

# WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

| INDEKSY AKCYJNE             |         | INDEKSY OBLIGACYJNE<br>Bloomberg Effas |         | WALUTY<br>(spadek=wzmocnienie) |         | SUROWCE            |          |
|-----------------------------|---------|--|---------|--------------------------------|---------|--------------------|----------|
| USA – S&P 500 (USD)         | 3.51 %  | USA (USD)                              | 2.89 %  | USD/EUR                        | 2.49 %  | Ropa Brent (USD)   | -4.91 %  |
| Europa – DJ Stoxx 600 (EUR) | -0.71 % | Europa (EUR)                           | 2.43 %  | CZK/USD                        | -2.53 % | Gaz (USD)          | -19.33 % |
| Japonia – Nikkei 225 (JPY)  | 2.17 %  | Czechy (CZK)                           | 2.08 %  | CZK/EUR                        | -0.12 % | Fotowoltaika (EUR) | -        |
| MSCI Emer. Mark. (USD)      | 2.73 %  | Polska (PLN)                           | 2.18 %  | PLN/EUR                        | -0.53 % | Złoto (USD)        | 7.20 %   |
| Czechy – PX (CZK)           | -4.33 % | Węgry (HUF)                            | 1.47 %  | HUF/EUR                        | 0.41 %  | Srebro (USD)       | 15.24 %  |
| Polska – WIG30 (PLN)        | -4.21 % | Turcja (TRY)*                          | -5.13 % | TRY/EUR                        | 4.11 %  | Miedź (USD)        | 0.40 %   |
| Węgry – BUX (HUF)           | -5.50 % |  |         |                                |         |                    |          |

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**Dalsza poprawa miękkich wskaźników, rosnące nominalne koszty pracy i wciąż wysoka dynamika inflacji będą prowadzić do dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, mimo problemów w sektorze bankowym.**

Według ostatecznych danych, w IV kwartale 2022 r. wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyhamował, natomiast w ujęciu rocznym gospodarka wzrosła o 1,8%. Do kwartalnej stagnacji przyczyniły się przede wszystkim popyt gospodarstw domowych, który obniżył wzrost o 0,5 pkt. proc. oraz nakłady brutto na środki trwałe, które obniżyły wzrost o 0,8 pkt. proc. Dzięki znacznemu spadkowi importu, eksport netto (tylko) pozytywnie przyczynił się do wzrostu, w wysokości 1 pp.

Dane opublikowane w marcu były dość mocne, zwłaszcza dla wskaźników wyprzedzających w usługach.

**Sprzedaż detaliczna dodała na początku I kwartału 0,3% m/m**, w ostatnim kwartale do stycznia włącznie spadła o 0,7%, a w ostatnim półroczu tylko o 1,2%. W styczniu tempo roczne wyniosło -2,2%. To zaskakująco mocne dane, biorąc pod uwagę zmiany inflacyjne w ostatnich miesiącach, które były dalekie od umiarkowanych. Pierwsze lutowe dane dla głównych gospodarek były co prawda słabe (sprzedaż spadła o prawie 1,5% miesiąc do miesiąca zarówno w Niemczech, jak i we Francji oraz o 0,3% w Hiszpanii), ale biorąc pod uwagę spadające ceny energii jest mało prawdopodobne, aby było to cokolwiek poza zwykłą zmiennością danych miesięcznych.

To, jak radzi sobie sprzedaż detaliczna w obliczu wysokiej inflacji, jest konsekwencją sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia na początku 2023 roku utrzymywała się na historycznie niskich poziomach (wynoszących 6,6% zarówno w styczniu, jak i w lutym), przy czym Niemcy nadal utrzymują się na najniższym poziomie spośród głównych krajów (2,9% w lutym), a Hiszpania na najwyższym (12,8%). Nieprzyjemna wiadomość dla EBC jest taka, że nominalne koszty pracy wzrosły w IV kwartale w najszybszym w historii tempie: o 5,7% r/r w całej gospodarce i o 6,2% r/r w usługach. Wysoka inflacja zaczęła więc prawdopodobnie zasilać płace.

**Produkcja przemysłowa dodała 0,7% na początku 2023 r.** w porównaniu do grudnia 2022 r., pomimo spadków w Hiszpanii i Francji. Z kolei niemiecki przemysł dodał w styczniu 1,8% po spadku o 1,5% m/m w grudniu. W ujęciu rocznym produkcja przemysłowa w styczniu br. była o 0,9% wyższa niż w styczniu 2022 r. W przetwórstwie przemysłowym produkcja była nawet o 2,1% wyższa r/r, co jest doskonałym wynikiem w świetle dotychczasowych zmian wskaźników wyprzedzających i kryzysu energetycznego.

**Indeks menedżerów ds. zakupów (PMI)** dla przemysłu poprawił się jeszcze na początku 2023 roku, ale zarówno w styczniu, jak i w lutym pozostał poniżej granicy 50 punktów (48,8 punktów w styczniu i 48,5 punktów w lutym). Marzec nie był wyjątkiem - indeks PMI osiągnął w marcu tylko taką samą wartość jak w listopadzie 2022 roku, czyli 47,1 pkt. Biorąc pod uwagę te odczyty, właściwa byłaby więc ujemna dynamika w ujęciu rocznym, a nie to, co obserwujemy. Nie obserwujemy też niczego negatywnego w liczbach kwartalnych: w ostatnich trzech miesiącach do stycznia 2023 roku produkcja przemysłowa wzrosła nawet o jeden procent.

