

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	1.59 %	USA (USD)	-0.28 %	USD/EUR	-2.00 %	Ropa Brent (USD)	6.06 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1.39 %	Europa (EUR)	-0.49 %	CZK/USD	2.60 %	Gaz (USD)	-16.47 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	8.43 %	Czechy (CZK)	0.45 %	CZK/EUR	0.49 %	Fotowoltaika (EUR)	-8.89 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-4.68 %	Polska (PLN)	0.45 %	PLN/EUR	-0.37 %	Złoto (USD)	-1.13 %
Czechy – PX (CZK)	2.75 %	Węgry (HUF)	0.42 %	HUF/EUR	0.06 %	Srebro (USD)	-3.81 %
Polska – WIG30 (PLN)	-2.37 %	Turcja (TRY)*	-1.00 %	TRY/EUR	0.92 %	Miedź (USD)	0.49 %
Węgry – BUX (HUF)	5.65 %	* BofA Merrill Lynch index					

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka nadal znajduje się w stagnacji, a inflacja powoli słabnie. EBC na razie utrzymuje stopy bez zmian.

Tempo wzrostu PKB strefy euro w ujęciu kwartał do kwartału według pierwszego szacunku wyniosło **0 % w IV kwartale 2023 r.**, co oznaczało, że gospodarka rozwijała się w najmniejszym możliwym dodatnim tempie (+0,1 %) w ujęciu rok do roku. Niewiele lepiej było także w pozostałej części ubiegłego roku: gospodarka wzrosła o 0,1 % q/q zarówno w pierwszym, jak i drugim kwartale, a w trzecim kwartale skurczyła się w takim samym stopniu. W czwartym kwartale (podobnie jak w poprzednich kwartałach) najlepiej wypadła Hiszpania, gdzie po trzech kwartałach solidnego wzrostu (0,5 %, 0,5 % i 0,4 %), gospodarka wzrosła o 0,6 % q/q w 4Q23 i 2 % r/r. Niestety, ważna dla nas niemiecka gospodarka skurczyła się w IV kwartale w najszybszym tempie (-0,3 % q/q) od IV kwartału 2022 r., a zatem była tylko o 0,1 % większa r/r. Francuska gospodarka znalazła się w stagnacji w ostatnim kwartale ubiegłego roku (podobnie jak w pierwszych dwóch kwartałach ubiegłego roku). Francuska gospodarka jest jedyną dużą gospodarką, dla której mamy również wstępne dane strukturalne. Konsumpcja gospodarstw domowych spadła o 0,1 % q/q, inwestycje brutto w środki trwałe o 0,7 % q/q. Pozytywny wpływ na wzrost miały zatem eksport netto i administracja rządowa (+0,3 % q/q) (i to tylko dzięki spadkowi importu o ponad 3 %).

Jednak twarde dane opublikowane w styczniu (i w poprzednich miesiącach) dały nam wskazówki dotyczące tego słabego wzrostu.

Sprzedaż detaliczna, po wzroście o 0,4 % q/q w pierwszym i drugim kwartale 2023 r., spadła o 0,9 % q/q w trzecim kwartale. **Czwarty kwartał rozpoczął się od niewielkiego wzrostu o 0,4 % m/m, ale został on w dużej mierze zniwelowany przez spadek o 0,3 % w listopadzie.** Roczna stopa spadku w listopadzie wyniosła 1,1 %. Spośród głównych gospodarek, Niemcy i Włochy (identyczne -2,4 % r/r) oraz Francja (-1,5 %) odpowiadały za większość spadku r/r; zaskakująco dobrze wypadła Hiszpania, gdzie sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie o prawie 7 % r/r.

Rynek pracy pozostaje silny. Stopa bezrobocia pozostała w listopadzie **na rekordowo niskim poziomie (6,4 %)**. Najniższa stopa bezrobocia wśród dużych krajów jest nadal w Niemczech (3,1 %), najwyższa w Hiszpanii (gdzie wynosi 11,9 %). **Ku niezadowoleniu EBC, co jest całkiem zrozumiałe, biorąc pod uwagę stan rynku pracy, płace nadal rosną dość szybko.** Indeks płac negocjowanych, który jest publikowany przez EBC, wzrósł o 4,7 % rok do roku w III kwartale, co stanowi nowe historyczne maksimum. Nominalne koszty pracy wzrosły o 5,2 % rok do roku w 1. kwartale (i 5,8 % w usługach), 5 % rok do roku w 2. kwartale (5,2 % w usługach), 5,7 % rok do roku i 5,6 % rok do roku w 3. kwartale. Wskaźniki te nie odzwierciedlają efektu bazy: kwartalny nominalny wzrost kosztów pracy wyniósł 1 % i 1,5 % dla całej gospodarki oraz 1 % i 1,4 % dla usług w ciągu ostatnich dwóch kwartałów.

Produkcja przemysłowa, po znacznym spadku (o 1,7 %) w trzecim kwartale, **nie radziła sobie dobrze również w pierwszych dwóch miesiącach czwartego kwartału:** w październiku spadła o 0,7 %, a w listopadzie o 0,3%, co oznacza, że spadała przez pięć z ostatnich sześciu miesięcy (wyjątkiem był sierpień, kiedy wzrost miesiąc do miesiąca wyniósł 0,4 %). Tempo spadku rok do roku wynosi 7 %, a w przypadku przetwórstwa przemysłowego nawet 7,6 %. Niemiecki przemysł spadł o mniej niż 5 %.

