pierwszym kwartale). Wrześniowy odczyt na poziomie 43,4 punktu był taki sam jak w czerwcu i nieznacznie niższy od trzyletniego minimum z lipca. Głównym sprawcą tego osłabienia jest niski poziom zamówień, zarówno krajowych, jak i eksportowych.

Kolejne nieznaczne pogorszenie odnotowano również pod koniec trzeciego kwartału dla **indeksu IFO**, który odzwierciedla warunki w największej gospodarce strefy euro. Po inwazji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. oczekiwania mierzone tym indeksem załamały się i zaczęły spadać; następnie spadały przez większą część ubiegłego roku, osiągając najniższy w historii poziom 76,5 punktu w październiku. Zmianom tym towarzyszyło jednak bardzo stopniowe pogarszanie się oceny bieżącej sytuacji: firmy były po prostu pesymistycznie nastawione do przyszłości, nawet jeśli obecna sytuacja nie była aż tak zła. Od listopada ubiegłego roku indeks w komponencie oczekiwań zaczął się systematycznie poprawiać, osiągając 92,2 punktu

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

w kwietniu tego roku, czyli zaledwie 6 punktów poniżej wartości sprzed inwazji z lutego 2022 roku. Od maja tego roku obserwujemy jednak powrót pesymizmu - subindeks oczekiwań spadał nieprzerwanie od kwietnia do poziomu nieco poniżej 83 punktów we wrześniu, który był najniższy od listopada 2022 roku. Jednak w przeciwieństwie do ubiegłego roku, ocena bieżącej sytuacji w ostatnich miesiącach podąża tym razem za trendem subindeksu oczekiwań: we **wrześniu wskaźnik oceniający bieżącą sytuację osiągnął najniższą wartość (88,7 punktu) od sierpnia 2020 roku.**

**Nawet w sektorze usług wskaźnik PMI uległ w tym roku znacznemu pogorszeniu.** Po odczycie na poziomie 56,2 punktu w kwietniu tego roku, wskaźnik PMI dla usług znalazł się na najwyższym poziomie od kwietnia 2022 roku, a w **kolejnych miesiącach już tylko spadał.** We **wrześniu**, według wstępnych danych, **indeks nieznacznie poprawił się** w porównaniu z sierpniem (47,9 pkt) do 48,4 pkt, ale nadal pozostaje w trendzie spadkowym. Pogłębiła się słabość zamówień: jeśli wyłączymy okres pandemii, w którym wiele zakładów musiało zostać zamkniętych, spadek nowych zamówień, który obserwujemy obecnie w PMI, jest najwyższy od maja 2013 roku. Spadek nowych zamówień eksportowych jest jeszcze bardziej gwałtowny.

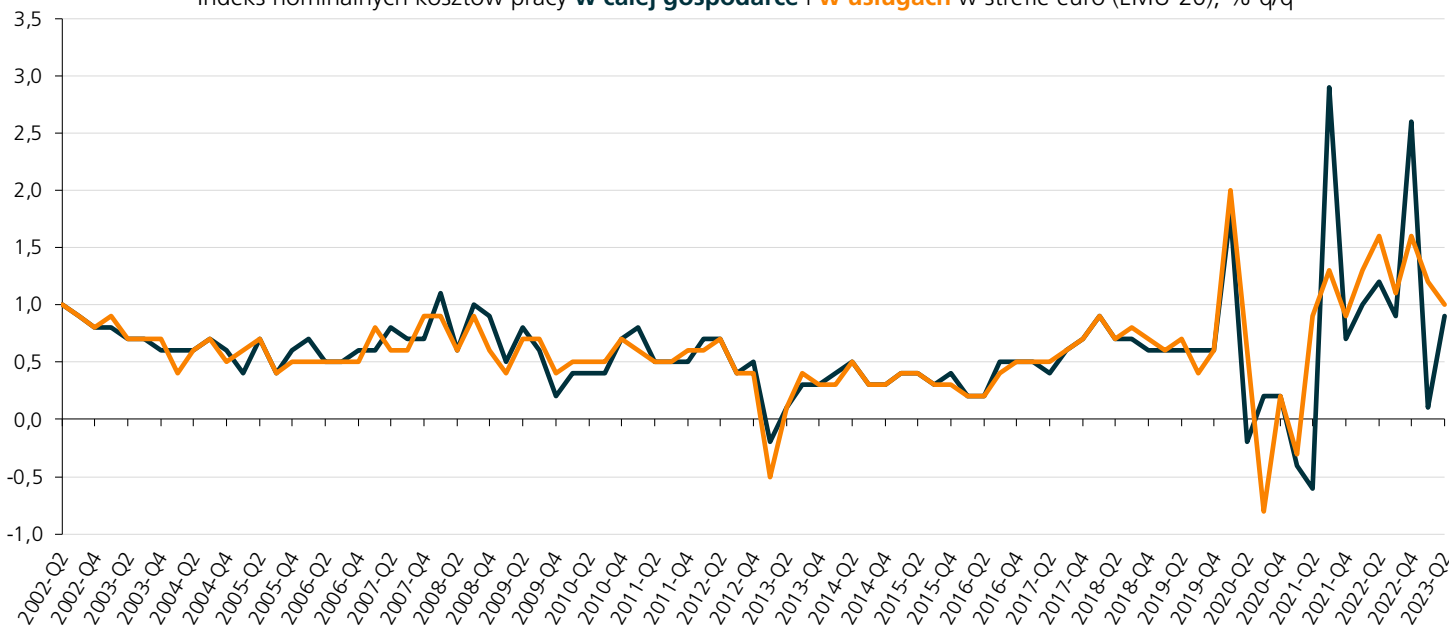
To osłabienie wskazywane przez firmy zostało „w końcu” zauważone przez gospodarstwa domowe. W rzeczywistości zaufanie gospodarstw domowych poprawiało się praktycznie nieprzerwanie od września ubiegłego roku. Od historycznego minimum osiągniętego we wrześniu 2022 r. (-28,7 pkt.), **wskaźnik ten stale rósł do -15,1 pkt. w lipcu tego roku**, choć w tym czasie wskaźniki wyprzedzające (PMI) już od kilku miesięcy wskazywały na spowolnienie. Co prawda poziom -15 punktów był nadal niski z perspektywy historycznej (długoterminowa średnia wynosi -10 punktów), ale był i tak wyższy niż ten odnotowany podczas kryzysu finansowego z lat 2008–2009 czy kryzysu zadłużeniowego z lat 2011–2013 (kiedy zaufanie gospodarstw domowych wynosiło około -20 do -22 punktów) i tylko około 5 punktów poniżej poziomu sprzed inwazji z lutego 2022 roku. **W sierpniu, a następnie we wrześniu nastąpił jednak spadek: zaufanie gospodarstw domowych spadło do -17,8 punktu na koniec III kwartału.** Biorąc pod uwagę to, co wskazuje PMI, spodziewamy się, że wskaźnik ten (który jest raczej spojrzeniem wstecz niż do przodu) również ulegnie pogorszeniu w nadchodzących miesiącach.

