Kwiecień 2023

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

CONSEQ
JUŻ OD 1994

INDEKSY AKCYJNE	
USA – S&P 500 (USD)	1.46 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1.92 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	2.91 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	–1.34 %
Czechy – PX (CZK)	1.89 %
Polska – WIG30 (PLN)	9.01 %
Węgry – BUX (HUF)	5.92 %

INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas	
USA (USD)	0.54 %
Europa (EUR)	–0.10 %
Czechy (CZK)	0.83 %
Polska (PLN)	0.99 %
Węgry (HUF)	3.34 %
Turcja (TRY)*	–11.72 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek=wzmocnienie)	
USD/EUR	1.66 %
CZK/USD	–1.39 %
CZK/EUR	0.20 %
PLN/EUR	–1.99 %
HUF/EUR	–1.82 %
TRY/EUR	3.18 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	–0.29 %
Gaz (USD)	8.75 %
Fotowoltaika (EUR)	-
Złoto (USD)	1.53 %
Srebro (USD)	3.49 %
Miedź (USD)	–4.50 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka wychodząca z recesji, rosnące zaufanie konsumentów, napięty rynek pracy przejawiający się historycznie niskim bezrobociem i rosnącymi nominalnymi kosztami pracy: wydaje się, że EBC ma jeszcze wiele do zrobienia.

Tempo wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym osiągnęło według pierwszych danych najmniejszy możliwy dodatni wynik **w I kwartale 2023 roku (+0,1% q/q)**; w ujęciu rocznym gospodarka wzrosła o +1,3%. Wśród głównych gospodarek najszybciej rosły Włochy i Hiszpania (+0,5% q/q), a następnie Francja (+0,2%). Natomiast największa gospodarka strefy euro znalazła się w stagnacji. Dane strukturalne nie są dostępne dla żadnej gospodarki z wyjątkiem Francji, gdzie najbardziej negatywnie do wzrostu przyczyniły się zapasy (–0,3% q/q), z kolei eksport netto miał najbardziej pozytywny wkład (+0,6% q/q) dzięki spadkowi importu. Popyt gospodarstw domowych pozostał w stagnacji kwartał do kwartału.

Dane opublikowane w kwietniu były dość mocne.

Sprzedaż detaliczna w pierwszych 2 miesiącach pierwszego kwartału była płaska. O ile w styczniu wzrosła o 0,8% miesiąc do miesiąca, to **w lutym spadła o tyle samo**, głównie z powodu spadku o 1,5% we Francji. W ujęciu rok do roku sprzedaż na koniec lutego spadła o 3,1%, co jest dobrym wynikiem biorąc pod uwagę inflację. Fakt, że sprzedaż detaliczna jest relatywnie prężna w obliczu wysokiej inflacji jest zasługą rynku pracy. **Stopa bezrobocia** na początku 2023 roku utrzymywała się na historycznie niskich poziomach (6,6% w styczniu i lutym, a w **marcu** nawet **6,5%**), przy czym Niemcy nadal miały najniższą stopę bezrobocia spośród największych krajów (2,8% w marcu), a Hiszpania najwyższą (12,8%). Przykrą wiadomością dla EBC jest to, że nominalne koszty pracy rosły w IV kwartale w najszybszym tempie w historii: o 5,7% r/r w całej gospodarce i o 6,2% r/r w usługach. Wysoka inflacja zaczęła więc prawdopodobnie przekładać się na płace.

Produkcja przemysłowa dodała kolejne **1,5% m/m** w lutym 2023 r., po procentowym wzroście w styczniu, tak że rok do roku produkcja wzrosła o 2% w porównaniu z tym samym miesiącem poprzedniego roku. W sektorze wytwórczym produkcja była nawet o 2,7% wyższa rok do roku, co w świetle dotychczasowych zmian wskaźników wiodących, kryzysu energetycznego i inflacji jest wynikiem, o którym naszym zdaniem nikt w tym czasie w 2022 r. nawet nie marzył.

Ponadto indeks menedżerów zakupów w przemyśle (PMI), choć uległ dalszej poprawie na początku 2023 r., utrzymał się poniżej poziomu 50 punktów zarówno w styczniu, jak i w lutym (48,8 punktów w styczniu i 48,5 punktów w lutym) - takie liczby pozwalają oczekiwać spadku produkcji w ujęciu rocznym. Kolejne dwa miesiące nie były inne – **indeks utrzymywał się poniżej 50 punktów. W kwietniu PMI spadł nawet do 45,5 pkt**, co było najniższym poziomem od 35 miesięcy; częściowo w wyniku zawirowań w amerykańskim sektorze bankowym, częściowo z powodu ograniczenia aktywności we Francji w związku ze strajkiem przeciwko reformie emerytalnej (francuski PMI w przemyśle spadł do najniższego poziomu od maja 2020 r.). Dobrą wiadomością dla EBC jest to, że ceny czynników produkcji w subindeksie przemysłowym PMI spadły drugi miesiąc z rzędu dzięki spadającym cenom energii, co znalazło odzwierciedlenie w najwolniejszym wzroście cen produkcji towarów od listopada 2020 r.

Indeks IFO, który śledzi warunki w największej gospodarce strefy euro, również daje obraz rosnącego optymizmu, zwłaszcza co do przyszłości. Jak co miesiąc od października, tak i **w kwietniu** jego **komponent** odwzorowujący **oczekiwania poprawił się** i jest obecnie zaledwie 6 punktów poniżej wartości sprzed wybuchu wojny z lutego 2022 roku (92,2 pkt.).