Indeks **IFO**, który śledzi warunki w największej gospodarce strefy euro, również daje obraz powoli rosnącego optymizmu, zwłaszcza co do przyszłości. Podobnie jak w listopadzie czy grudniu poprzedniego roku, sytuacja w niemieckim przemyśle poprawiła się w styczniu, lutym i marcu tego roku – **a indeks IFO osiągnął na koniec pierwszego kwartału poziom 93,3 pkt**, najwyższy od lutego 2022 roku (98,6 pkt), przede wszystkim dzięki poprawie oczekiwań. O ile subindeks oceniający sytuację bieżącą poprawił się do 95,4 pkt, czyli najwyższej od sierpnia 2022 r., to subindeks **oceniający oczekiwania** osiągnął najwyższy poziom od lutego 2022 r. (98,5 pkt) przy wartości 91,2 pkt.

**Sytuacja w dominującym w strefie euro sektorze usług uległa dalszej znaczącej poprawie pod koniec pierwszego kwartału br.** Po wzroście powyżej linii oddzielającej ekspansję od kontrakcji w styczniu (50,8 pkt) po raz pierwszy od lipca ubiegłego roku i po poprawie do ośmiomiesięcznego maksimum w lutym (53 pkt), indeks w usługach wzrósł do **55,6 pkt**

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

w marcu, najwyżej od maja 2022 roku. A więc wyżej niż przed rosyjską inwazją na Ukrainę. Rzeczywiście, nastąpiło dalsze ożywienie w sektorze usług finansowych, nieruchomości, podróży i turystyki. Co prawda ceny czynników produkcji w sektorze przemysłowym spadły po raz pierwszy od lipca 2022 r. dzięki spadkowi cen energii, ale w sektorze usługowym widać rosnące płace, a tempo wzrostu cen czynników produkcji jest nadal wysokie, choć i tu jest najwolniejsze od marca 2021 r. Inflacja producencka w usługach spowolniła do 13-miesięcznego minimum. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami: że inflacja będzie zwalniać, ale nie powróci do celu banku centralnego bez dalszego zacieśniania polityki pieniężnej.

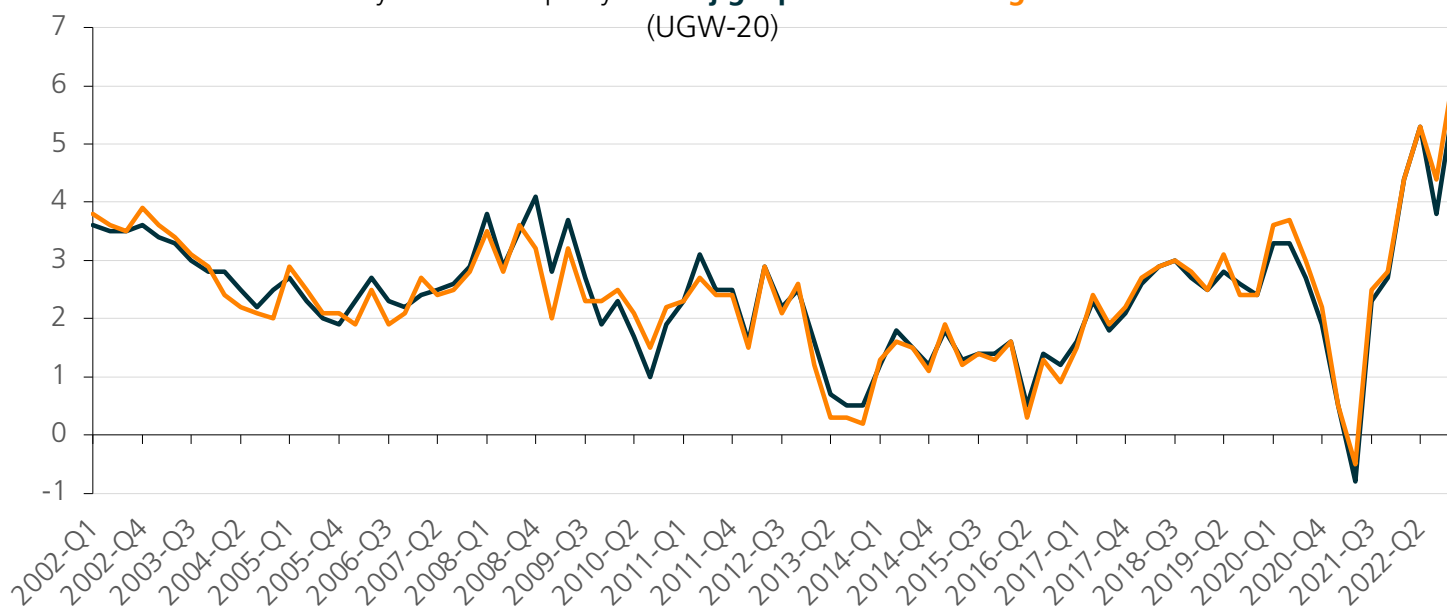
Ogólną poprawę nastrojów gospodarstw domowych potwierdza od kilku miesięcy **zaufanie** konsumentów mierzone przez Komisję Europejską. Ta z kolei spadła do nowego najniższego poziomu -28,7 pkt we wrześniu ubiegłego roku (o 4 pkt niżej niż poprzedni niski poziom z kwietnia 2020 r.), ale od tego czasu stale się poprawia, do -20,7 pkt w styczniu 2023 r. oraz do -19 i **-19,2** pkt odpowiednio w lutym i **marcu**. Choć jest to wciąż historycznie poniżej poziomów widzianych podczas kryzysu finansowego z lat 2008 - 2009 czy kryzysu zadłużenia, to jednocześnie jest już na najwyższym poziomie od lutego 2022 roku (-9,5 pkt.).