Indeks PMI (Purchasing Managers' Index) sugeruje, że spadki mogły się jeszcze nie skończyć. **Wskaźnik PMI pod koniec 2023 r. utrzymywał się na niskim poziomie:** odczyty z października, listopada i grudnia (43,1/44,2/44,4) nie sugerują, że dynamika przemysłu zmieni się na lepsze w grudniu. Miejmy nadzieję, że będziemy mogli mówić o stabilizacji i możliwej poprawie w tym roku: **styczniowy odczyt wskaźnika PMI wzrósł do najwyższego poziomu (46,6) od marca 2023 r.** Potrzeba jednak jeszcze kilku podobnych lub lepszych wyników, by stwierdzić, że europejski przemysł wychodzi na prostą.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Z kolei **indeks IFO**, który odwzorowuje warunki w największej gospodarce strefy euro, **odnotował dalsze pogorszenie na początku roku**. Indeks oczekiwań spadł w styczniu z powrotem do 83,5 punktu, w pobliże sierpniowego lokalnego minimum (82,7 punktu), ale jeszcze gorszy dla pierwszego kwartału jest fakt, że indeks oceniający obecną sytuację spadł do 87 punktów, najniższego poziomu od lata 2020 roku. Niemiecki przemysł nie jest zatem w dobrej kondycji.

W sektorze usług PMI jest wyraźnie lepszy i ustabilizowany w porównaniu z przemysłem. Po tym, jak w kwietniu 2023 r. wskaźnik PMI dla usług osiągnął najwyższy poziom od kwietnia 2022 r. (56,2 pkt.), w kolejnych miesiącach spadał do 47,9 pkt. w sierpniu. Następnie oscylował wokół tego poziomu w ciągu ostatnich czterech miesięcy, osiągając **48,8 punktu w grudniu i 48,4 punktu w styczniu**. Wskazuje to jedynie na niewielki spadek aktywności w sektorze.

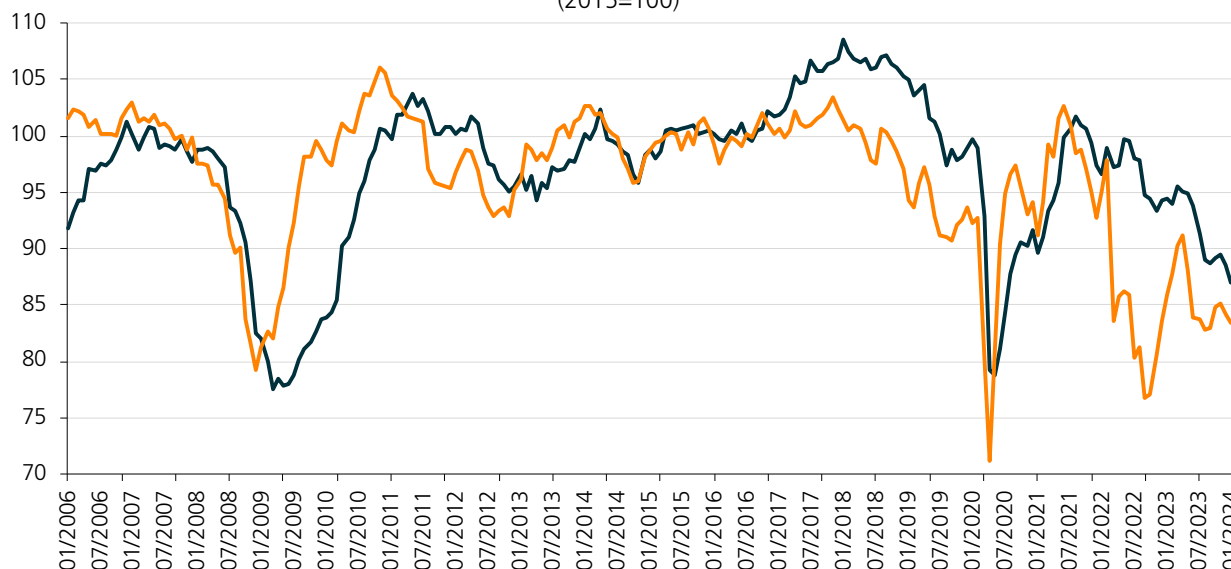
Zaufanie gospodarstw domowych również się ustabilizowało, chociaż nie doszło tu do wcześniejszego dramatycznego pogorszenia. Owszem, ciągła poprawa od historycznego minimum z września 2022 r. (-28,6 pkt.) do lipca 2023 r. (-15,3 pkt.) nie utrzymała się, ale zarówno odczyt grudniowy (-15 pkt.), jak i styczniowy (-16 pkt.) pokazują, że gospodarstwa domowe są dość spokojne. Biorąc pod uwagę opisane powyżej dane dotyczące płac i stopy bezrobocia, trudno się dziwić.

Co więcej, inflacja dalej spowalnia. Według wstępnych danych, inflacja bazowa spadła w styczniu o 0,9 % m/m i o 0,1 p. p. r/r do 3,3 %, co oznacza spowolnienie w porównaniu ze styczniem 2023 r. (5,3 %), choć nadal jest to poziom niewystarczający dla EBC. Jednak EBC nie powinien być specjalnie zaskoczony - nie tylko rynek pracy jest nadal bardzo silny, ale styczniowa inflacja w ujęciu miesiąc do miesiąca nie spadła tak bardzo, jak to miało miejsce w czasach sprzed pandemii. Średni miesięczny spadek inflacji bazowej w styczniu w latach 2008–2020 wyniósł 1,6 %.