**Inflacja we wrześniu była zaskakująco niska.** Inflacja bazowa osiągnęła we wrześniu wyjątkowo niski poziom 0,2 % m/m (średnia sprzed pandemii w latach 2008–2019 to 0,5 % m/m). Tym samym w ciągu ostatnich trzech miesięcy wyrównana sezonowo inflacja bazowa wyniosła +0,7 %, co jest najwolniejszym kwartalnym tempem od listopada 2021 r. Roczna stopa inflacji zasadniczej i bazowej wyniosła we wrześniu 4,3 %.

**We wrześniu EBC podniósł stopy o kolejne 0,25 p. p. do najwyższego poziomu w historii** (tj. stopę depozytową do 4 %). Chociaż komunikat prasowy był gołębi („dotychczasowe podwyżki stóp miały istotny wpływ na inflację”), Lagarde dodała, że EBC „nie może powiedzieć, że stopy są już na szczycie”, ponieważ rynek pracy jest nadal zbyt silny („jeśli spojrzę na moje liczby, mamy wzrost płac +5,5 %, wzrost uczestnictwa +0,2 % i najniższe bezrobocie w historii”). Kilka dni później trzech bankierów centralnych stwierdziło, że jeśli wzrost płac utrzyma się, a inflacja będzie trwała, nie wykluczają oni kolejnej podwyżki stóp procentowych w grudniu.

## Nominalny wskaźnik kosztów pracy nadal rośnie w szybkim tempie

Indeks nominalnych kosztów pracy w całej gospodarce i w usługach w strefie euro (EMU-20), % q/q



Źródło: ECB (dostępne TUTAJ)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Dotychczasowe dane wskazują na miękkie lądowanie gospodarki: rynek pracy spowolnił, ale nie na tyle, by spowodować bezrobocie, konsumpcja gospodarstw domowych i przemysłu nieznacznie rośnie.**

**Wzrost w amerykańskiej gospodarce ponownie pozostał dodatni w drugim kwartale**, a annualizowana stopa wzrostu kwartał do kwartału osiągnęła **2,1 %** zarówno według drugiego, jak i trzeciego szacunku (które były o 0,3 punktu procentowego niższe niż pierwszy szacunek). Chociaż trzeci szacunek nie wykazał zmian w ogólnej stopie wzrostu w porównaniu z drugim szacunkiem, struktura uległa zmianie w kierunku przeciwnym do inflacji. O ile w drugim szacunku wkład popytu gospodarstw domowych wyniósł 1,1 p. p., to według trzeciego szacunku było to już tylko 0,55 pp. Z kolei wkład inwestycji brutto w środki trwałe wzrósł (z 0,6 p. p. do 0,9 p. p.), podobnie jak wkład eksportu netto (z -0,2 p. p. do 0 p. p.).

Miesięczne dane opublikowane we wrześniu 2023 r. były dobre.