Sektor usług rozwija się dokładnie odwrotnie niż sektor przemysłowy. W kwietniu jego wartość (56,6 pkt) była najwyższa od kwietnia 2022 r. Relatywna przewaga usług nad przemysłem jest największa od początku 2009 r. i nigdy w historii badania sektor usług nie był tak silny, gdy sektor produkcyjny znajdował się poniżej linii oddzielającej kontrakcję od ekspansji. Wzrost w sektorze usług był napędzany przez najsilniejszy wzrost nowych zamówień od kwietnia 2022 roku, co spowodowało, że subindeks zatrudnienia w sektorze usług osiągnął najwyższy poziom od lipca 2007 roku. Mniej

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

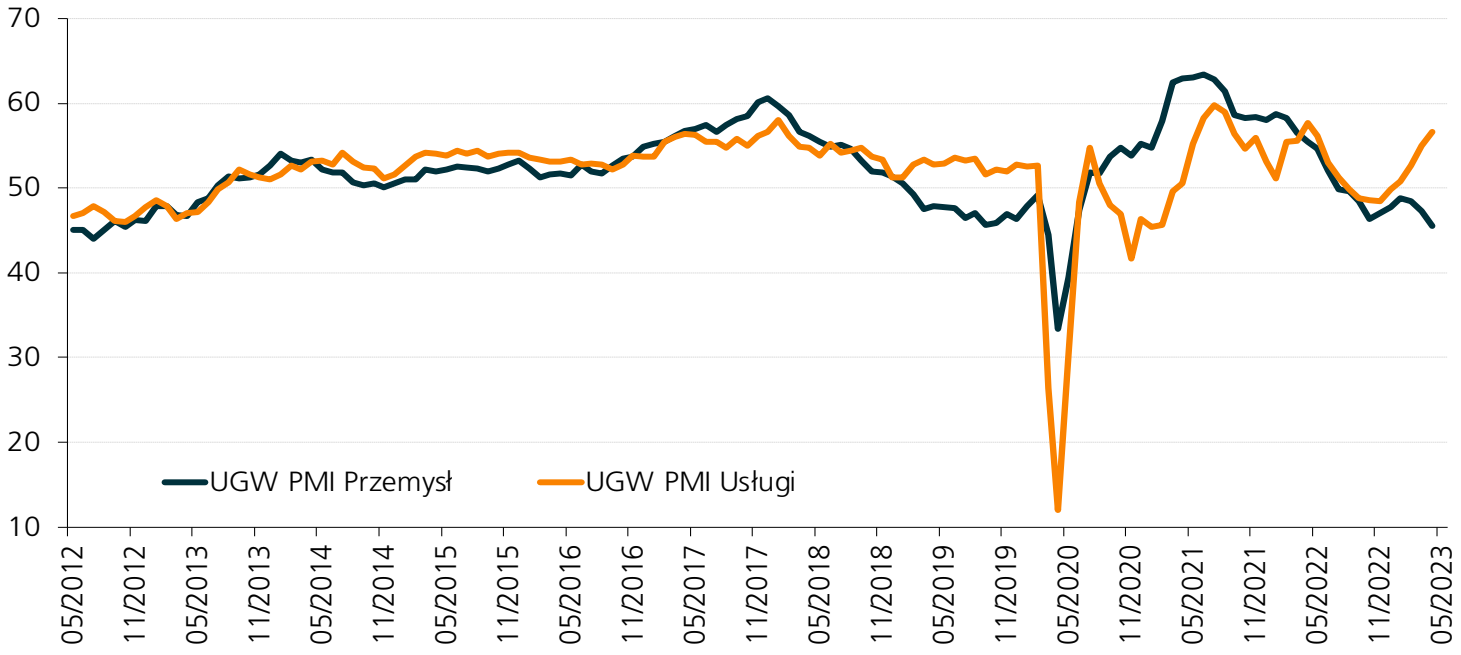
optymistyczne było stwierdzenie, że ceny nakładów w usługach nadal rosły, głównie z powodu kosztów pracy, w wyniku czego ceny produkcji nadal rosły, choć w najwolniejszym tempie od roku i jednego kwartału.

Poprawa nastrojów w usługach **koresponduje z poprawą zaufania gospodarstw domowych**, którą obserwujemy od września ubiegłego roku. Wówczas zaufanie gospodarstw domowych osiągnęło rekordowo niski poziom –28,7 pkt (o 4 pkt niższy od poprzedniego minimum z kwietnia 2020 r.), ale na początku tego roku wróciło do poziomu –20,7 pkt, a **na początku II kwartału osiągnęło poziom –17,5 pkt**. Choć z perspektywy historycznej jest to wciąż niski poziom, to jednak przekracza on już poziomy obserwowane podczas kryzysu finansowego z lat 2008 - 2009 czy kryzysu zadłużenia z lat 2011 - 2013 (kiedy zaufanie gospodarstw domowych wynosiło około –20 do –22 punktów).