**Dynamika inflacji pozostała wysoka. Wyrównana sezonowo inflacja bazowa wzrosła o 0,4% m/m w marcu i o 1,5% w ciągu ostatnich 3 miesięcy.** W ujęciu annualizowanym jest to nawet szybciej niż inflacja bazowa w ujęciu rocznym w marcu, która wzrosła dalej do 5,7%. Inflacja zasadnicza, dzięki cenom energii, spadła do 6,9%.

**EBC** podniósł stopy o 50 punktów bazowych do 3% na marcowym posiedzeniu pomimo upadku Silicon Valley Bank w USA i problemów w Credit Suisse (słusznie). Z protokołu zniknęła jednak wzmianka o podnoszeniu stóp „w znacznym i stałym tempie w nadchodzących miesiącach”, która pojawiła się w nim miesiąc temu, co wskazuje, że mimo wszystko sytuacja wokół Credit Suisse wprowadziła pewien stopień niepewności do procesu decyzyjnego. Kilku członków chciało nawet wstrzymać podwyżki stóp już w marcu. Naszym zdaniem ta nerwowość szybko ustąpi, gdyż żaden z tych banków nie jest reprezentatywny dla kondycji sektora bankowego jako całości, a wręcz przeciwnie.

## Nominalne koszty pracy rosły w najszybszym tempie w IV kwartale

Indeks nominalnych kosztów pracy w **całej gospodarce** i w **usługach** w strefie euro  
(UGW-20)



Źródło: Eurostat, dostępne TUTAJ.

## USA

**Mocne dane przywróciły szybsze tempo zacieśniania polityki pieniężnej w pierwszej połowie marca. Upadek Silicon Valley Bank oddalił te oczekiwania, ale naszym zdaniem, biorąc pod uwagę napięty rynek pracy, tylko na chwilę.**

**Po technicznej recesji** w pierwszej połowie 2022 roku, gospodarka USA powróciła do czarnych liczb wzrostu w jej **drugiej połowie**. W trzecim kwartale rosła w annualizowanym tempie realnym 3,2%, a w **czwartym kwartale o 2,6%** według ostatecznego szacunku (wobec 2,9% według pierwszego szacunku i 2,7% według drugiego szacunku). W strukturze w IV kwartale dominowała kontrybucja zapasów (+1,4 p.p.) i konsumpcji gospodarstw domowych (+0,7 p.p.), a w dalszej kolejności eksportu netto (+0,42 p.p.) czy rządu (+0,65 p.p.).

Dane miesięczne opublikowane w marcu 2023 roku były mocne.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Realna sprzedaż detaliczna** dobrze rozpoczęła ten rok. W **styczniu** zanotowała najlepszy wynik od marca 2021 roku ze wzrostem o 2,7% m/m (+10,7% m/m, otwarcie gospodarki po Covid) i choć w lutym nieco spadła (-0,8% m/m), to wciąż jest na dobrej drodze do wzrostowego pierwszego kwartału 2023 roku.

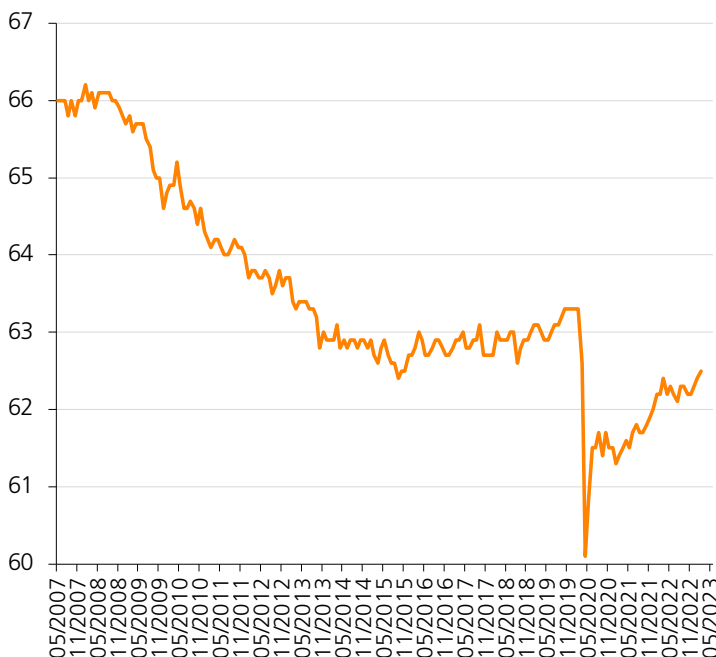
Oczywiście największy udział w tym ma rynek pracy, który jest najsilniejszy od 50 lat. W **lutym stopa bezrobocia** wyniosła 3,6%, czyli nadal jest na poziomie niewidzianym od 1969 roku. Wzrost stopy bezrobocia o 0,2 punktu procentowego w stosunku do stycznia wynika w dużej mierze ze wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej, który w lutym wzrósł do najwyższego poziomu po upadku komunizmu (do 62,5%). Inne monitorowane stopy bezrobocia również są bardzo niskie - **wskaźnik U6** (obejmujący nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, bo nie mają nadziei na jej znalezienie) wyniósł w lutym 6,8%. Trwa szybkie tworzenie miejsc pracy – **gospodarka USA stworzyła 265 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym w lutym 2023 r., ponownie powyżej oczekiwań**. Co nie powinno dziwić, badanie JOLTS ponownie potwierdziło, że liczba wolnych miejsc pracy utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie - o ile przed pandemią wskaźnik ten oscylował wokół 6-7 mln, o tyle dziś jest dwucyfrowy, a w **styczniu utrzymywał się na poziomie nieco poniżej 11 mln**. **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** pozostaje poniżej 200 tys. od 8 tygodni, co jest najdłuższym takim okresem od 1969 roku. Wszystkie te dane wskazują więc na jedno - bardzo ciasny rynek pracy.