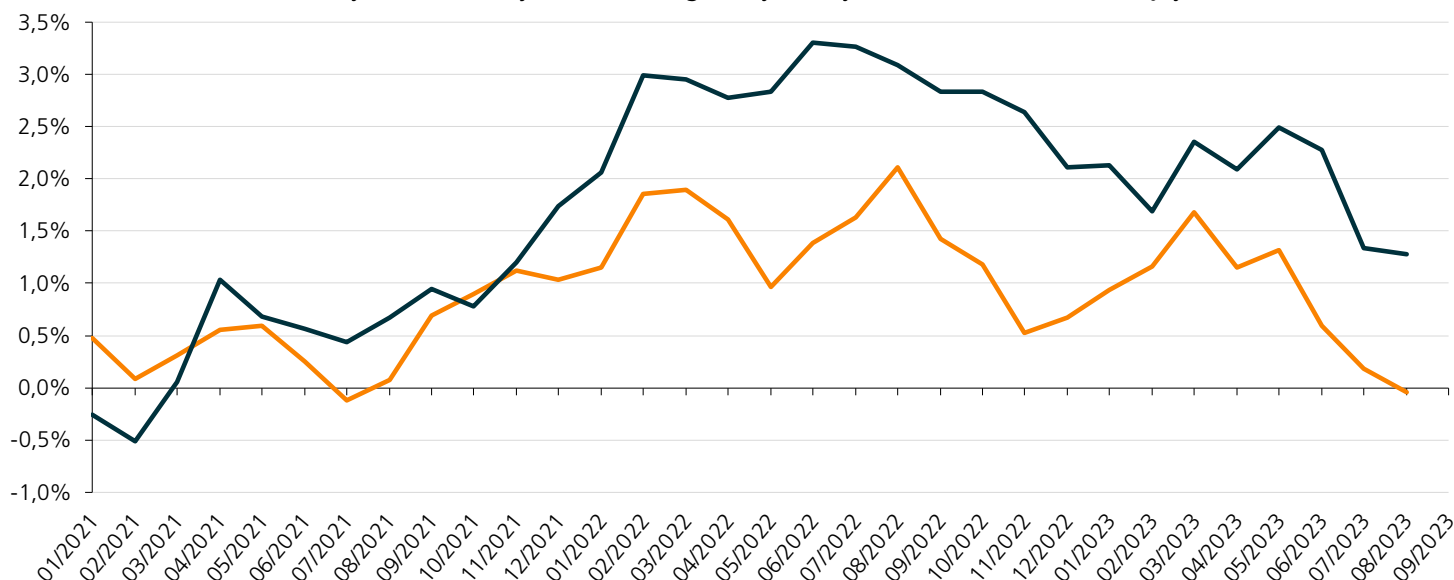
**Realna sprzedaż detaliczna**, po wzroście w pierwszym i drugim kwartale (odpowiednio +0,3 % i 0,6 %), utrzymała dodatnie tempo wzrostu na początku trzeciego kwartału, odnotowując jedynie niewielki spadek (o 0,1 % m/m) w sierpniu po wzroście o 0,3 % m/m w lipcu. Tempo wzrostu rok do roku jest nieznacznie ujemne (-1,2 %), ale jak widać w tegorocznej dynamice kwartalnej, jest to głównie odzwierciedlenie słabości (zwłaszcza) IV kwartału 2022 r., kiedy sprzedaż spadła o 1,8 % q/q.

W dalszym ciągu zasługą dobrych wyników w tym roku jest rynek pracy, który nadal jest najsilniejszy od 50 lat, choć jego ochłodzenie można już dostrzec w danych liczbowych. W **sierpniu stopa bezrobocia** wzrosła zauważalnie w porównaniu z lipcem (z 3,5 % do **3,8 %**), ale było to niemal całkowicie spowodowane wzrostem stopy aktywności zawodowej do najwyższego poziomu po pandemii, tj. 62,8 % (z 62,6 % w lipcu); taka stopa aktywności zawodowej jest już tylko o 0,1 punktu procentowego poniżej średniej sprzed pandemii z lat 2013–2019. Oczywiście inne monitorowane stopy bezrobocia również nieznacznie wzrosły w sierpniu - **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 lipcu i **7,1 % w sierpniu**.

Trwa również tworzenie miejsc pracy, choć spowolnienie jest zauważalne - **w ostatnich 3 miesiącach do sierpnia** gospodarka tworzyła średnio **140 tys. miejsc pracy miesięcznie**, co jest wynikiem znacznie poniżej średniej z drugiej połowy ubiegłego roku (317 tys. miesięcznie) i pierwszej połowy tego roku (204 tys.). Jest to również poziom poniżej standardowego tempa z lat 2011–2019, kiedy to średnia tego wskaźnika wynosiła 190 tys. miesięcznie. Według badania JOLTS, **wskaźnik wolnych miejsc pracy ponownie spadł** w sierpniu, osiągając (po korekcie sezonowej) 5,3 %. Chociaż jest to zauważalnie niższy poziom niż lokalny szczyt po pandemii (7,4 % w marcu 2022 r.), to wciąż o 1,5 p. p. powyżej 20-letniej średniej sprzed pandemii. Stopa dobrowolnych zwolnień również spadła (do 2,4 %), ale nadal jest wyższa niż średnia historyczna, zaś stopa przymusowych zwolnień pozostała niezmienną (na poziomie 1 %, jedną trzecią poniżej średniej historycznej). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska, a nawet spada: ze średniej 255 tys. w czerwcu, osiągnęła 211 tys. we wrześniu. Są one z perspektywy historycznej bardzo dalekie od typowych poziomów recesyjnych (> 450 tys.). Podsumowując, chociaż tempo tworzenia miejsc pracy spowolniło, tempo likwidacji miejsc pracy jest nadal minimalne i nie wskazuje na recesję.