Dynamika inflacji pozostaje wysoka. Wyrównana sezonowo **inflacja bazowa** dodała 0,6% m/m w kwietniu, według wstępnych danych, i **1,52% przez ostatnie 3 miesiące.** W ujęciu annualizowanym było to tempo jeszcze szybsze niż roczny wskaźnik inflacji bazowej, który w kwietniu wyniósł 5,6%. **Inflacja zasadnicza wyniosła 7%.**

EBC nie zebrał się w kwietniu. Opublikowane w kwietniu protokoły z marcowego posiedzenia, opisujące spotkanie tuż po upadku Silicon Valley Bank, na którym EBC podniósł stopy o pół punktu procentowego, pokazują, że obawy o utrzymującą się inflację były silniejsze niż te o potencjalne problemy w sektorze bankowym. Widać to wyraźnie w zdaniu, że ***„o ile sytuacja nie ulegnie znacznemu pogorszeniu, zawirowania na rynkach finansowych raczej nie zmienią poglądu Rady Prezesów na przyszłą ścieżkę inflacji"*** lub w zdaniu, że ***„wobec utrzymującej się inflacji polityka pieniężna EBC musi być również konsekwentna"***. A o tym, że prawdopodobnie zobaczymy kolejne podwyżki stóp świadczy sceptycyzm niektórych członków Rady, że prognoza EBC, która maluje (jak w Czechach) liniową, bezbolesną i szybką dezinflację, daje rynkom złudzenie, że **„nieskażona dezinflacja"** jest możliwa. Ponadto, w kwietniu kilku bankierów centralnych stwierdziło, że inwestorzy nie doceniają zakresu podwyżek stóp przez EBC i że EBC będzie podnosił stopy o wiele dłużej, np. jak powiedział Pierre Wunsch, prezes belgijskiego banku centralnego, „dopóki wzrost płac się nie ustabilizuje, nawet jeśli oznacza to dojście do 4%".

Zaufanie dla przemysłu i usług dramatycznie się rozbiega



Źródło: *Markit.*

USA

W pierwszym kwartale gospodarka nadal się rozwijała, a popyt gospodarstw domowych pozostał silny. Rynek pracy pozostaje na razie ciasny, ale jego przełożenie na płace jest ograniczone. Problemy w bankowości regionalnej utrzymają Fed w zawieszeniu przez jakiś czas.

Wzrost gospodarczy w USA spowolnił w pierwszym kwartale, ale pozostał dodatni. O ile w IV kwartale 2022 r. annualizowana stopa osiągnęła poziom 2,6%, **to w I kwartale 2023 r. wyniosła już tylko 1,1%.** Pozytywny był jednak zarówno fakt, że wzrost pozostał dodatni, jak i jego struktura. Negatywny wpływ na wzrost w 1Q23 miał przede wszystkim znaczny **spadek zapasów**, który **odjął 2,3 p.p. od wzrostu**, ale może to być dobra wiadomość na kolejny kwartał. W świetle informacji, że wkład popytu gospodarstw domowych do wzrostu wyniósł +2,5 p.p. (czyli, wyłączając ożywienie covidowe, najwyższy poziom jak dotąd od 4Q2017), możliwe jest, że firmy nie spodziewały się tak silnego popytu i musiały sięgnąć po zapasy. Jeśli tak było, to zapasy

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

będą musiały być uzupełnione w najbliższych miesiącach, co (wyłączając zapasy importowe) jest pozytywne dla PKB.

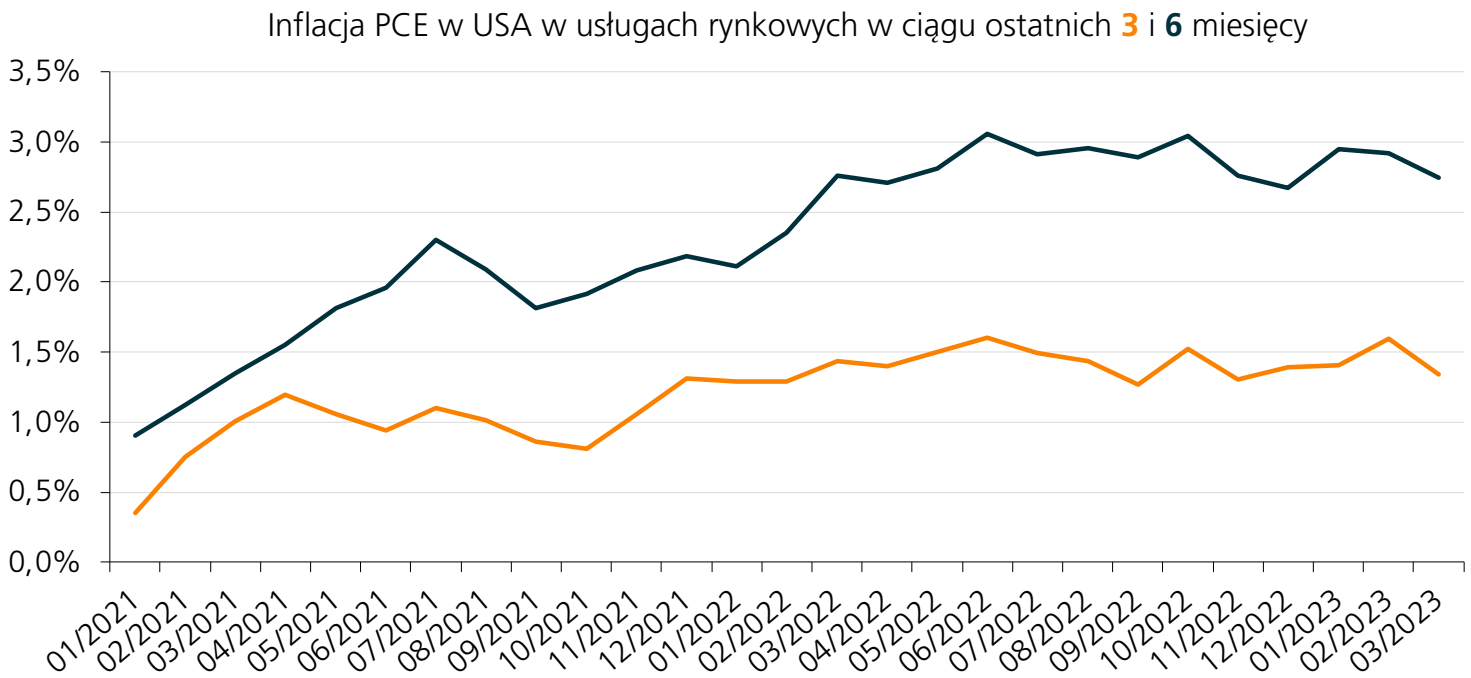
Dane miesięczne opublikowane w kwietniu 2023 roku były dość mocne.