EBC ponownie pozostawia stopy bez zmian w styczniu. Na konferencji prasowej prezes Lagarde brzmiała bardziej gołębio niż w grudniu. Powiedziała między innymi, że „proces dezinflacji działa”, że grudniowa inflacja była niższa niż oczekiwano i że presja cenowa będzie nadal słabnąć w tym roku. Dodała również, że wysoki wzrost płac w świetle niskiego wzrostu produktywności jest problemem (a nie widziała jeszcze czeskiej gospodarki, w której wzrost płac jest wyższy, a wzrost produktywności zerowy...), ale „lekkie spowolnienie wzrostu płac”, które widzieliśmy, jest dobre z „kierunkowego punktu widzenia”. Rynek zinterpretował te komentarze jako zapowiedź obniżki stóp w pierwszej połowie roku, choć Lagarde stwierdziła, że przedwczesne jest mówienie o czymś takim.

Sytuacja w niemieckim przemyśle wciąż nie jest dobra.

Indeks IFO w Niemczech, **oczekiwania** i **ocena** bieżącej sytuacji
(2015=100)



Zródło: Niemiecki Urząd Statystyczny (dostępne [TUTA!](#))

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Gospodarka amerykańska nadal rozwija się solidnie, z jedynie kosmetycznym spowolnieniem na rynku pracy. Bank centralny sprzeciwia się rynkowi, który oczekuje wcześniejszej obniżki stóp procentowych.

Gospodarka USA w czwartym kwartale rozwijała się zgodnie z pierwszym szacunkiem lepiej niż oczekiwano: roczne tempo wzrostu kwartał do kwartału było wolniejsze niż 4,9 % w 3. kwartale, ale wzrost o **3,3 %** był (z wyjątkiem wspomnianego 3. kwartału) najszybszy od końca 2021 r. Do wzrostu przyczyniły się wszystkie komponenty zagregowanego popytu: popyt gospodarstw domowych po 2,1 p. b. w trzecim kwartale, do wzrostu dodał 1,9 p.p w czwartym, inwestycje brutto 0,4 p. p. (3Q23: 1,7 p. p., ale cała różnica w stosunku do 4Q23 wynikała z zapasów), sektor rządowy 0,6 p. p. (3Q23: 1 p. p.).

Miesięczne dane opublikowane w styczniu 2024 r., które dotyczyły grudnia, sugerowały solidny wzrost w gospodarce.

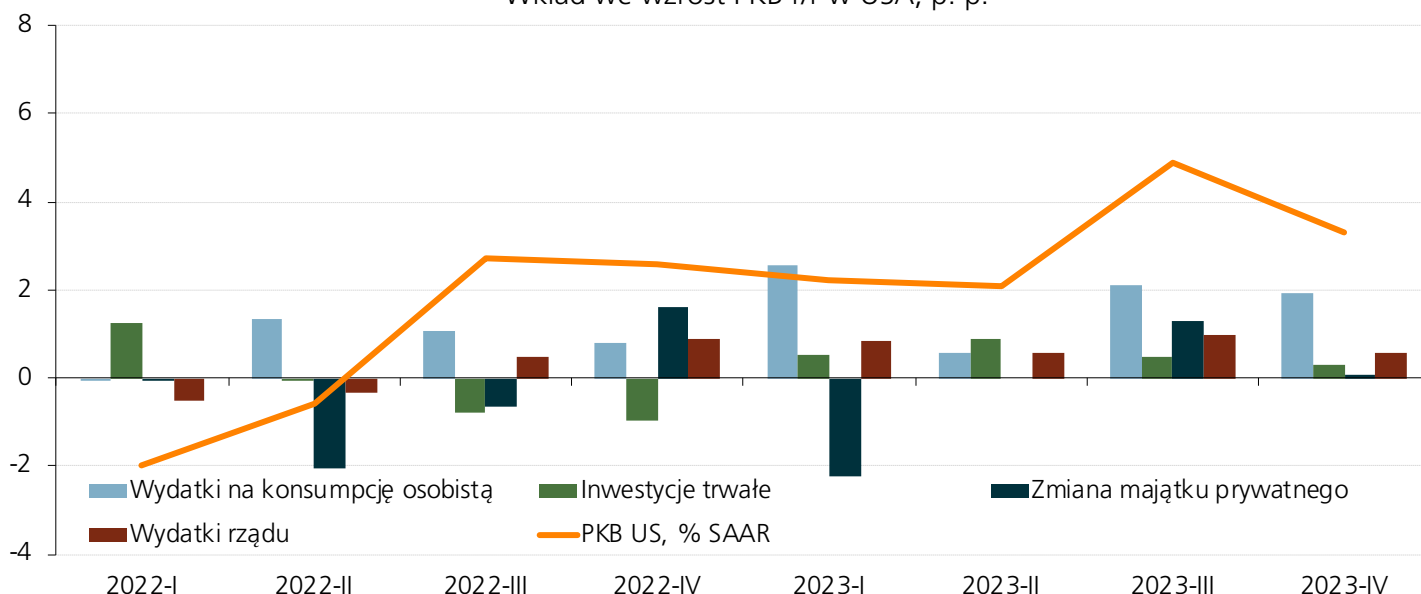
Realna sprzedaż detaliczna, po wzroście w I kwartale (+0,3 % q/q), II kwartale (+0,6 %) i III kwartale (+0,9 % q/q), **ostatecznie wzrosła w IV kwartale dzięki listopadowi (+0,3 % m/m) i grudniowi (+0,2 % m/m)**. Roczna stopa wzrostu wyniosła 2,2 %. Innymi słowy, amerykańscy konsumenci nie boją się wysokich stóp procentowych i inflacji.

Stałym czynnikiem przyczyniającym się do tego trendu sprzedaży detalicznej jest rynek pracy, który historycznie był bardzo silny, choć można zaobserwować pewne oznaki ochłodzenia.