Jest to aż dziwne, że wzrost płac nie jest szybszy. Według danych **Atlanta FED** (opartych na Current Population Survey, czyli CPS) **płace wzrosły o 6,1% r/r w lutym 2023 r.**, (w czerwcu 2022 r. było to jeszcze 6,7%), podczas gdy tzw. dane Current Employment Statistics (CES) plasują kwartalny wzrost na poziomie 0,9% (czyli 2% półrocznie) dzięki wzrostowi o 0,25% m/m w lutym; tempo 4,6% r/r (z wyłączeniem stycznia 2023 r.) było najwolniejsze od sierpnia 2021 r. (4,4%).

**Zamówienia na dobra trwałe**, po silnym wzroście w grudniu (+5,1% m/m), **spadły** na początku tego roku, o 5% w styczniu i 1% w lutym. Stało się tak jednak tylko dzięki niestabilnym kategoriom samolotów i broni: **po wyłączeniu tych dwóch kategorii** w styczniu i lutym odnotowano **niewielki wzrost**, odpowiednio o 0,3% m/m i 0,2% m/m. Są to oczywiście liczby nominalne, ale roczny nominalny wzrost zamówień z wyłączeniem broni i samolotów o 4,3% w lutym 2023 roku nie jest zły nawet po uwzględnieniu inflacji. Nie jest to jednak taka niespodzianka; (realna) **produkcja przemysłowa** radziła sobie całkiem nieźle, biorąc pod uwagę okoliczności w ciągu ostatniego roku, dodając około 4% za cały rok. **Tegoroczna produkcja przemysłowa również rozpoczęła się dość dobrze, dodając 0,3% w styczniu i stagnując w lutym**. W ujęciu realnym była ona w lutym niższa o zaledwie 0,2% rok do roku, co jest bardzo dobrym wynikiem biorąc pod uwagę to, co działo się przez ostatni rok.

Współczynnik aktywności zawodowej wzrasta do poziomu  
szczytowego po okresie COVIDU

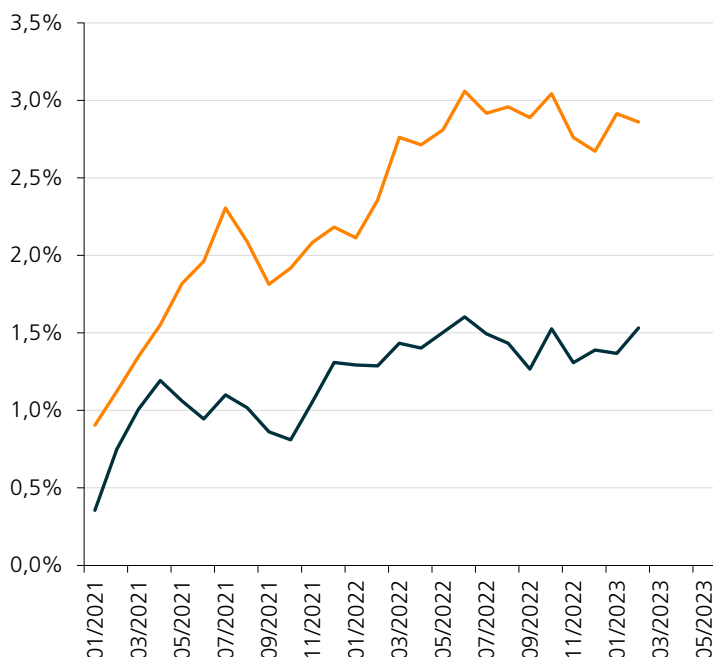
Współczynnik aktywności zawodowej w USA (%)



Źródło: BLS, dostępne TUTAJ

Tempo inflacji nie zwalnia, zwłaszcza w usługach, pozostaje  
niezmiennie wysokie

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



Źródło: BLS, dostępne TUTAJ

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Inflacja bazowa dodała w lutym 0,3% m/m**, co oznacza, że **w ciągu ostatnich trzech miesięcy** poziom cen bazowych wzrósł o **1,2%**, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 2,2%. Innymi słowy, zarówno dynamika kwartalna, jak i półroczna pokazuje, że inflacja bazowa rośnie w tempie zbliżonym do 5%, a nie w tempie zbliżonym do celu amerykańskiego banku centralnego. Szczególnie silny pozostał **wzrost cen usług rynkowych**, który w ostatnim kwartale wyniósł 1,5%, a w ostatnim półroczu 2,9%. W ujęciu rocznym ten składnik inflacji PCE, na który największy wpływ ma rozwój płac, osiągnął 6%, czyli najwięcej od 80 lat.

Na posiedzeniu w połowie marca 2023 roku, pomimo bardzo silnych danych makroekonomicznych i pomimo przyznania przez Powella w pierwszej połowie marca, że ponowne przyspieszenie tempa zacieśniania z powrotem do półprocentowych przyrostów może być konieczne, FED podniósł stopy tylko o ćwierć punktu procentowego do przedziału 4,75-5%. Powodem było bankructwo amerykańskiego Silicon Valley Bank w połowie marca, co wystraszyło rynki i Fed, choć w przypadku tego banku była to raczej porażka w zarządzaniu ryzykiem niż cokolwiek innego (i dlatego nie można z tej porażki wnioskować o słabości sektora bankowego jako całości). Naszym zdaniem pojawiające się obecnie wypowiedzi o „kryzysie kredytowym” nie są adekwatne do obecnej sytuacji, a FED będzie musiał dalej zacieśniać politykę, aby ostatecznie opanować wzrost cen.