Realna sprzedaż detaliczna rozpoczęła ten rok stosunkowo dobrze. Odnotowała ona bowiem w pierwszym kwartale wzrost o **0,5% w ujęciu kwartalnym**, co miało pozytywny wydźwięk i znalazło odzwierciedlenie w silnym popycie krajowym opublikowanym w pierwszym szacunku wzrostu PKB za I kwartał. Oczywiście największa w tym zasługa rynku pracy, który jest najsilniejszy od 50 lat. W **marcu stopa bezrobocia** wyniosła 3,5%, co nadal jest najniższym poziomem, jaki widzieliśmy od 1969 roku. Ta niska stopa bezrobocia utrzymała się nawet wtedy, gdy współczynnik aktywności zawodowej wzrósł w marcu do kolejnego po covidzie maksimum (do 62,6%). Inne monitorowane stopy bezrobocia również są bardzo niskie - stopa U6 (obejmująca 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) wyniosła w marcu 6,7%. Trwa szybkie tworzenie miejsc pracy – **w marcu 2023 roku gospodarka USA stworzyła 189 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym, ponownie powyżej oczekiwań, a w pierwszym kwartale 808 tys.** Co nie powinno dziwić, badanie JOLTS po raz kolejny potwierdziło, że liczba wolnych miejsc pracy utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie - o ile przed pandemią wskaźnik ten oscylował w okolicach 6–7 mln, o tyle dziś jest dwucyfrowy a jeszcze w lutym był na poziomie 10 mln. **Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych składanych po raz pierwszy** utrzymuje się na historycznie bardzo niskich poziomach (240 tys.) nawet po rewizji poprzednich danych przez Departament Pracy USA: w poprzednich fazach ekspansji najniższy poziom przypadał na początek lat 2000, kiedy to wynosił 270 tys. (i przy liczbie osób w gospodarce zauważalnie niższej niż obecnie). Wszystkie te dane wskazują więc nadal na jedno - bardzo ciasny rynek pracy.

To aż dziwne, że wzrost płac nie jest szybszy. Według danych Atlanta Fed (opartych na Current Population Survey, czyli CPS), podczas gdy wzrost płac ponownie przyspieszył **do 6,4% r/r w marcu 2023** r. (z 6,1% w lutym), tzw. dane Current Employment Statistics (CES) określają kwartalną stopę wzrostu na poziomie 0,8% (lub 2% półrocznie) dzięki wzrostowi o 0,27% m/m w marcu; W ujęciu rok do roku tempo 4,2% (z wyłączeniem stycznia 2023 r.) było najwolniejsze od sierpnia 2021 r. (4,4%). Już sama różnica między tymi dwoma badaniami jest ciekawa i komplikuje ocenę, czy wysoka inflacja i ciasny rynek pracy przekładają się na płace, czy też nie.

Zamówienia na dobra trwałe spadły o 3% w pierwszym kwartale tego roku, ale było to głównie spowodowane niestabilną kategorią samolotów i broni: **pomijając te dwie kategorie** w pierwszym kwartale również nastąpił spadek, ale tylko o 0,6%. Odpowiadał temu również minimalny negatywny wkład (–0,7 pp) ze strony inwestycji w środki trwałe do annualizowanego wzrostu kwartalnego w 1Q23. Rok do roku nominalne tempo wzrostu zamówień z wyłączeniem samolotów i broni osiągnęło na koniec pierwszego kwartału +2%. **Jeśli chodzi o realną produkcję przemysłową, to rosła ona w każdym miesiącu pierwszego kwartału tego roku, łącznie o 1,6 % kwartał do kwartału.** W ujęciu rok do roku, realna produkcja wzrosła o 0,5% na koniec pierwszego kwartału, co jest bardzo dobrym wynikiem biorąc pod uwagę to, co wydarzyło się w ciągu ostatniego roku.