Stopa bezrobocia, która wzrosła do 3,9 % w październiku, **spadła ponownie do 3,7 % w listopadzie i utrzymała się na tym poziomie w grudniu**. Jest to tylko niewielki wzrost w porównaniu z najniższym poziomem 3,5 % w lipcu ubiegłego roku. Ponadto stopa aktywności zawodowej zaskakująco spadła w grudniu (z 62,7 % do 62,5 %). Inne stopy bezrobocia również były niskie w grudniu - na przykład 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) spadła z 7,2 % w październiku do 7,1 % w listopadzie. Podczas gdy w poprzednich miesiącach tempo tworzenia nowych miejsc pracy spowolniło - średnia z ostatniego kwartału (115 tys. w ujęciu rocznym za okres od października do grudnia) i półrocza (134 tys. w ujęciu rocznym za drugą połowę 2023 r.) była nieco poniżej standardowego tempa z lat 2011–2019 (190 tys. w ujęciu rocznym) - to **w styczniu gospodarka stworzyła 317 tys. nowych miejsc pracy**. Tę mocną liczbę należy jednak rozpatrywać w kontekście: korekty danych BLS za okres od września 2022 r. do września 2023 r. zmniejszyły całkowitą liczbę utworzonych miejsc pracy o 2,6 mln (!). Według badania JOLTS, **wskaźnik liczby nowych miejsc pracy** spadł z 5,7 % we wrześniu do **5,3 % w październiku, gdzie utrzymał się w listopadzie**. Chociaż jest to zauważalnie niższy poziom niż lokalne maksimum po pandemii (7,4 % w marcu 2022 r.), jest on również o prawie 2 punkty procentowe wyższy od 20-letniej średniej sprzed pandemii. **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska: osiągnęła 220 tys. w listopadzie, 210 tys. w grudniu, a nawet zaledwie 202 tys. w pierwszych trzech tygodniach stycznia; wszystkie te wartości są historycznie bardzo dalekie od typowych poziomów recesyjnych (>450 tys.).

Wzrost gospodarczy w USA pozostaje bardzo silny

Wkład we wzrost PKB r/r w USA, p. p.



Źródło: BEA.gov (dostępne TUTAJ)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Wzrost płac stabilizuje się. Według danych [Atlanta FED](#) (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS), wzrost płac osiągnął **5,2 % w grudniu 2023 r.** (wobec 6,1 % w grudniu 2022 r.); według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), kwartalna stopa wzrostu wyniosła 1,1 % w ciągu trzech miesięcy do grudnia (lub 2 % półrocznie). Tempo rok do roku, według CES, wyniosło 4,1 %.

Zamówienia na dobra trwałe, po gwałtownym spadku w październiku (-5,1 % m/m), nieoczekiwanie szybko wzrosły w listopadzie o 5,5 % m/m, po czym **w grudniu pozostały w stagnacji m/m**. Jest to bardzo zmienna kategoria, więc lepszym (mniej zmiennym) wskaźnikiem apetytu inwestycyjnego firm są zamówienia z wyłączeniem samolotów i sprzętu uzbrojenia: dla nich tempo kwartał do kwartału wyniosło +0,7 % q/q w II kwartale, +0,4 % q/q w III kwartale i **dotądnie 0,2 % w IV kwartale dzięki listopadowi** (+1 % m/m) i **grudniowi** (+0,3 %). W ujęciu rok do roku zamówienia te były w grudniu wyższe o 1,9 %, zaś zamówienia ogółem (tj. obejmujące samoloty i broń) były wyższe o 4,8 %. **Realna produkcja** przemysłowa spadła w czwartym kwartale o 0,8 % po silnym trzecim kwartale, w którym wzrosła o 1 %. Tym samym w grudniu była o niecały procent wyższa w ujęciu rok do roku niż w grudniu 2022 roku.

Inflacja bazowa PCE spowolniła w IV kwartale po przyspieszeniu do 0,3 % m/m we wrześniu (najszybsze tempo od maja). Po październiku i listopadzie, kiedy to osiągnęła 0,1 % m/m, w grudniu wprawdzie nieco przyspieszyła do 0,2 %, ale i tak w ostatnich 3 miesiącach dodała zaledwie 0,4 %, co już jest dynamiką na poziomie celu FED. Gorszą wiadomością dla FED jest jednak to, że po spowolnieniu w poprzednich miesiącach, **obserwujemy ponowne przyspieszenie tempa wzrostu usług rynkowych**: w ciągu trzech miesięcy do grudnia tempo wzrostu wyniosło 1 % (wobec 0,7 % w ciągu trzech miesięcy do sierpnia). Wynika to głównie ze wzrostu cen w sektorach hotelarstwa i usług noclegowych (+1,2 %), opieki zdrowotnej (+1,4 %) i transportu (+2,4 %).

Amerykańska Rezerwa FEDeralna pozostawiła stopy procentowe bez zmian (w przedziale 5,25 %–5,5 %) na ostatnim posiedzeniu w styczniu. Najważniejszym przesłaniem z konferencji prasowej było to, że dalsze podwyżki stóp są mało prawdopodobne, ale nie jest prawdopodobne, aby stopy spadły z 23-letniego maksimum w najbliższym czasie. W rzeczywistości FOMC stwierdził, że musi być „**bardziej pewny**”, że inflacja rzeczywiście bezpiecznie i trwale zbliża się do 2 %. Dzieje się tak pomimo faktu, że inflacja PCE wyniosła 1,9 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy (co, jak powiedział Powell, było „**sześcioma miesiącami dobrych wiadomości o inflacji**”). Tak czy inaczej, Powell powiedział, że marcową obniżka stóp, na którą liczył rynek, nie była „**scenariuszem bazowym**”.

CEE3

POLSKA

Inflacja bazowa lekko przyspieszyła w ostatnich miesiącach, polski bank centralny już nie obniża stóp.