### Inflacja w usługach rynkowych spowolniła zaskakująco szybko.

Amerykańska inflacja PCE w usługach rynkowych za ostatnie 3 i 6 miesięcy



Źródło: bea.gov (dostępne TUTAJ)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

Wzrost płac pozostaje stosunkowo szybki. Według danych [Atlanta Fed](#) (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS), wzrost płac osiągnął **5,3 % r/r w sierpniu 2023 r.** (wobec 6,7 % w sierpniu 2022 r.); według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), kwartalna stopa wzrostu wyniosła 1,1 % w ciągu trzech miesięcy do sierpnia (lub 2,1 % w ujęciu półrocznym), co oznacza, że kwartalne tempo jest takie samo jak w III lub IV kwartale 2022 r. Tempo roczne, według CES, wyniosło natomiast 4,3 %.

**Zamówienia na dobra trwałe** były w sierpniu zasadniczo płaskie (+0,2 % m/m) po spadku o 5,6 % m/m w lipcu, ale spodziewano się tego po prawie 8 % wzroście w 2Q23 dla tej niestabilnej kategorii, która obejmuje również samoloty i broń. Lepszym wskaźnikiem są zamówienia z wyłączeniem tych niestabilnych kategorii: ich tempo wzrostu kwartał do kwartału wyniosło +0,8 % w 2Q23 i 0,5 % m/m w pierwszych dwóch miesiącach trzeciego kwartału. W ujęciu rok do roku zamówienia te są wyższe o 0,3 %. **Realna produkcja przemysłowa**, po słabym drugim kwartale (-0,3 % q/q), **dobrze rozpoczęła trzeci kwartał:** dzięki wzrostowi o 0,7 % w lipcu i 0,4 % w sierpniu, jest **o 1,1 % wyższa niż na koniec drugiego kwartału**

**Inflacja bazowa PCE spowolniła w sierpniu do 0,1 % m/m**, najniższego poziomu od listopada 2020 roku. Spowolnienie to nastąpiło po dwóch wcześniejszych miesiącach wzrostu o 0,2 %. Inną dobrą wiadomością dla Fed jest dalsze spowolnienie tempa **wzrostu cen usług rynkowych**. Chociaż usługi rynkowe wzrosły o 1,7 % q/q w pierwszym kwartale i o 0,6 % q/q w drugim kwartale, to w ciągu trzech miesięcy do sierpnia tempo było już nawet ujemne (-0,1 %). Taki obrót spraw jest dość zaskakujący w świetle siły rynku pracy, ale czy będzie to zjawisko trwałe, dopiero się okaże.

Amerykańska Rezerwa Federalna pozostawiła stopy procentowe bez zmian we wrześniu (w przedziale 5,25–5,5 %), ale dokonała dwóch zmian w swojej nowej prognozie. Po pierwsze, przesunęła w górę (do przedziału 5,5–5,75 %) szczytowy poziom stóp w tym roku (a zatem w tym cyklu). Po drugie, okres, w którym stopy pozostaną wysokie, został ponownie wydłużony. W czerwcowej prognozie poszczególni członkowie Fed uważali, że stopy procentowe w 2024 r. wyniosą 4,6 % (wobec 4,3 % w prognozie marcowej), natomiast we wrześniu mediana ich oczekiwań wynosiła już 5,1 %. Innymi słowy, Fed mówi nam, że ten cykl nie będzie przebiegał w stylu szybko w górę, szybko w dół, ale że stopy procentowe, jeśli w ogóle są już na szczycie, pozostaną tam przez długi czas.

## CEE3

## POLSKA

**Bank centralny zaskoczył dużą obniżką stóp procentowych, prawdopodobnie motywowaną politycznie.**

**Polska gospodarka skurczyła się w II kwartale o 2,2 % kwartał do kwartału po korekcie sezonowej.** Tempo spadku rok do roku wyniosło 0,6 %. W ujęciu kwartał do kwartału wzrósł zarówno popyt gospodarstw domowych (+0,6 % q/q), jak i inwestycje w środki trwałe (+ 2 % q/q), spadły natomiast zapasy (podobnie jak w poprzednim kwartale). Może to być korzystne w przyszłości, biorąc pod uwagę, że popyt gospodarstw domowych wzrósł drugi kwartał z rzędu, a jeśli popyt ten jest zaspokajany z zapasów, konieczne będzie uzupełnienie tych zapasów w pewnym momencie.

Miesięczne dane opublikowane we wrześniu były mocne.

**Produkcja przemysłowa**, po spadku o 1,1 % miesiąc do miesiąca na początku trzeciego kwartału, **wzrosła w sierpniu o 0,6 %** (tj. o -1,8 % rok do roku). W pierwszych ośmiu miesiącach tego roku produkcja jest o niecałe dwa procent niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Do spadku rok do roku w największym stopniu przyczyniła się produkcja dóbr trwałego użytku dla gospodarstw domowych (-6,4 %) i energii (-4,4 %), wzrosła natomiast produkcja dóbr kapitałowych (+10,5 %).

Indeks **PMI** pod względem jakościowym podążał za tą zmianą - po średniej 46,2 punktu w drugim kwartale, pogorszył się jeszcze bardziej w trzecim kwartale, a jego średnia wartość osiągnęła 43,5 punktu. Najsłabsze wyniki w trzecim kwartale odnotowano w sierpniu, kiedy to wskaźnik PMI, ze względu na wszystkie komponenty, ale zwłaszcza komponent nowych zamówień (który spadł najbardziej od października 2022 r.), spadł do najniższego poziomu (43,1 punktu) od października ubiegłego roku. Chociaż **wrześniowa wartość nadal pozostawała znacznie poniżej 50** (43,9), wszystkie kluczowe komponenty (produkcja, nowe zamówienia, zapasy) **poprawiły się** w porównaniu z sierpniowym minimum lokalnym. Subindeks odwzorowujący perspektywy dla przedsiębiorstw w ciągu najbliższych 12 miesięcy poprawił się nawet do jednej z najlepszych wartości od czasu inwazji Rosji na Ukrainę.