Dynamika inflacji nie zwalnia, zwłaszcza w usługach pozostaje wysoka



Źródło: *BLS, dostępne TUTAJ*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Inflacja bazowa dodała w marcu 0,3% m/m, podobnie jak w lutym, co oznacza, że **w ciągu ostatnich trzech miesięcy** poziom cen bazowych wzrósł **o 1,2%**, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 2%. Innymi słowy, zarówno dynamika kwartalna jak i półroczna pokazuje, że inflacja bazowa rośnie w tempie pomiędzy 4,5% a 5%, a nie w tempie zbliżonym do celu amerykańskiego banku centralnego. Szczególnie silny pozostał **wzrost cen usług rynkowych**, który wyniósł 1,3% w ostatnim kwartale i 2,8% w ostatnim półroczu. W ujęciu rok do roku ten składnik inflacji PCE, na który najsilniej oddziałuje rozwój płac, osiągnął poziom 5,7%.

Najbliższe (majowe) posiedzenie Fed kończy się dopiero po terminie oddania tego materiału (3 maja 2023 r.). Na ostatnim dotychczasowym posiedzeniu w połowie marca 2023 r., pomimo bardzo silnych danych makroekonomicznych i pomimo przyznania przez Powella w pierwszej połowie marca, że ponowne przyspieszenie tempa zacieśniania z powrotem do kroków półprocentowych może być konieczne, Fed podniósł stopy zaledwie o ćwierć punktu procentowego do przedziału 4,75%–5%. Powodem był fakt, że w połowie marca upadł amerykański Silicon Valley Bank, co wystraszyło Fed – **kilku członków FOMC, według opublikowanego w kwietniu protokołu, chciało nawet wstrzymać zacieśnianie polityki, by kupić czas na ocenę, czy upadek SVB nie spowodował nadmiernego zacieśnienia kanału kredytowego**. Ale jednocześnie w protokole napisano, że kilku członków FOMC rozważyłoby podniesienie stóp o pół punktu procentowego, gdyby nie problem w sektorze bankowym.

CEE3

POLSKA

Słabe miesięczne dane z gospodarki realnej z jednej strony, kontynuacja silnego wzrostu cen z drugiej.

Dane o wzroście gospodarczym w I kwartale nie będą dostępne wcześniej niż w połowie maja. Dane opublikowane w kwietniu były bardzo słabe.

Produkcja przemysłowa spadła w marcu o 1% w stosunku do poprzedniego miesiąca. Biorąc pod uwagę wydarzenia ze stycznia (spadek o 1,3% m/m) i lutego (wzrost o 0,9%), przemysł z pewnością nie pomógł wzrostowi PKB w I kwartale, a wręcz przeciwnie. W ujęciu rocznym produkcja była niższa o 2,5% w marcu i o 0,6% r/r w całym I kwartale.

Wskaźnik **PMI** w styczniu i lutym po dłuższym czasie wreszcie mniej więcej dopasował się do tych zmian (w styczniu 2023 roku indeks poprawił się do 47,5 pkt, w lutym do 48,5 pkt). W marcu (48,3 pkt.) **PMI** skutecznie zatrzymał się na wartości z poprzedniego miesiąca, natomiast **w kwietniu spadł do 46,6 pkt. podobnie jak w Czechach**. Jest zbyt wcześnie, aby powiedzieć, czy powinniśmy oczekiwać pogorszenia dynamiki produkcji w 2Q23 (to wciąż tylko wartość kwietniowa), a wskaźnik PMI często nie odpowiada zbytnio bieżącej sytuacji w produkcji. W porównaniu z poprzednim miesiącem w PMI pogorszyły się zwłaszcza nowe zamówienia, podobnie było w Czechach. Dobrą wiadomością było spowolnienie subindeksu cen nakładów i produkcji, podobnie jak w poprzednim miesiącu: obie kategorie po raz pierwszy od dłuższego czasu odnotowały spadek (a nie tylko spowolnienie tempa wzrostu, jak w przeszłości).

Realna sprzedaż detaliczna, po silnym wzroście w styczniu (o 2,3% m/m), w lutym **spadła** o jeszcze silniejsze 4,1% m/m, a w marcu o kolejne **1,3%.** Tym samym za pierwsze 3 miesiące tego roku są one niższe o 3,5% w porównaniu z analogicznym okresem 2022 roku; dynamika w pierwszym kwartale, kiedy to sprzedaż spadła o ponad 3% w stosunku do końca 2022 roku, sugeruje, że śledzone przez media tempo spadku rok do roku będzie się pogłębiać w kolejnych kwartałach. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska, utrzymująca się w styczniu, lutym i marcu na poziomie nieco powyżej 5% (5,3%). Nie jest więc z pewnością zaskoczeniem, że płace nadal rosną - **w marcu wzrost płac nominalnych** wyniósł **12,6%.**

W świetle powyższego nie dziwi chyba fakt, że **inflacja wciąż nie odpuszcza**. Inflacja zasadnicza dodała 1,1% miesiąc do miesiąca w marcu i **0,7% w kwietniu według wstępnych danych**, co oznacza, że zasadniczy poziom cen jest już o 5,5% wyższy niż pod koniec ubiegłego roku. To prawdopodobnie tłumaczy częściowo spadek sprzedaży. Tempo wzrostu poziomu cen rok do roku wyniosło w kwietniu 14,7%. Zgodnie z pełnymi danymi za marzec, wzrost cen pozostaje szeroki: w rzeczywistości ceny towarów dodały w marcu 1,2% m/m, a ceny usług 0,8%. **Inflacja bazowa** wyniosła **w marcu 16% r/r** (nie mamy jeszcze danych o inflacji bazowej za kwiecień).