Polska gospodarka wzrosła o zaledwie 0,2 % w 2023 roku. Ten anemiczny wzrost wynikał zasadniczo tylko z nakładów brutto na środki trwałe (wzrost o 8 % r/r był zasługą funduszy unijnych); konsumpcja gospodarstw domowych spadła o 1 %.

Produkcja przemysłowa, która w III kwartale wzrosła o 0,8 % dzięki silnemu wzrostowi w sierpniu (+1 % m/m) i wrześniu (+0,7 %), **w IV kwartale wzrosła o 2 % dzięki silnemu wzrostowi w grudniu (+2,9 % m/m)**. W ujęciu rocznym stopa wzrostu w grudniu pozostała jednak ujemna (-0,5 %) ze względu na spadki produkcji rok do roku we wszystkich kategoriach z wyjątkiem dóbr kapitałowych (+3,7 %) i energii (+2,2 %).

Wskaźnik **PMI** odpowiadał jakościowo (choć niekoniecznie ilościowo) temu rozwojowi rok do roku - po uśrednieniu 43,5 punktu w trzecim kwartale, sytuacja poprawiła się w czwartym kwartale: październikowa wartość 44,5 punktu była nadal tylko niewielką poprawą, ale **w listopadzie (do 48,7 punktu) i grudniu (47,4 punktu)** widzieliśmy bardziej zauważalną poprawę. **Indeks osiągnął podobną wartość (47,1 pkt.) w styczniu**, na co wpływ miał przede wszystkim brak nowych zamówień.

Realna sprzedaż detaliczna, po silnych poprzednich miesiącach (bardzo silny III kwartał, dodając prawie +5 % q/q, silny październik ze wzrostem o 2,1 % m/m), odetchnęła w pozostałej części ostatniego kwartału ubiegłego roku, **spadając o 0,8 % m/m w listopadzie i nawet o 2,9 % m/m w grudniu**. Oznaczało to, że na koniec roku była o 2,3 % niższa niż rok temu i o 2,7 % niższa w całym 2023 r. w porównaniu z rokiem poprzednim.

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska, na koniec 2023 r. wyniosła 5,1 % po korekcie sezonowej. Nic dziwnego, że płace nadal rosną, a **nominalny wzrost płac osiągnął 11,8 % r/r w listopadzie i 9,6 % r/r w grudniu**.

Inflacja bazowa nieznacznie przyspieszyła w 4 kwartale. Inflacja bazowa osiągnęła poziom 0,6 % m/m w październiku (najwyższy od kwietnia), **w listopadzie pozostała w stagnacji, a w grudniu osiągnęła poziom 0,3 % m/m**, czyli wyraźnie szybciej (+0,9 % q/q) w porównaniu z III kwartałem, kiedy to ceny bazowe wzrosły o 0,4 %. W ujęciu rocznym inflacja bazowa spowolniła do 6,9 %, a inflacja zasadnicza do 6,2 %.

Bank centralny zaskoczył rynki niespodziewanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p. p. we wrześniu i kontynuował cięcie stóp w październiku, **pozostawiając stopy procentowe na niezmiennym poziomie 5,75 % w listopadzie, grudniu i styczniu**. Na konferencji prasowej po styczniowym posiedzeniu nie pojawiły się żadne istotne informacje, a RPP stwierdziła, że niepewność co do długoterminowych perspektyw inflacji, zwłaszcza w świetle napiętej sytuacji na rynku pracy i ciągłego wzrostu płac, przemawia za stabilnością stóp. Naszym zdaniem, pierwsza zmiana kursu NBP możliwa jest zatem w marcu, kiedy to przedstawiona zostanie nowa prognoza inflacji.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

ROPA

Po ataku Hamasu na Izrael na początku października i rozpoczęciu przez Izrael przygotowań do inwazji lądowej na Strefę Gazy, cena ropy naftowej w zmiennym obrocie wzrosła do 90 USD za baryłkę w pierwszej połowie października. Następnie, gdy stało się jasne, że dostawy z regionu nie są jeszcze zagrożone wojną, cena powróciła do poziomu 80 USD za baryłkę. W listopadzie handel był nadal niestabilny, a cena miała tendencję do spadku, sprowadzając ropę do poziomu 75 USD za baryłkę. Podobny trend zaobserwowano również w grudniu i styczniu, kiedy ropa przez większość czasu oscylowała między 70 a 75 USD za baryłkę.

RYNKI AKCJI

Wyniki rynków akcji w styczniu były zróżnicowane. Rynki rozwinięte, zwłaszcza amerykańskie, radziły sobie dobrze, a indeks S&P 500 zyskał +1,6 % miesiąc do miesiąca. Duża część dobrych wyników indeksu była efektem działania wąskiej grupy akcji z tak zwanej „magicznej siódemki” największych spółek. Nadchodzące przyzwoite dane makroekonomiczne sugerowały „łatwe lądowanie” bez znaczącego spadku aktywności gospodarczej. Jednocześnie od niektórych członków zarządu można było usłyszeć nieco gołębi ton dotyczący przyszłych ustawień stóp procentowych FED. Zaowocowało to przyzwoitymi zyskami spółek wzrostowych czy surowców. Cena ropy naftowej wzrosła w związku z wydarzeniami w regionie Morza Czerwonego i atakiem dronów na rafinerię w Rosji. Akcje spółek energetycznych zareagowały na to pozytywnie. Europejski indeks DJ STOXX 600 również zyskał +1,4 %, gdy EBC utrzymał swoją główną stopę procentową na poziomie 4 punktów procentowych.