**Rzeczywista sprzedaż detaliczna ponownie silnie wzrosła w sierpniu. Po wzroście o 1,3 % m/m w lipcu, w sierpniu rosła w dokładnie takim samym tempie.** Nadal jest jednak o 2,7 % niższa niż rok temu i o 4,2 % niższa w ciągu pierwszych 8 miesięcy tego roku w porównaniu z tym samym okresem rok wcześniej. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska, jej średnia z drugiego kwartału (5 %) dorównała historycznemu minimum z października 2019 r. (5 %). Chociaż w trzecim kwartale nieznacznie wzrosła, jej lipcowe i sierpniowe wartości wyrównane sezonowo (5,1 %) są nadal jednymi z najniższych w historii. Nic więc dziwnego, że płace nadal rosną, a **nominalny wzrost płac osiągnął w sierpniu prawie 12 % r/r.**

Dynamika inflacji znacznie spowolniła w ciągu ostatnich 4 miesięcy. O ile **w pierwszych czterech miesiącach tego roku inflacja bazowa wzrosła o 4,7 %**, to **w kolejnych czterech miesiącach do sierpnia wzrosła już tylko o 1,2 %**. Jest to sytuacja podobna do tej, którą obserwowaliśmy w Czechach czy na Węgrzech. Według wstępnych danych, **inflacja zasadnicza spadła we wrześniu o 0,4 % m/m (do 8,2 % r/r)**, głównie dzięki znacznemu spowolnieniu cen paliw (3,1 % m/m) i dalszemu spadkowi cen żywności (-0,4 % m/m).

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

**We wrześniu bank centralny zaskoczył rynki nieoczekiwanie dużą obniżką stóp procentowych o 75 punktów bazowych.** Bank centralny złamał swoją pierwotną obietnicę, że zacznie rozważać obniżkę stóp dopiero wtedy, gdy inflacja spadnie poniżej 10 %, ale uzasadnił to słabą gospodarką, zwłaszcza spadkiem PKB w II kwartale 23 r. i spadkiem popytu gospodarstw domowych. Argument pierwszy jest istotny, ale jest to spojrzenie w lusterko wsteczne, które nie jest straszne: gospodarka jest tylko o 0,6 % mniejsza rok do roku, a fakt, że skurczyła się o 2,2 % q/q w II kwartale nie jest alarmujący, ponieważ wzrosła o 1,6 % q/q w I kwartale. Drugi argument, słabość popytu gospodarstw domowych, nie znajduje naszym zdaniem poparcia w ewolucji realnej sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach. Za powód tak dużej obniżki stóp uważamy raczej zbliżające się wybory.

## ROPA

Ropa naftowa na krótko zbliżyła się do poziomu 70 USD w sierpniu, ale wpływ decyzji Arabii Saudyjskiej o przedłużeniu okresu zmniejszonej produkcji (o milion baryłek) co najmniej do końca września oraz zawartego pod koniec miesiąca porozumienia między OPEC a Rosją w sprawie ograniczenia produkcji spowodował wzrost cen do 85 USD za baryłkę. Następnie trend ten był kontynuowany we wrześniu, osiągając nawet chwilami poziom powyżej 90 USD za baryłkę, ze względu na fakt, że cięcia produkcji OPEC i Rosji zostały przedłużone co najmniej do końca roku na skutek katastrofalnych powodzi w Libii.

## RYNKI AKCJI

Wrzesień był dla rynków akcji miesiącem konsolidacji. Wzrost wymaganych rentowności obligacji skarbowych i ciągłe zapewnienia głównych banków centralnych na świecie o potrzebie utrzymania stóp procentowych na wyższym poziomie przez dłuższy czas doprowadziły do spadków na giełdach. Nastąpiło więc częściowe zamknięcie tegorocznych zysków (YTD indeks S&P +11,7 %, DJ STOXX 600 +6 %) i dostosowanie do wyższych stóp procentowych. Obraz makro, pomimo opublikowanych mieszanych danych, wskazywał na słabsze gospodarki, ale nie był dramatycznie negatywny, a większość zaawansowanych gospodarek radziła sobie z wysokimi stopami procentowymi lepiej niż oczekiwano. Paradoks polega na tym, że za tegorocznymi wysokimi wynikami amerykańskiego indeksu S&P 500 stoi tylko siedem największych spółek, tak zwana „magiczna siódemka”, czyli Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla. Amerykański indeks S&P 500 stracił 4,9 % miesiąc do miesiąca, a DJ STOXX 600 -1,7 %.