## CEE3

## POLSKA

**Silny wzrost płac pchał poziom cen w górę, więc inflacja miesiąc do miesiąca nie zwalniała. Bank centralny wciąż powtarza, że inflacja zostanie ostatecznie rozwiązana dzięki taniejącym surowcom.**

Po mocnym III kwartale (+1% q/q), **w IV kwartale tempo wzrostu gospodarczego** wyraźnie zwolniło (**-2,4% q/q**), a w skali roku wyniosło +0,3%, wynika z pierwszych danych. **W całym ubiegłym roku gospodarka wzrosła o 4,9%**. W ostatnim kwartale głównym motorem wzrostu r/r były nakłady brutto na środki trwałe (+2,1 p.p.) oraz eksport netto (+0,9 p.p.), a negatywny wkład miał popyt gospodarstw domowych

Dane opublikowane w marcu były słabe.

**Spadek produkcji przemysłowej nastąpił na początku 2023 r.** W styczniu straciła ona 2,7% miesiąc do miesiąca w porównaniu z grudniem, czego oczywiście nie był w stanie zrekomensować **wzrost o 0,7% w lutym**. Tym samym w ostatnim kwartale do lutego produkcja straciła 1,1%. Do tego spadku przyczynił się przede wszystkim sektor produkcyjny, zwłaszcza produkcja maszyn. Wskaźnik **PMI** w końcu po długim czasie mniej więcej dopasował się do tego kierunku rozwoju w styczniu i lutym (w rzeczywistości indeks poprawił się do 47,5 punktu w styczniu 2023 i 48,5 punktu w lutym). W **marcu (48,3 pkt.)** wskaźnik PMI skutecznie zatrzymał się na wartości z poprzedniego miesiąca. W porównaniu z poprzednim miesiącem w PMI pogorszyły się zarówno nowe zamówienia, jak i istniejąca produkcja. Dobrą wiadomością było to, że zarówno subindeks nakładów, jak i produkcji wyhamowały w tym samym dniu co w poprzednim miesiącu: pierwszy subindeks osiągnął najniższy poziom od lipca 2020 roku, a drugi najniższy od dwóch i pół roku.

**Realna sprzedaż detaliczna** spadła w lutym o **jeszcze mocniejsze 4,1% m/m** po silnym wzroście w styczniu (2,3% m/m). Za pierwsze dwa miesiące tego roku jest więc niższa o niecałe dwa procent w porównaniu z tym samym okresem w 2022 roku. Biorąc pod uwagę inflację, która jest mocno dwucyfrowa, jest to wynik, którego mało kto się spodziewał. To oczywiście zasługa rynku pracy i silnego wzrostu wynagrodzeń. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska i wynosi nieco ponad 5% (5,3%) zarówno w styczniu, jak i w lutym. Nie dziwi więc fakt, że płace nadal rosną - **nominalny wzrost płac** wyniósł **w lutym 13,6%**.

**W świetle powyższego nie dziwi chyba fakt, że inflacja wciąż nie znika.** Inflacja zasadnicza wzrosła w lutym o 1,2% miesiąc do miesiąca, głównie za sprawą wzrostu usług o 1,6%. Wraz ze styczniem (+2,5% m/m) i wstępnymi danymi z marca (+1,1% m/m) widać więc, że presja popytowa nie słabnie. Widać to również po strukturze danych za luty, gdzie wszystkie kategorie rosły miesiąc do miesiąca z wyjątkiem obuwi i odzieży, gdzie widoczna była sezonowość; wzrost w segmencie rekreacji i kultury wyniósł np. 2,3% m/m, dla hoteli i restauracji 1,1% itd. **Inflacja bazowa wyniosła w lutym 12% r/r** (nie mamy jeszcze danych o inflacji bazowej za marzec).

Na posiedzeniu 8 marca bank centralny pozostawił kluczową stopę referencyjną na niezmiennym poziomie 6,75%. Nowa prognoza jedynie nieznacznie obniżyła inflację (do 3,9-7,5% w 2024) i nieznacznie podniosła szacunek PKB (+1,1 do +3,1% w 2024). Poza tym, NBP uznał, że spadek cen surowców obniży inflację w Polsce nawet bez dalszego zacieśniania... Biorąc pod uwagę wzrost płac i wzrost inflacji bazowej, nie wydaje nam się to możliwe.

## ROPA

Do marca nie działo się nic ciekawego na rynku ropy, zarówno w styczniu jak i w lutym jej cena oscylowała jedynie w granicach 72 - 78 dolarów za baryłkę. W marcu, po upadku amerykańskiego banku SVB, ropa na krótko spadła do 65 dolarów za baryłkę, skąd pod koniec miesiąca powróciła powyżej 80 dolarów za baryłkę dzięki zapowiedzi Arabii Saudyjskiej i innych krajów o zmniejszeniu produkcji (od maja) nawet o 1,15 mln baryłek dziennie.