Wyniki rynków Europy Środkowej były mieszane. Większość indeksów odnotowała dodatnie wzrosty, ale największy i najbardziej płynny lokalny rynek, polski indeks WIG30, zakończył notowania na minusie o 2,4 %. Jednym z powodów była realizacja zysków z dobrego poprzedniego roku i ogólnie negatywne nastroje styczniowe na rynkach wschodzących. W szczególności segment dóbr konsumpcyjnych oraz spółki wydobywające węgiel i miedź zakończyły miesiąc ze stratami. Tytuły bankowe (Erste Bank, Komerční banka, Banca Transilvania, OTP, PEKAO, ...) wykazały stosunkowo dobre zyski w całym regionie. Indeks PX Praskiej Giełdy Papierów Wartościowych zyskał +2,8 %, przy czym wszystkie tytuły akcji zakończyły się na plusie, z wyjątkiem akcji CEZ (-9,2 %), które są przewartościowane przy obecnych cenach energii i uprawnień do emisji na rynkach europejskich, a jedyną przestrożą dla obecnego wyższego kursu akcji są spekulacje na temat działań korporacyjnych ze strony państwa. Na plusie wyceniane były również giełdy w Budapeszcie (indeks BUX +5,7 %) i Bukareszcie (indeks BET +0,9 %).

Akcje spółek z rynków wschodzących spadły w pierwszym miesiącu roku, a indeks MSCI Emerging Markets USD composite stracił 4,7 %, nie wykorzystując zysków z końca ubiegłego roku. Jak to zwykle bywało w ostatnich miesiącach, lwią część strat ponownie stanowiły chińskie akcje (Hong-Kong -9,2 %, indeks CSI300 -6,3 %). Inwestorzy nadal obawiają się, że wzrost chińskiej gospodarki nie będzie tak dynamiczny w przyszłości, a sektor nieruchomości, który zawsze był motorem wzrostu, nadal boryka się z trudnościami. Z tych powodów nastroje

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

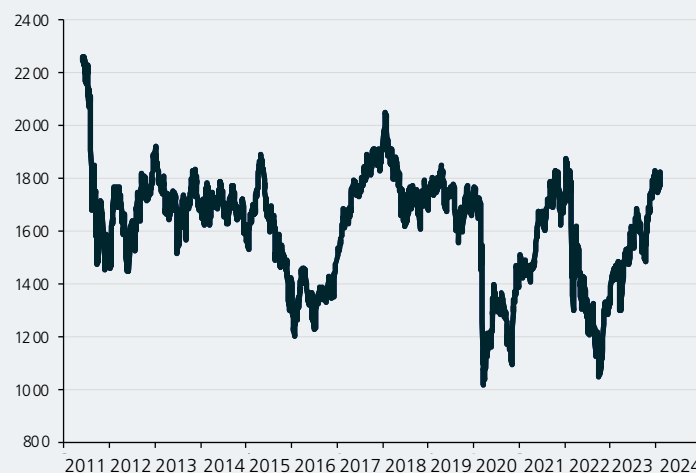
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCJI

rynki pozostają negatywne, czemu nie pomogło niespodziewane cięcie rezerw obowiązkowych dla chińskich banków. Akcje indyjskie i tajwańskie radziły sobie znacznie lepiej. Indie stopniowo stają się interesującą strategiczną alternatywą dla Chin wśród wielu inwestorów. Akcje z Ameryki Łacińskiej radziły sobie słabiej, głównie z powodu spadków w Brazylii. Inwestorzy realizowali zyski, a trendu tego nie odwróciły stosunkowo przyzwoite dane gospodarcze i kontynuacja obniżek stóp procentowych.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W styczniu na amerykańskiej krzywej dochodowości nie wydarzyło się nic szczególnego. Rentowności na krótkim końcu były prawie dokładnie takie same pod koniec stycznia, jak pod koniec grudnia, chociaż w ciągu miesiąca obserwowaliśmy zmienność w zakresie ± 15 punktów bazowych.

W strefie euro zmiany również nie były zbyt interesujące: po znacznym spadku w listopadzie i grudniu (odpowiednio -20 p. b. i -40 p. b.), rentowności na krótkim końcu pozostały niezmiennie na poziomie 2,4 % w styczniu, zaś na długim końcu, po dwóch poprzednich miesiącach spadków o około 40 p. b. miesięcznie, rentowności nieznacznie wzrosły w styczniu (o około 15 p. b. do 2,15 %).

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Pod koniec stycznia tzw. Total Return Index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowanych w euro wzrósł tylko nieznacznie ($+0,5$ %) w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca. W przypadku instrumentów denominowanych w dolarach nie nastąpiła żadna zmiana: instrumenty o ratingu inwestycyjnym były de facto w stagnacji ($-0,2$ %) po silnym wzroście w listopadzie (7,5 %) i grudniu (4,9 %). W przypadku obligacji o ratingu spekulacyjnym, listopadowy wzrost TRI ($+4,6$ %), który zniwelował wcześniejsze spadki (łącznie 2,3 % w poprzednich 3 miesiącach) i który utrzymał się w grudniu ($+3,8$ %), wyhamował w styczniu ($-0,2$ %). Spready kredytowe dla instrumentów spekulacyjnych denominowanych w euro, po znacznym spadku w listopadzie i grudniu, nieznacznie wzrosły w styczniu ($+5,6$ %), podobnie jak w przypadku instrumentów o ratingu inwestycyjnym w euro ($+3,7$ %).