Był to również słaby miesiąc dla niektórych rynków Europy Środkowej. Najbardziej płynny polski rynek (indeks WIG30 -5,5 %) odnotował straty, reagując na niektóre negatywne działania populistyczne obecnego rządu ( obniżenie cen benzyny - PKN Orlen, wakacje kredytowe - banki) przed zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi. Nie pomogła również zaskakująco ostra obniżka podstawowej stopy procentowej przez polski bank centralny. Doprowadziło to do deprecjacji nie tylko polskiego złotego, ale także innych lokalnych walut. W związku z tym największe straty poniosły polskie przedsiębiorstwa użyteczności publicznej (niepewność co do zatwierdzenia podziału „brudnych” aktywów - przed

## INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

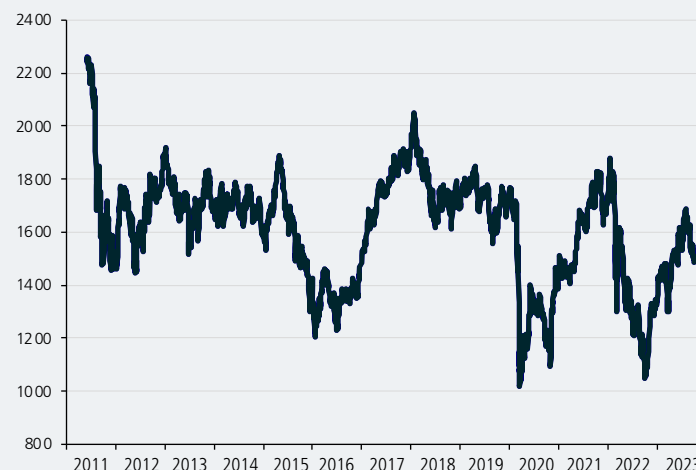
## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCJI

wyborami) oraz sieć detaliczna PEPCO (odejście prezesa, obniżenie prognoz ekonomicznych). Z kolei rynek rumuński nadal radził sobie dobrze (indeks BET +8,2 %), absorbując wysoką dywidendę wypłaconą przez Fondul Proprietatea z IPO spółki Hidroelectrica. Niskie wskaźniki wartości przy dobrym ładzie korporacyjnym również przyczyniły się do napływu nowego kapitału na lokalny rynek. Inne rynki na Węgrzech i w Czechach osiągnęły wyniki zbliżone do zera.

Akcje rynków wschodzących nie wyłamały się z wrześniowego nastroju, a indeks MSCI Emerging Markets USD spadł o 2,8 %. Inwestorzy poszukiwali bezpieczniejszych aktywów, a większość głównych rynków odnotowała straty. Chińskie akcje nadal radzą sobie słabo (indeks CSI 300 -2 %, Hong-Kong -3,1 %), pomimo faktu, że tamtejszy rząd stopniowo wprowadza różne środki mające na celu wsparcie gospodarki. Ponadto, bardzo ważny sektor nieruchomości nadal przeżywa kłopoty, a zaufanie do gospodarki jest dalekie od poziomu sprzed zimnej wojny. Rynki w Korei i na Tajwanie również straciły na wartości, a akcje indyjskie jako jedne z nielicznych zakończyły sesję na plusie (+1,5 %). Akcje w Ameryce Łacińskiej również nie zachwyciły (MSCI Latin America -2,5 %), mimo że brazylijski bank centralny ponownie obniżył stopy procentowe, a gospodarka radzi sobie lepiej niż oczekiwano. Swój udział miał także spadek cen surowców. Dużym pozytywem pozostaje spadający lub niski poziom inflacji w większości gospodarek wschodzących.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku uczestnicy rynku w końcu zaczęli we wrześniu nieco poważniej traktować słowa banków centralnych, że szybka obniżka stóp nie wchodzi w grę i że stopy pozostaną na wysokim poziomie przez długi czas. Krzywe zarówno w strefie euro, jak i zwłaszcza w Ameryce zaczęły gwałtownie rosnąć i zwiększać swoje nachylenie: rentowności wzrosły o około 20 punktów bazowych na krótkim końcu (do 3,2 % w strefie euro, ponad 5 % w USA) oraz o 30 i 40 punktów na długim końcu (odpowiednio do 2,8 % i 4,6 %).

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. total return index (TRI) na koniec września dla denominowanych w EUR obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym i inwestycyjnym nieznacznie wzrósł w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca (odpowiednio o 0,2 % i 0,4 %). W przypadku instrumentów denominowanych w dolarach ruchy były większe i w przeciwnym kierunku: instrumenty o ratingu inwestycyjnym spadły we wrześniu drugi miesiąc z rzędu (o 1,2 % w sierpniu i 3,4 % we wrześniu), zaś instrumenty o ratingu spekulacyjnym spadły o 1,2 % po wzroście o 0,2 % w sierpniu. Premie kredytowe znacznie spadły w 4Q22 (o prawie 70 % dla spekulacyjnych i 40 % dla inwestycyjnych), a ich spadek utrzymywał się w pierwszych siedmiu miesiącach tego roku (odpowiednio o 20 % i 25 %). Ostatecznie trend ten uległ odwróceniu, gdy późnym latem rynek zaczął nieco słuchać banków centralnych i w rezultacie ponownie zweryfikował swoje prognozy dotyczące szybkiego spadku stóp procentowych: w sierpniu i wrześniu premie od obligacji o ratingu spekulacyjnym wzrosły o ponad 12 %, a od obligacji o ratingu inwestycyjnym o ponad 17 %.