## RYNKI AKCYJNE

Globalne rynki akcji, biorąc pod uwagę wydarzenia w sektorze bankowym, miały stosunkowo przyzwoity miesiąc. Najważniejsze wiadomości płynęły z amerykańskich i europejskich banków komercyjnych i centralnych. Na początku marca szesnasty co do wielkości bank w USA, Silicon Valley Bank (SVB), z aktywami o wartości 209 mld USD i depozytami o wartości około 175 mld USD, zbankrutował po ogłoszeniu zapotrzebowania na nowy kapitał. Dla porównania, jest to około połowa rynku czeskiego. Został on następnie przejęty przez Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), która wypłaciła depozyty w całości (100%). W tym samym czasie upadły również mniejsze Silvergate Bank i Signature Bank. Następnie FED uruchomił instrumenty zapewniające płynność wszystkim bankom (transakcje repo na poziomie 100% wartości nominalnej), które mogłyby znaleźć się w podobnej sytuacji „runu na bank”. Do uspokojenia sytuacji przyczyniły się również duże banki, takie jak JPMorgan, który pomógł First Republic Bank. Ale po uspokojeniu sytuacji w USA nerwowość przeniosła się do Europy, a konkretnie do Szwajcarii, gdzie borykający się od dawna z problemami Credist Suisse został uratowany przez większego rywala, szwajcarski bank UBS. Wszystkie te działania pomogły uspokoić sytuację wokół systemów bankowych w USA i Europie, dzięki czemu ostatni tydzień marca był udany, a wcześniejsze straty zostały odrobione. Podczas „sprawy bankowej” zaskakującym był fakt, że pozostałe sektory zareagowały bardzo niewielkimi spadkami akcji, co nie jest typowe, biorąc pod uwagę znaczenie systemu bankowego. Amerykański indeks giełdowy S&P 500 zanotował jeszcze niewielki wzrost miesiąc do miesiąca na poziomie +3,5%, głównie dzięki pozytywnemu ostatniemu tygodniowi marca, natomiast europejski indeks DJ STOXX 600 zanotował niewielką stratę na poziomie -0,7%.

Ze względu na większą reprezentację sektora bankowego na giełdach Europy Środkowej, większość lokalnych indeksów zakończyła notowania na minusie. Napięta sytuacja dotycząca banków amerykańskich i europejskich pociągnęła w dół akcje lokalnych banków takich jak Erste Bank, Raiffeisen Bank, PEKAO SA, PKO BP, OTP, itp. Po uspokojeniu sytuacji poprzez wprowadzenie instrumentów wsparcia, przejścia przez większych konkurentów lub zapewnienia ze strony bankierów centralnych i ministrów finansów, duża część wcześniejszych spadków akcji została zniwelowana również w regionie Europy Środkowej. Koncepcja sytuacji, zakładająca mniejszą ekspansję kredytową (pożyczki), oznaczałaby słabszą aktywność gospodarczą, a tym samym zmniejszenie produkcji przemysłowej i popytu na towary. Z tego powodu, oprócz banków, wyraźnie traciły na wartości akcje spółek wydobywających surowce, takich jak polska spółka Bogdanka (węgiel brunatny), JSW (węgiel kamienny) czy KGHM (miedź). Zyskał natomiast sektor dóbr szybko zbywalnych, który obecnie stosunkowo dobrze radzi sobie z wysoką inflacją. Na plusie znalazły się m.in. detaliczny sklep spożywczy Eurocash, detaliczny sklep obuwniczy CCC oraz detaliczny sklep odzieżowy LPP. Polski indeks giełdowy WIG30 spadł o 4,2% miesiąc do miesiąca, czeski indeks PX spadł o 4,3%, węgierski indeks BUX spadł o 5,5%, a rumuński indeks BET stracił 1,6%.

Akcje rynków wschodzących radziły sobie całkiem nieźle, a MSCI Emerging Markets USD zyskał 2,73%.

## INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

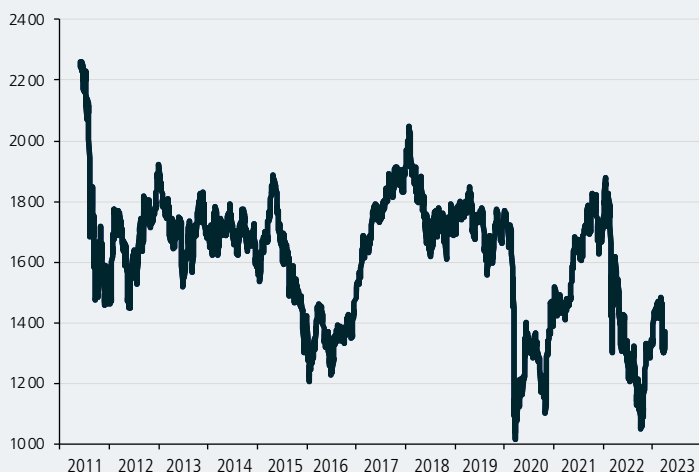
## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCYJNE

Problemy banków europejskich i amerykańskich nie dotknęły bezpośrednio rynków wschodzących, a obawy o „efekt domina” na szczęście się nie spełniły. Pozytywną informacją było również osłabienie dolara. Główne rynki azjatyckie zanotowały w większości skromne zyski. Dobre wiadomości napłynęły głównie z chińskiej gospodarki, która odbudowuje się po okresie pandemii. Inflacja pozostaje niska, a tamtejszy bank centralny mógł jeszcze bardziej obniżyć stopę rezerw bankowych. Na innych rynkach sytuacja była raczej spokojna. Sytuacja w Brazylii w ostatnich tygodniach koncentruje się wokół nowych przepisów budżetowych, których dokładne brzmienie nie jest jeszcze znane. Stanowi to źródło nerwowości inwestorów. Z drugiej strony, spadająca inflacja i wysokie stopy procentowe są korzystne dla brazylijskiego reala. Indeks MSCI Latin America USD zyskał 0,36 %.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku na rynkach obligacji rządowych w marcu sytuacja była podobna - rentowność spadła. Powodem był upadek amerykańskiego Silicon Valley Bank i późniejsze problemy Credit Suisse, które zakończyły się sprzedażą banku rywalowi - UBS. Problemy te wywołały reminiscencje kryzysu z lat 2008-2009 i doprowadziły do radykalnego przewartościowania oczekiwań rynków wobec banków centralnych: przewartościowanie oczekiwań dotyczących stóp procentowych spowodowało obniżenie rentowności zarówno w USA, jak i w strefie euro. W rezultacie rentowność amerykańskich obligacji dwuletnich spadła o 80 punktów bazowych do 4%, a dziesięcioletnich o 45 punktów bazowych do 3,5%. Niemieckie obligacje dwuletnie spadły o 45 punktów bazowych do 2,7%, dziesięcioletnie o 35 punktów bazowych do 2,3%.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Na rynku obligacji korporacyjnych zmiany w marcu 2023 r. zasadniczo podążały za zmianami na rynku obligacji skarbowych. Tak zwany indeks całkowitej stopy zwrotu (TRI - total return index) wzrósł na koniec marca zarówno dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym, jak i inwestycyjnym, denominowanych w EUR, w porównaniu z końcem lutego, choć tylko nieznacznie (0,2%). W przypadku instrumentów dolarowych ruchy te były większe (o ok. 3%). Spreads kredytowe, po znacznym spadku w 4Q22 (o prawie 70% w segmencie spekulacyjnym i 40% w segmencie inwestycyjnym) i po utrzymaniu się na niezmiennym poziomie w styczniu i lutym, oczywiście wzrosły w marcu, ale ich ruch (o ok. 6% w instrumentach euro) był relatywnie ograniczony, biorąc pod uwagę wysoką zmienność rentowności obligacji skarbowych.