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Czeska krzywa dochodowości znacznie zwiększyła swoje nachylenie w styczniu. Na krótkim (dwuletnim) końcu rentowności spadły o 55 punktów bazowych do 4,1 % w porównaniu z grudniem, ponieważ rynek zaczął oczekiwać większej (półprocentowej) obniżki stóp CNB na lutym posiedzeniu pod wpływem wypowiedzi niektórych bankierów centralnych (Holub, Frait). Z drugiej strony, długi koniec wzrósł nieznacznie ($+10$ punktów bazowych) powyżej 3,8 %, głównie pod wpływem rozwoju sytuacji na rynkach obligacji zagranicznych.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

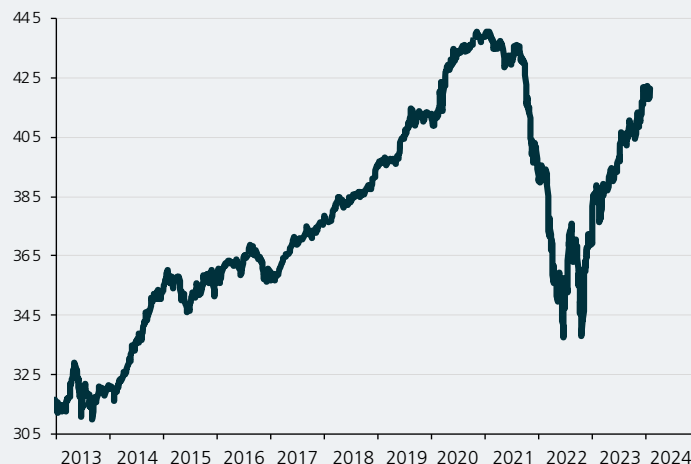
Rozwój na polskiej krzywej nie był zbyt interesujący: dwuletnie rentowności spadły w styczniu o 15 punktów bazowych do 4,9 %, wspierane przez prognozy inwestorów dotyczące dalszych obniżek stóp procentowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Rentowności 10-letnich obligacji pozostały na niezmiennym poziomie 5,2 %.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ofensywa armii ukraińskiej wraz z nadejściem zimy i w związku z problemami z dostateczną ilością amunicji w zasadzie się zakończyła. Po początkowym odparciu rosyjskiego ataku w 2022 roku, Rosja miała wystarczająco dużo czasu, aby zbudować potężne fortyfikacje obronne (ich obecna długość przekracza 5000 km). Ale utrzymanie ich lub spowolnienie ukraińskiego natarcia osiągnięto tylko kosztem ciężkich strat rosyjskich. Z punktu widzenia wyzwolenia terytorium, a zwłaszcza spełnienia oczekiwań zachodnich sojuszników, jest to porażka. Z punktu widzenia wyczerpania armii rosyjskiej, ofensywa była natychmiastowym sukcesem, ale długoterminowa przewaga liczebna jest po stronie agresora, który może sobie pozwolić na podtrzymanie konfliktu w dłuższej perspektywie i wykorzystanie zachodniego rozłamu i malejącego poparcia społecznego.

Rosja kontroluje obecnie około 109 000 km² (18 % Ukrainy), 25 % w szczytowym momencie inwazji w marcu 2022 roku.

Obecna sytuacja jest zatem bardzo podobna do tej po agresji w 2014 r. Oczekuje się, że zimą Rosja zaatakuje strategiczną infrastrukturę i cele cywilne, z nową presją ze strony Rosji w 2024 r. i możliwą odpowiedzią ze strony ukraińskiej armii, która nie rozmieściła jeszcze całego swojego zachodniego sprzętu. Jednak bez dodatkowego wsparcia (zwłaszcza przewagi powietrznej i raketowej/artyleryjskiej) trudno będzie iść naprzód. Ukraińskie obligacje skarbowe denominowane w USD utrzymywały się w styczniu na poziomie 20–30 % wartości nominalnej.

WALUTY

Dolar w stosunku do euro osłabił się do 1,09 w listopadzie w wyniku znacznego spadku rentowności (spekulacje o wcześniejszym rozpoczęciu obniżek stóp) w USA i po oscylowaniu wokół tego poziomu w grudniu, umocnił się nieznacznie do 1,08 w styczniu. **Polski złoty**, podobnie jak w grudniu, wahał się między 4,30 a 4,40 w styczniu 2024 roku. **Czeska korona** nadal traciła na wartości, co było spowodowane rozpoczęciem obniżki stóp w grudniu i pomogło jej osiągnąć poziom 24,70 pod koniec roku; w styczniu, osłabiona oczekiwaniami na dalsze i szybkie obniżki stóp CNB, osłabiła się do 24,90. **Węgierski forint** był również pod presją komentarzy bankierów centralnych, które dały rynkowi pewność, że stopy spadną o cały punkt procentowy na posiedzeniu pod koniec stycznia, czego rynek nie spodziewał się do tego czasu. Jednak osłabienie forinta do 390 pod koniec stycznia zmusiło NBH do zmiany kierunku i obniżenia stóp „tylko” o 75 punktów bazowych.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Z jednej strony nadal utrzymuje się nierównowaga wewnętrzna (budżetowa) i zewnętrzna oraz kurczący się dyferencjał stóp procentowych, które są czynnikami przeciwdziałającymi spadkowi rentowności czeskich obligacji. Z drugiej strony nastąpiło znaczne spowolnienie dynamiki inflacji w komponencie bazowym, co rodzi oczekiwania, że tempo obniżek stóp CNB będzie szybkie (rynek oczekuje spadku stóp o ok. 3,5 p. p. w horyzoncie rocznym). Naszym zdaniem wiele będzie zależeć od tego, jak duża rewaluacja nastąpi w styczniu 2024 r., co wyznaczy poziom inflacji konsumenckiej w tym roku, ale ryzyko jest bardziej w kierunku bardziej ograniczonej obniżki stóp CNB w 2024 r. niż przewiduje rynek. W związku z tym nie widzimy możliwości dalszego znacznego spadku rentowności dłuższych papierów w ciągu najbliższych sześciu miesięcy, choć spodziewamy się powrotu rentowności 10-letnich powyżej 4 %.