Na posiedzeniu 5 kwietnia RPP pozostawiła kluczową stopę referencyjną na niezmienionym poziomie 6,75%. Rada pozostaje w przekonaniu, że zacieśnienie stóp jest wystarczające, a globalne spowolnienie gospodarcze i spadek cen surowców ostatecznie popchną polską inflację w kierunku celu.

ROPA

Do marca niewiele działo się na rynku ropy, zarówno w styczniu jak i w lutym jej cena oscylowała jedynie w granicach 72 - 78 dolarów za baryłkę. W marcu, po upadku amerykańskiego banku SVB, ropa na krótko spadła do 65 dolarów za baryłkę, z tego poziomu pod koniec miesiąca powróciła powyżej 80 dolarów za baryłkę za sprawą zapowiedzi Arabii Saudyjskiej i innych krajów o obniżeniu produkcji (od maja) nawet o 1,15 mln baryłek dziennie. Upadek innego amerykańskiego banku (First Republic) spowodował, że na przełomie kwietnia i maja cena powróciła poniżej 70 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

Globalne rynki akcji po burzliwym marcu przeszły niewielką konsolidację i zakończyły kwiecień skromnymi zyskami. Problemy amerykańskiego systemu bankowego nadal odbijają się szerokim echem, a dyskusje na temat pułapu zadłużenia USA nie milkły. Kwestia dofinansowania pogrążonej w kłopotach amerykańskiego banku First Republic była przedmiotem dyskusji przez cały miesiąc. Napływające wyniki finansowe korporacji za pierwszy kwartał tego roku były przeciętnie lepsze od szacunków analityków. Microsoft, Amazon i producent broni Lockheed Martin - wszystkie te firmy odnotowały dobre wyniki. Akcje Tesli straciły na wartości na skutek gorszych danych o zarobkach w reakcji na rosnącą globalną konkurencję. Wyższe zyski dotyczyły głównie większych, „mniej ryzykownych" spółek. Z drugiej strony, spółki o mniejszej kapitalizacji nadal pozostają w tyle. Komentarze bankierów centralnych nadal były uważnie obserwowane, a rynek, przynajmniej w USA, oczekiwał rychłego szczytu podwyżek stóp procentowych. Amerykański indeks akcji S&P 500 zyskał w kwietniu +1,5% miesiąc do miesiąca, europejski indeks DJ STOXX 600 +1,9%, a japoński indeks Nikkei225 +2,9%.

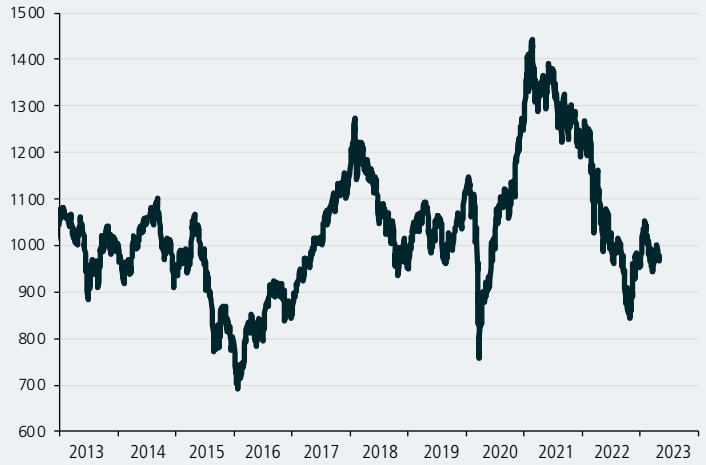
Akcje notowane na giełdach w Europie Środkowej dobrze radziły sobie w kwietniu. Głównym pozytywnym kontrybutorem był rynek polski (indeks WIG30 +9,0%), który stanowi płynne przybliżenie naszego regionu Europy Środkowej wśród wiodących inwestorów globalnych. Po części dzięki dobrym wynikom kwartalnym, spółki z sektora konsumenckiego i bankowego odnotowały dwucyfrowe wzrosty cen akcji. Akcje banków skorygowały wcześniejsze wyprzedaże spowodowane marcowymi obawami o sytuację na świecie, natomiast siła kapitałowa lokalnych banków jest bardzo duża i problemy podobne do tych, z jakimi borykają się średniej wielkości banki amerykańskie, są bardzo mało prawdopodobne. Inwestorzy docenili w ten sposób lokalne tanie wyceny i pociągnęli w górę wszystkie regionalne indeksy. W przypadku węgierskiego indeksu BUX (+5,9%), pozytywny wpływ miały wszystkie cztery główne akcje, a mianowicie farmaceutyczny Richter Gedeon (+11,5%), energetyczny MOL (+6,9%), Magyar Telekom (+6,4%) oraz OTP Bank (+3,2%). Na praskiej giełdzie najwięcej zyskały akcje CEZ (+9,1%), gdzie inwestorzy spekulują na temat możliwości wykupu przez państwo, a następnie banki.