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

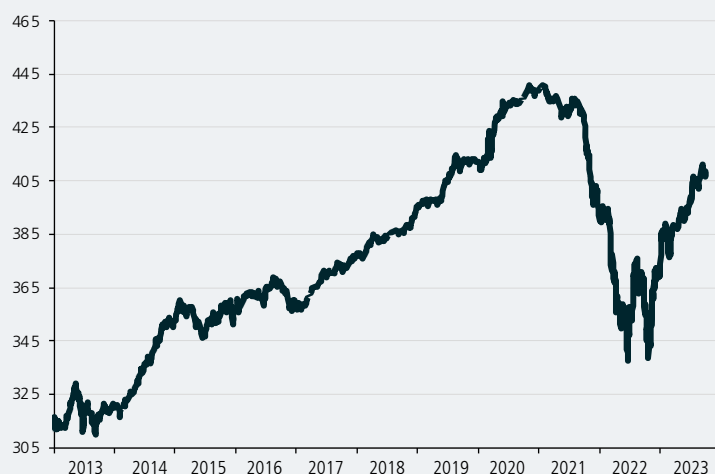
**Czeska krzywa dochodowości również wzrosła we wrześniu, ale pozostała ujemnie nachylona.** Na krótkim (dwuletnim) końcu rentowności wzrosły o pół punktu procentowego do 6 %, natomiast na dziesięcioletnim o około 40 punktów bazowych do 4,9 %. Głównym czynnikiem była sytuacja za granicą. Krajowa polityka pieniężna (spekulacje o braku obniżek stóp w tym roku) i inflacja (spowolnienie dynamiki miesiąc do miesiąca) nie odegrały większej roli.

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

**Kształtowanie się polskiej krzywej było inne niż w strefie euro czy w Czechach:** dwuletnie rentowności, po niewielkim spadku w sierpniu (ok. 5 p. b.), spadły mocniej we wrześniu (o 30 p. b. do 5 %) w wyniku zaskakująco dużej obniżki stóp procentowych przez NBP. Podobnie było na długim końcu: spadek o ok. 30 p. b. do 5,9 %.

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ceny ukraińskich obligacji skarbowych skorygowały zyski z poprzednich miesięcy i spadły do poziomów obserwowanych w połowie lipca. Rosnące wymagane rentowności na globalnych rynkach rozwiniętych i początkowa nerwowość w polityce zagranicznej USA doprowadziły do spadku cen poniżej 30 % wartości nominalnej. Główną przyczyną było przesunięcie limitu zadłużenia w Ameryce, które zostało zażegnane dzięki porozumieniu, które doprowadziło do tymczasowego ograniczenia finansowania Ukrainy przez USA.

## WALUTY

**Kurs dolara wobec euro** we wrześniu utrzymał swój trend umocnienia z sierpnia. Wprawdzie w sierpniu nastąpiła jedynie niewielka aprecjacja (dolar z poziomu 1,10 na początku miesiąca umocnił się do 1,08 na koniec sierpnia), jednak we wrześniu umocnienie było nieco bardziej intensywne, a dolar zszedł poniżej poziomu 1,05 na koniec września. Fakt, że rynki uwierzyły, że amerykański bank centralny rzeczywiście nie obniży stóp od razu, a następnie wzrost 10-letnich stóp procentowych były głównymi przyczynami powrotu dolara do najsilniejszych poziomów od listopada ubiegłego roku.

**Waluty środkowoeuropejskie osłabiły się we wrześniu z powodu obniżki stóp procentowych przez Narodowy Polski Bank.** Po zaskakująco dużej obniżce stóp, **polski złoty** osłabił się o 4,5 % do 4,65 w pierwszej połowie września, a następnie oscylował wokół 4,62 przez resztę miesiąca. **Czeska korona** traciła na wartości od początku września, po decyzji NBP osiągnęła poziom 24,60. Następnie nieznacznie się umocniła, ale do końca miesiąca oscylowała wokół poziomu 24,40. **Węgierski forint** wprawdzie również osłabił się w reakcji na obniżkę stóp w Polsce (z 380 do 390), ale jako jedyny szybko powrócił do wartości z początku miesiąca. Po kolejnej obniżce stóp na Węgrzech osłabił się tylko nieznacznie i zakończył miesiąc w okolicach 385 forintów za euro.

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Z jednej strony, nadal istnieje znaczna nierównowaga wewnętrzna (budżetowa) i zewnętrzna, która powinna prowadzić do tego, że inwestorzy będą karać czeski rząd, a tym samym zapobiegać spadkowi rentowności. Rosnące stopy procentowe za granicą działają w podobnym kierunku. Ponieważ rynek uwierzył, że banki centralne poważnie podchodzą do swoich słów o „wysokich stopach procentowych na dłużej”, naturalnie powoduje to wzrost rentowności w innych krajach, nie wyłączając Czech. Co więcej, zmniejszająca się różnica w stopach procentowych powinna sama w sobie przeciwdziałać słabości korony, a tym samym przeciwko spadkowi czeskich stóp procentowych.

Z drugiej strony, w ostatnich miesiącach doszło do znacznego spowolnienia dynamiki inflacji w komponencie bazowym, co zwiększa oczekiwania na rychłą obniżkę stóp CNB. Jednak naszym zdaniem, biorąc pod uwagę tempo wzrostu płac i siłę rynku pracy, spowolnienie to jest niewystarczające, aby inflacja trwale powróciła do celu 2 %. Naszym zdaniem oczekiwania co do spadku stóp są nadal zbyt optymistyczne i uważamy, że czeskie rentowności nadal mają przestrzeń do dalszego wzrostu (zwłaszcza jeśli wzrost rentowności w USA będzie kontynuowany), nawet po wrześniowym wzroście, który doprowadził czeskie 10-letnie rentowności powyżej 4,50 %.