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

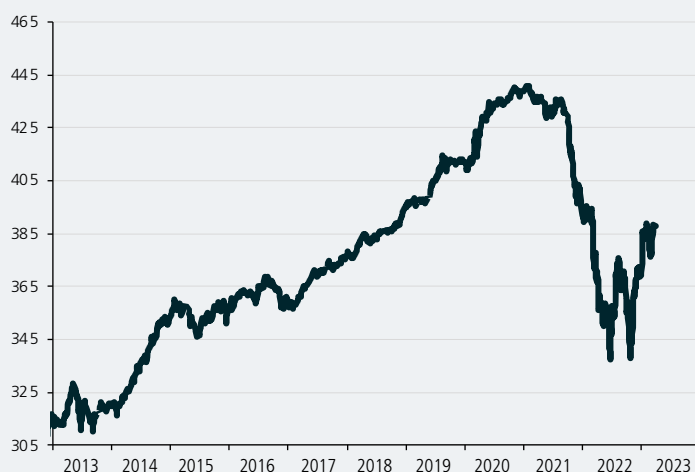
**Czeska krzywa rentowności podążyła w marcu za krzywą niemiecką, choć spadki rentowności były mniejsze.** Czeski sektor bankowy jest bardzo stabilny, dlatego panika, która ogarnęła rynki obligacji w marcu, była w Czechach mniejsza. Rentowność dwuletnich spadła więc o około 25 punktów bazowych do 5,5%, dziesięcioletnich o 33 punkty bazowe do 4,7%.

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

**Polska krzywa dochodowości w marcu również jedynie podążała za rozwojem sytuacji za granicą.** Nie jest to zapewne zaskoczeniem w sytuacji, gdy bank centralny w dużej mierze ignoruje bieżącą inflację i utrzymuje stopy polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. Dwuletnia rentowność jest niższa o 25 punktów bazowych od poziomu z końca lutego, nieco powyżej 6%, natomiast na długim końcu, 10-letnia rentowność jest niższa o 50 punktów bazowych i również spadła do 6%.

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Rentowność ukraińskich obligacji skarbowych na aukcjach pierwotnych utrzymuje się stale na poziomie poniżej 20% rocznie. W przypadku rynku wtórnego lokalnych obligacji w UAH aktywność jest nadal bardzo sporadyczna, ale zaczęli pojawiać się oferty, a krótkoterminowe terminy zapadalności są notowane na poziomie 70-80% wartości nominalnej, co stanowi wielokrotność krzywej dla ukraińskich obligacji skarbowych denominowanych w USD lub EUR, w przypadku których przeprowadzono częściową restrukturyzację. Sytuacja dotycząca kontroli kapitału powinna wyjaśnić się w kwietniu. Ogólnie jednak kierunek rynku nadal wyznaczają wiadomości z frontu, z kręgów politycznych i dyplomatycznych.

Coraz wyraźniej widać jednak, że ukraińska gospodarka zdołała niestety dobrze przystosować się do obecnej sytuacji. Wskaźniki aktywności przemysłowej są na poziomie sprzed konfliktu, załamanie gospodarcze było nieco mniejsze niż oczekiwano, a inflacja dalej nie przyspiesza. Na początku kwietnia MFW zatwierdził program o wartości około 16 miliardów dolarów, przy czym natychmiast uruchomiono 2 miliardy dolarów. Wartość pomocy zagranicznej tylko na ten rok wynosi obecnie 40 mld USD (około ¼ przedwojennego PKB Ukrainy; w ubiegłym roku 32 mld USD), a w najbliższych tygodniach bardzo prawdopodobne jest, że armia ukraińska rozpocznie kontrofensywę.

## WALUTY

**Dolar osłabił się wobec euro w marcu.** W pierwszej połowie miesiąca oscylował wokół 1,06, a po upadku SVB na krótko zaatakował nawet poziom 1,05, ale potem zaczął słabnąć i pod koniec marca zbliżył się do poziomu 1,10. Wynikało to głównie z faktu, że EBC podnosząc stopy o 50 punktów bazowych pomimo sytuacji wokół Credit Suisse, zdaniem rynków dał wyraźniej do zrozumienia, że nie będzie tak łatwo dawał się omotać w zacieśnianiu polityki jak Fed.