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

W Polsce bank centralny nie obniża obecnie stóp procentowych po przedwyborczym cięciu - wciąż napięty rynek pracy, silny wzrost płac i przyspieszająca inflacja bazowa w IV kwartale spowodowały, że wstrzymał się on z korygowaniem polityki pieniężnej. Ma to również wpływ na rentowności, które pozostały względnie stabilne. Wraz ze wznowieniem cyklu obniżek stóp, prawdopodobnie pod koniec I kwartału, możemy spodziewać się niewielkiego spadku rentowności, na długim końcu w pierwszej połowie roku do przedziału 4,8–5 %.

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Główną rolę odgrywają obecnie wydarzenia polityczne. Nowe finansowanie z USA zostało na razie odroczone z powodu wewnętrznych nieporozumień politycznych. Z drugiej strony europejskie pieniądze zostały odblokowane pomimo początkowego sprzeciwu Węgier, co pozwoliło na wynegocjowanie nowych dostaw amunicji. Jeszcze przed końcem roku Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował aktualizację programu działań następczych dla Ukrainy w ramach analizy zdolności obsługi długu państwowego. Zaostrzenie kluczowych parametrów może prowadzić do odroczenia płatności kuponowych, a także wydłużenia terminów zapadalności obligacji, ale wszystko zależy od powojennego rozwoju gospodarczego.

Coraz częściej pojawiają się głosy o potrzebie rozpoczęcia negocjacji pokojowych. Ukraiński generał Załużny pod koniec ubiegłego roku podsumował sytuację jako patową, bez możliwości przebicia się jednej ze stron (w ostrym kontraście do równoległych wypowiedzi prezydenta Zelenskigo, który nie widzi impasu i odrzuca negocjacje). Możliwości i zasoby polityczne Zachodu są zatem na wyczerpaniu. Podobnie, bez bardziej znaczących działań, trudno będzie opowiadać się za kontynuacją konfliktu, który kosztował życie wielu ukraińskich żołnierzy i który de facto trwa od 2014 roku.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Agencja ratingowa Fitch spodziewa się kontynuacji konfliktu w 2024 r. i, pomimo solidnych podstaw gospodarczych, oczekuje przedłużenia obecnych środków dla długu państwowego Ukrainy lub nowych propozycji dotyczących kształtu dalszej restrukturyzacji.

WALUTY

Nasze oczekiwania dotyczące **kursu euro do dolara** nie uległy zmianie; nadal uważamy, że utrzymywanie się kursu mniej więcej w przedziale 1,05–1,10 jest fundamentalnie uzasadnione (tj. biorąc pod uwagę oczekiwany kierunek rozwoju polityki pieniężnej EBC i FED).

Zasadniczo korona czeska nadal jest gotowa na deprecjację – powolny wzrost gospodarczy, dysharmonijne relacje wewnętrzne i zewnętrzne czy malejąca różnica stóp procentowych nie są tym, co powinno pchnąć koronę do mocniejszych poziomów, a wręcz przeciwnie. Spodziewamy się jednak, że CNB będzie chciał zapobiec znacznemu osłabieniu. Naszym zdaniem korona osłabi się zatem maksymalnie do 25–25,50 CZK za euro.

Polski złoty nie ma solidnych fundamentów makroekonomicznych, a bank centralny dodatkowo odebrał mu wsparcie w postaci stóp procentowych, które obecnie są tylko nieznacznie wyższe od amerykańskich. Naszym zdaniem złoty pozostaje wrażliwy i postrzegamy obecny poziom 4,30–4,35 jako maksimum możliwości. Jeśli w nadchodzących miesiącach złoty podąży w jakimkolwiek kierunku, sądzimy, że będzie to słabszy poziom.

Węgierski forint również nie ma powodów do umocnienia: różnica stóp procentowych maleje, polityka wobec UE pozostaje konfrontacyjna, wzrost gospodarczy jest słaby, deficyt na rachunku obrotów bieżących (5 % PKB) i deficyt budżetowy (>5 %) są duże. Podobnie jak w przypadku złotego, jeśli zobaczymy znaczący ruch, będzie on w kierunku słabszych poziomów.

RYNEK AKCJI

Po ostatnich miesiącach wzrostów na rynkach akcji, jesteśmy obecnie lekko negatywnie nastawieni w perspektywie krótkoterminowej. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej z ruchami wymaganych rentowności obligacji, ryzykiem geopolitycznym i napływającymi danymi makroekonomicznymi. Kilka miesięcy wyższych stóp procentowych już odbija się na niektórych firmach i konsumentach, co stawia banki centralne w bardzo trudnej sytuacji, jeśli chodzi o równoważenie aktywności gospodarczej i presji inflacyjnej. Wiąże się to z bardzo ważnym późniejszym ustaleniem podstawowych stóp procentowych. W 2024 r. czeka nas również wiele ważnych wyborów i związanych z nimi napięć geopolitycznych. W styczniu odbyły się wybory na Tajwanie, w związku z czym czeka nas „niełatwe” powołanie nowego rządu, wiosną w Rosji, a w listopadzie w Stanach Zjednoczonych. W większości krajów narastają niepokoje społeczne, napędzane przez dezinformację i różnych populistów.

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. Jednak przedłużający się okres wysokich stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na wyceny 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. Ponadto spodziewamy się pozytywnego impulsu po ostatnich wyborach parlamentarnych w Polsce, co może pomóc w uwolnieniu funduszy unijnych. 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 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.

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 w 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