Akcje rynków wschodzących generalnie nie radziły sobie najlepiej, a indeks MSCI Emerging Markets USD stracił 1,3%. Rynki azjatyckie nie miały wyraźnego kierunku. Akcje w Chinach i na Tajwanie (indeks CSI300 –0,5%, Hong-Kong –2,5%, Tajwan –3,4%) straciły najwięcej z powodu rosnących napięć z krajami zachodnimi; ponadto administracja amerykańska rozważa ograniczenia inwestycji bezpośrednich. Nie pomogły też lepsze dane pokazujące poprawiającą się kondycję chińskiej gospodarki. Przeciwnie, akcje w Indiach wzrosły, korzystając ze spadającej inflacji i solidnych danych gospodarczych. Akcje tureckie spadały drugi miesiąc z rzędu z powodu zwiększonej niepewności politycznej przed majowymi wyborami prezydenckimi. Akcje w Ameryce Łacińskiej miały spokojny miesiąc, przy czym akcje brazylijskie i meksykańskie zyskały ponad 2%.

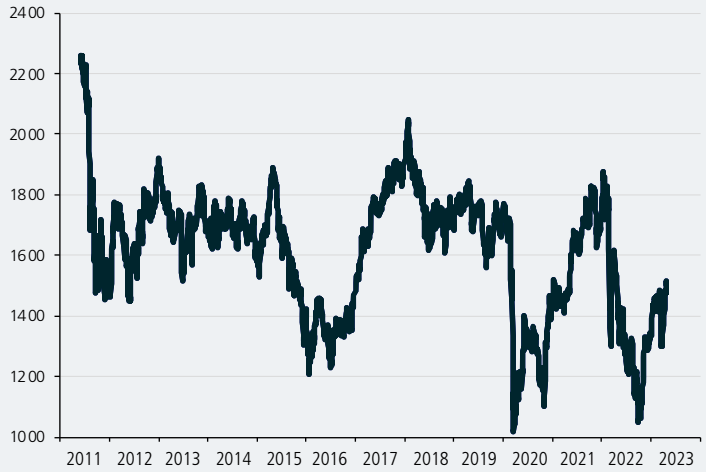
INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

MSCI WORLD INDEX

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku sytuacja na rynkach obligacji skarbowych była w kwietniu podobna - rentowność nie zmieniła się zbytnio w ujęciu sumarycznym między końcem marca a końcem kwietnia. W połowie kwietnia wzrosła ona w szczególności w strefie euro (o ok. +15 do +20 pb w porównaniu z końcem marca), ale następnie, w związku z narastającymi problemami w innych bankach regionalnych w USA, spadła do poziomu z początku kwietnia (rentowność obligacji dwuletnich 2,7%, dziesięcioletnich 2,3%). W USA na koniec kwietnia dwuletnia rentowność była nieco powyżej 4,1%, a dziesięcioletnia nieco powyżej 3,5%, czyli również zasadniczo na tym samym poziomie co na początku miesiąca.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych w kwietniu 2023 r. była spokojna. Tak zwany całkowity indeks zwrotu (TRI) wzrósł na koniec kwietnia zarówno dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym, jak i inwestycyjnym denominowanych w EUR w porównaniu z końcem marca, aczkolwiek tylko nieznacznie (0,3%). Dla instrumentów denominowanych w dolarach zmiany były większe, ale nadal niewielkie (około 0,8%). Spready kredytowe, po znacznym spadku w 4Q22 (łącznie o prawie 70% i 40% odpowiednio dla klasy spekulacyjnej i inwestycyjnej) i po dalszym spadku w 1Q23 (odpowiednio 8% i 7%), w kwietniu uległy stagnacji (również zaskakującej).

RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Czeska krzywa dochodowości w kwietniu 2023 roku najpierw wzrosła, a następnie powróciła do wartości z końca marca. W połowie ubiegłego miesiąca, w związku ze wzrostem rentowności w strefie euro, rentowność czeskich obligacji rządowych wzrosła o około 20 pb do poziomu 5,7% (dwuletnie) i 4,9% (dziesięcioletnie). Pod koniec miesiąca rentowność powróciła jednak do poziomu niższego o około 5 pb od wartości z końca marca, tj. dwuletnie rentowności spadły o około 25 pb do poziomu 5,5%, dziesięcioletnie o 33 pb do poziomu 4,7%.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska krzywa dochodowości również podążała w kwietniu za strefą euro. W pierwszej połowie miesiąca rentowność obligacji dwuletnich wzrosła do 6,1% (+10 pb), a dziesięcioletnich do 6,2% (+10 pb), po czym pod koniec kwietnia spadła z powrotem poniżej 5,9% zarówno dla dwu-, jak i dziesięcioletnich terminów.