**Waluty Europy Środkowej w marcu radziły sobie różnie. Polski złoty** przez cały miesiąc oscylował w wąskim paśmie wokół poziomu 4,70 i nie zareagował nawet na krach SVB. Inaczej było w przypadku forinta i korony czeskiej. **Węgierski forint** osłabił się w połowie marca do ponad 400 forintów za euro w reakcji na problemy amerykańskiego i europejskiego sektora bankowego. Gdy stało się jasne, że ani SVB, ani Credit Suisse nie są „kanarkiem w kopalni” i że z ich sytuacji nie można wyciągać wniosków o kondycji całego sektora bankowego, sytuacja się uspokoiła, a wraz z nią kurs forinta. Pod koniec miesiąca forint wrócił do miejsca, w którym rozpoczął marzec, czyli do poziomu 375. **Czeska korona** również doświadczyła podobnych zmian w marcu, osłabiając się w pierwszej połowie miesiąca do ponad 24 koron za euro, zanim powróciła do wartości z początku marca (23,50).

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

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

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Udana kontrofensywa armii ukraińskiej w obwodzie charkowskim w czwartym kwartale ubiegłego roku stopniowo zatrzymuje się w okolicach Bachtmutu i Sołedaru. To właśnie tam toczą się najcięższe walki, a zdobycze terytorialne obu stron są jedynie minimalne kosztem wysokich strat. W związku z wcześniejszą ofensywą ukraińską i nadejściem zimy postępy frontu nieuchronnie uległy spowolnieniu, a wręcz przeciwnie - nasiliły się w niektórych konkretnych miejscach. Zauważalne jest również przegrupowanie po obu stronach. Intensywna mobilizacja trwająca po stronie rosyjskiej pozwoliła tamtejszej armii na stały dopływ nowych oddziałów, a Moskwa powoli zdobywa przewagę w tej sferze. W lutym mogliśmy więc obserwować stopniowy wzrost aktywności armii rosyjskiej. Nie jest to jednak frontalne posunięcie w wielu miejscach.

Na całej Ukrainie trwają zmasowane ataki rakietowe, nie tylko na infrastrukturę strategiczną, ale i cywilną. Na razie nie ustała pomoc finansowa i ogólne wsparcie z Zachodu. W grudniu uruchomiono kolejne środki zagraniczne, których łączna kwota na rok 2022 wynosi około 30 mld USD. Obecnie na ten rok zaplanowano około 42 mld USD pomocy zagranicznej, a nowy program MFW został wstępnie zatwierdzony. Jednak ewentualna odbudowa będzie kwestią wielu lat, a raczej dziesięcioleci, a konflikt w obecnym kształcie coraz bardziej tkwi w okopach bez istotnych zmian. Ewentualną zmianę może przynieść spodziewana kontrofensywa armii ukraińskiej. Pozytywnym aspektem jest podejście administracji amerykańskiej (w przeciwieństwie do stanowiska niemieckiego), która znalazła się w czołówce państw zaopatrujących Ukrainę w nowoczesniejszy sprzęt. To właśnie ona, wraz z pomocą finansową, może być tym, co znacząco zmieni obecny kształt konfliktu.

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

## WALUTY

Jeśli chodzi o **kurs euro do dolara**, nie sądzimy, aby w tym roku doszło do dalszej znaczącej aprecjacji euro z obecnego poziomu około 1,10 - kurs odzwierciedla dość realistyczny kształt ustawień polityki pieniężnej. Nie widzimy większych zmian w oczekiwaniach rynku co do ewolucji polityki pieniężnej FED i EBC: choć spodziewamy się, że stopy nadal będą musiały rosnąć zarówno w USA, jak i w EMU, aby definitywnie ujarzmić inflację, jednak nie będą musiały rosnąć w takim samym stopniu.

**Zasadniczo korona czeska jest gotowa do deprecjacji** – znacznie ujemne realne stopy procentowe niż w USA czy strefie euro, utrzymująca się inflacja, CNB wciąż niechętny do dalszego podnoszenia stóp, duże deficyty na rachunku obrotów bieżących i ogromne deficyty publiczne. Gdyby nie CNB, korona z pewnością znalazłaby się dziś powyżej 25 koron za euro. Spodziewamy się również, że różnica w stopach procentowych między CNB a FED czy EBC będzie się dalej stopniowo zmniejszać, co naszym zdaniem doprowadzi do presji na koronę. Jest więc prawdopodobne, że korona osłabi się w tym roku do co najmniej 24,50 za euro.

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

**Węgierski forint** znajduje się pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i w finansach publicznych), niezwykle wysokiej inflacji oraz złej sytuacji politycznej. Ekstremalne zacieśnienie polityki w październiku i wielokrotnie deklarowana determinacja węgierskiego banku centralnego do obrony waluty poprzez podnoszenie stóp procentowych skutecznie ustabilizowały forinta w przedziale 370–390 forintów za euro, ale znacząca aprecjacja trendu nie wydaje się być w zasięgu ręki i naszym zdaniem nie nastąpi w tym roku.

## RYNEK AKCYJNY

Krótki kryzys bankowy w marcu, który został szybko zażegnany, pokazał, że obecny system (gospodarczy i geopolityczny) obarczony jest wieloma ryzykami, które mogą szybko wypłynąć na powierzchnię. Ryzyko związane z inflacją, pogarszającą się siłą nabywczą, słabszą sytuacją ekonomiczną niektórych przedsiębiorstw, przerwany łańcuchami popytu i podaży, wysokimi stopami procentowymi, rosnącymi kosztami, geopolityką itp. pozostaje ogromne. Z czasem jednak podmioty gospodarcze dostosują się do wyższych stóp procentowych, a wiele z wyżej wymienionych ryzyk będzie się stopniowo zmniejszać.

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

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

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

## Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje oraz Dokumenty zawierające kluczowe informacje, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej [www.conseq.pl](http://www.conseq.pl).

## DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

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