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Niespodziewana obniżka stóp w Polsce obniżyła rentowności. Jednak naszym zdaniem problem inflacji w Polsce nie został rozwiązany (najniższe bezrobocie w historii, dwucyfrowy wzrost płac, luźna polityka fiskalna), a poluzowanie stóp było przedwczesne. Wraz z ponownym przyspieszeniem inflacji i wzrostem rentowności za granicą, nawet rentowności obligacji w Polsce ostatecznie nie unikną presji wzrostowej.

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Dostosowanie ukraińskiej gospodarki, stopniowe łagodzenie ograniczeń monetarnych i warunków polityki pieniężnej (obniżka stóp o 300 punktów bazowych w odpowiedzi na spadek inflacji), wraz ze wzrostem rezerw walutowych banku centralnego, powoli postępującą ofensywą wojskową i ciągłym wsparciem zagranicznym - wszystko to, naszym zdaniem, otwiera przestrzeń do dalszego wzrostu cen ukraińskich obligacji skarbowych.

Ataki raketowe 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. Ożywienie gospodarcze będzie jednak kwestią wielu lat, a raczej dziesięcioleci. Chociaż stopniowo wdrażana kontrofensywa ukraińskiej armii przebiega w wolniejszym tempie niż stosunkowo optymistyczne oczekiwania, pojawiają się pierwsze sukcesy i przełamywanie rosyjskich linii obronnych. Niemniej jednak Fitch Ratings spodziewa się kontynuacji konfliktu do 2024 r. i pomimo dobrze rozwiniętych fundamentów gospodarczych, przewiduje przedłużenie obecnych środków restrukturyzacyjnych dla ukraińskiego długu państwowego. Polityczne wsparcie ze strony Zachodu pozostaje na razie silne, ale w szczególności w Stanach Zjednoczonych pojawiają się głosy wzywające do zmniejszenia tego wsparcia, a debata ta z pewnością nasili się w miarę zbliżania się wyborów prezydenckich.

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

## WALUTY

Jeśli chodzi o **kurs euro do dolara**, znajdujemy się w dolnej granicy przedziału, który uważamy za fundamentalnie uzasadniony, biorąc pod uwagę oczekiwany rozwój polityki pieniężnej EBC i Fed. Chociaż możliwe jest, że kurs spadnie poniżej tej granicy, uważamy, że różnica w oczekiwanej ścieżce polityki pieniężnej Fed i EBC jest zbyt mała, aby trwale przesunąć kurs walutowy poza przedział 1,05–1,10 w ciągu najbliższego roku.

**Zasadniczo korona czeska nadal jest gotowa na deprecjację** - dysharmonia w relacjach wewnętrznych i zewnętrznych, rosnące stopy za granicą, które mogą być kontynuowane (szczególnie w przypadku EUR, możliwe jest dalsze zmniejszenie różnicy stóp procentowych między CZK a EUR poprzez wzrost stóp EBC). Spodziewamy się, że niska różnica w stopach procentowych między CNB a Fed lub EBC ostatecznie będzie miała negatywny wpływ na koronę. Spodziewamy się jednak również, że CNB będzie chciał zapobiec znacznej deprecjacji. Naszym zdaniem korona osłabi się maksymalnie do 25 CZK za EUR.

**Polski złoty** nie ma solidnych fundamentów makroekonomicznych, a ponadto bank centralny pozbywa się swojej kuli u nogi w postaci stóp procentowych, które są obecnie tylko nieznacznie powyżej stóp amerykańskich. Naszym zdaniem złoty pozostaje zatem podatny na zagrożenia i prawdopodobnie osłabi się dalej w kierunku 4,80, a nawet bliżej poziomu 5 zł za euro w przypadku zawirowań na rynkach finansowych.

**Węgierski forint** znajduje się pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i finansów publicznych), niezwykle wysokiej inflacji. Stopniowe i naszym zdaniem przedwczesne łagodzenie polityki pieniężnej na Węgrzech w ostatnich miesiącach powinno znaleźć odzwierciedlenie w osłabieniu forinta w pozostałej części tego roku i w roku przyszłym.

## RYNEK AKCJI

Obecnie mamy nieco negatywny pogląd na rynki akcji w perspektywie krótkoterminowej, spodziewając się zwiększonej zmienności w drugiej połowie roku z powodu realizacji zysków i rosnących rentowności obligacji. Ryzyka związane z wciąż wysoką inflacją, niższą siłą nabywczą gospodarstw domowych, słabszą sytuacją gospodarczą niektórych przedsiębiorstw, wysokimi stopami procentowymi, wzrostem płac, geopolityką itp. pozostają wysokie. Z czasem jednak podmioty gospodarcze dostosują się do wyższych stóp procentowych, a wiele z wyżej wymienionych ryzyk będzie powoli wycenianych w wartościach akcji.

Większość firm przestawiła się już na wysokie stopy procentowe, a dzięki zyskom były one w stanie zmniejszyć zadłużenie, kontrolując w ten sposób koszty odsetkowe. Marże zysku są zatem nadal wysokie, w czym pomaga silny rynek pracy i ciągły wzrost płac. W ujęciu wartościowym, rynki akcji notowane są na różnych poziomach, a każdy region odzwierciedla określoną premię za ryzyko. W związku z tym mamy różne oczekiwania dotyczące wyników dla różnych rynków akcji.

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. 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 ważne wartości 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, 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](http://www.conseq.pl).

## DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

[www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)