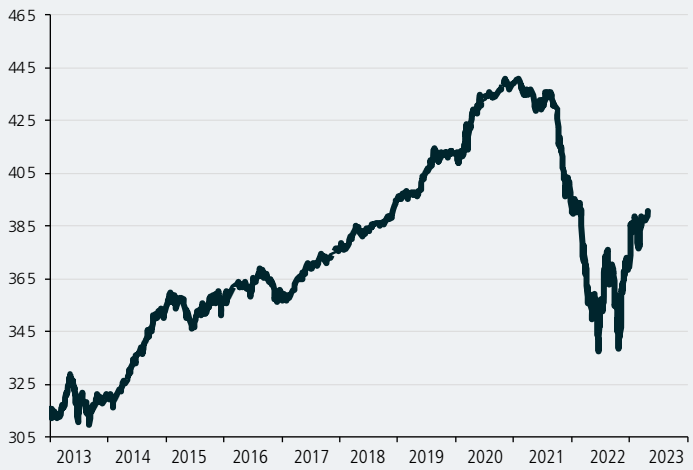
RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Coraz bardziej potwierdza się, że gospodarka ukraińska zdołała niewiarygodnie dobrze przystosować się do obecnej sytuacji. Wskaźniki aktywności przemysłowej znajdują się na poziomie sprzed konfliktu, spowolnienie gospodarcze było nieco mniejsze niż oczekiwano (w sumie jest mniej więcej na poziomie z 2020 roku), a inflacja nie przyspiesza dalej. Na początku kwietnia MFW zatwierdził program w wysokości około 16 mld USD, przy czym natychmiast uwolniono 2 mld USD. Wielkość pomocy zagranicznej tylko na ten rok wynosi obecnie 40 mld dolarów (około ¼ przedwojennego PKB Ukrainy; w ubiegłym roku było to 32 mld dolarów; rezerwy walutowe ukraińskiego banku centralnego są najwyższe od 2011 roku i tylko o 2,4 mld dolarów niższe od rekordowego poziomu), a w najbliższych tygodniach bardzo prawdopodobne jest, że armia ukraińska rozpocznie kontrofensywę.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

W kwietniu złagodzono również ograniczenia walutowe i wprowadzono możliwość repatriacji kuponów i obligacji należnych w przyszłości w hrywnach (poprzednie wypłaty nie zostały naruszone i nadal są zablokowane). Aktywność banków krajowych na rynku wtórnym obligacji państwowych w UAH (która wcześniej była raczej niska, a ceny powielały poziomy ukraińskich obligacji państwowych w USD na poziomie 20–40%) również systematycznie rosła, a nam udało się sprzedać pozycje w lokalnych obligacjach nieco powyżej 70% wartości nominalnej.

WALUTY

Dolar osłabił się wobec euro w kwietniu do 1,10. Przyczyną utrzymującej się słabości dolara jest jastrzębi EBC, który będzie nadal podnosił stopy, podczas gdy Fed prawdopodobnie zrobi sobie przerwę po majowej podwyżce, oraz problemy sektora bankowego, które obecnie są bardziej widoczne w USA.

Waluty Europy Środkowej w kwietniu radziły sobie różnie. Najlepiej radził sobie polski złoty, który umocnił się z poziomu 4,70 do 4,55 pomimo rosnącej nerwowości związanej z napiętą sytuacją bankową w USA. **Węgierski forint** oscylował w wąskim paśmie ±5 HUF wokół poziomu 375 HUF przez cały kwiecień. **Czeska korona** była stosunkowo najsłabsza w kwietniu, osłabiając się do 23,60 w drugiej połowie miesiąca

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 pomimo kwietniowej aprecjacji. Bank centralny może być skłonny do dalszych podwyżek stóp.

RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Na całej Ukrainie trwają ataki rakietowe, nie tylko na infrastrukturę strategiczną, ale także cywilną. Pomoc finansowa i ogólne wsparcie Zachodu jeszcze nie ustało. W roku 2022 była to kwota 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 nowocześniejszy sprzęt. To właśnie ona, wraz z pomocą finansową, może być tym, co znacząco zmieni obecny kształt konfliktu.

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, dlatego nie spodziewamy się znaczącej presji na kurs walutowy z jednej lub drugiej strony.

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

Wyniki rynków akcji w najbliższych miesiącach będą charakteryzować się dużą zmiennością. Trwające problemy amerykańskich banków średniej wielkości przypomniały nam, że obecny system (gospodarczy i geopolityczny) ma wiele zagrożeń, które mogą szybko wypłynąć na powierzchnię. Ryzyko związane z inflacją, pogorszeniem siły nabywczej, słabszą sytuacją ekonomiczną niektórych firm, przerwaniem łańcuchów dostaw-konsumpcji, wysokimi stopami procentowymi, wzrostem kosztów,

OCZEKIWANY ROZWÓJ

geopolityką itp. pozostaje duże. Z czasem jednak podmioty gospodarcze dostosują się do wyższych stóp procentowych i wiele z wymienionych ryzyk będzie stopniowo ograniczanych.

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

Europejskie akcje są tańsze pod względem wartości niż akcje amerykańskie, gdzie Europa może skorzystać na wycofaniu produkcji z bardziej ryzykownych regionów w pewnych warunkach, a jednocześnie w wielu sektorach potrzebne będą nowe inwestycje. 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 ważone wartością tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja, napędzana przez gospodarkę chińską, doświadczy ożywienia gospodarczego po trwających blokadach covidowych. Chiński konsument nie otrzymał tak silnej rekompensaty jak gospodarstwa domowe w Europie czy USA. Ożywienie nie będzie więc szybkie i nastąpi dopiero po zakończeniu pierwszego kwartału tego roku. Jednak potencjał wzrostu gospodarczego w Chinach jest wciąż wyższy niż w gospodarkach zaawansowanych. Przy ogólnie wyższych stopach procentowych spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach akcji, którą lepiej wykorzystają zarządzający funduszami aktywnymi niż zorientowane na indeksy strategie pasywne. Era zerowych stóp procentowych i taniego pieniądza już minęła. Strategie inwestycyjne muszą się do tego dostosować.

Ważna informacja:

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

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

fundusze@conseq.pl +48 22 208 99 49 www.conseq.pl