

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH



INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-0,99 %	USA (USD)	-2,38 %	USD/EUR	-2,25 %	Ropa Brent (USD)	1,94 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-3,35 %	Europa (EUR)	-0,97 %	CZK/USD	2,73 %	Gaz (USD)	-7,39 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	3,06 %	Czechy (CZK)	-1,64 %	CZK/EUR	0,42 %	Fotowoltaika (EUR)	0,46 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-4,38 %	Polska (PLN)	-2,04 %	PLN/EUR	1,64 %	Złoto (USD)	4,29 %
Czechy – PX (CZK)	1,74 %	Węgry (HUF)	-2,81 %	HUF/EUR	2,78 %	Srebro (USD)	4,25 %
Polska – WIG30 (PLN)	-4,67 %	Turcja (TRY)*	-2,12 %	TRY/EUR	-1,97 %	Miedź (USD)	-3,22 %
Węgry – BUX (HUF)	-0,04 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wzrost w III kwartale zaskoczył, ale bolesne miejsca (przemysł, słaby handel detaliczny) nie dają nadziei, że był to coś więcej niż wyjątek. Inflacja w dalszym ciągu stopniowo spowalnia.

Według pierwszego szacunku, **dynamika wzrostu PKB strefy euro** w ujęciu kwartał do kwartału wyniosła w III kwartale **0,4 % kw./kw.**, co oznaczało, że roczna dynamika wzrostu osiągnęła 0,9 %. Tempo było lepsze niż oczekiwano, a analitycy ankietowani przez Bloomberg spodziewali się tempa kwartał do kwartału na poziomie zaledwie 0,2 %. Gospodarka niemiecka dodała 0,2 % kw./kw. (po -0,3 % w II kw.), hiszpańska 0,8 % kw./kw. (podobnie jak w I i II kw.), a francuska 0,4 % kw./kw. (po pierwszych dwóch kwartałach tego roku, kiedy to wzrósł o 0,2 % kw./kw.). Gospodarka francuska, której wzrost PKB został wsparty przez Igrzyska Olimpijskie, była także pierwszą i jedyną dużą gospodarką, która opublikowała swoją strukturę wzrostu. Za wzrostem stał silny wzrost popytu gospodarstw domowych (+0,5 % kw./kw., według francuskiego urzędu statystycznego połowa z tego to zasługa Igrzysk Olimpijskich), z drugiej strony znaczący spadek nakładów brutto na środki trwałe (-0,8 % kw./kw.). Niewielki dodatni udział (+0,1 p. b.) we wzroście zanotował eksport netto, podobnie jak zapasy (+0,1 % p. b.).

Dane opublikowane w październiku, wraz z tymi opublikowanymi wcześniej, zapowiadały pewną nieznaczną poprawę dynamiki wzrostu.

Po **wzroście** o 0,4 % w I kwartale i niewielkim spadku (-0,3 %) w II kwartale, sprzedaż detaliczna **nieznacznie wzrosła w pierwszych dwóch miesiącach III kwartału**. Oczywiście znaczących wzrostów nie było: w lipcu tylko stagnacja, w sierpniu +0,3 m/m. Tempo wzrostu rok do roku nadal wynosi marne 0,7 %, podczas gdy wszystkie główne gospodarki znajdują się w zasadniczo stagnacji, a jedyna rozwijająca się (Hiszpania) odnotowuje tempo wzrostu handlu detalicznego wynoszące zaledwie 2,4 % r/r.

Biorąc pod uwagę, że rynek pracy jest nadal silny, a inflacja wyhamowała, zaskakujące są tegoroczne słabe wyniki sprzedaży. **Stopa bezrobocia**, która po wyrównaniu sezonowym w pierwszych dwóch kwartałach wynosiła średnio 6,5 % na początku drugiej połowy (w lipcu i sierpniu) spadła do 6,4 %, co jest najniższym poziomem w historii. Najniższy z dużych krajów nadal występuje w Niemczech (3,5 %), najwyższy w Hiszpanii (11,3 %). Stopa bezrobocia we Włoszech zanotowała stosunkowo szybki spadek, kiedy to na początku roku wynosiła 7,3 %, a dziś jest o jeden punkt procentowy niższa.

Z perspektywy historycznej, **płace nadal rosną dość szybko, chociaż roczna dynamika płac negocjowanych**, wskaźnik bacznie obserwowany przez EBC, znacznie **spowolniła w II kwartale** do **3,6 %** po wzroście o 4,7 % w I kwartale. Było to najwolniejsze tempo wzrostu tego wskaźnika od ostatniego kwartału 2022 roku. **W II kwartale spadły także nominalne koszty pracy**: dynamika kwartał do kwartału wzrosła z 1,1 % do 0,8 %, a w usługach nawet z 1,1 % do 0,6 %.

Po słabym II kwartale, w którym **produkcja przemysłowa** spadła o 1 % (a w całym pierwszym półroczu o 2,6 %), w III kwartale **produkcja przemysłowa** radzi sobie nieco lepiej. Dzięki silnemu wzrostowi o 1,8 % m/m w sierpniu odrobiła spadek z lipca (-0,5 % m/m) i wydaje się, że **w III kwartale może zanotować pierwszy wzrostowy kwartał w tym roku**. Jednak generalnie nie jest to chwala: tempo rok do roku w sierpniu wyniosło zaledwie 0,1 %, wśród głównych krajów niższa produkcja rok do roku jest w Niemczech (-2,5 %), Włoszech (-3,2 %) i Hiszpania (-1,3 %).

Nawet jeśli w III kwartale branży uda się osiągnąć dodatnie liczby, będzie to raczej wyjątek niż oznaka trwałej poprawy sytuacji. Rzeczywiście, wskaźnik menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle przetwórczym jest nadal daleki od powrotu do obszaru wzrostu (tj. powyżej 50 punktów): **w III kwartale wynosił średnio 45,5 punktu i 45,9 punktu na początku IV kwartału**, który był pięciomiesięcznym maksimum, ale i tak jest to sytuacja nieco gorsza niż w pierwszej połowie tego roku (średnia 46,3 pkt); w pierwszej połowie roku branża spadła jednak o ponad 2,5 %. Indeks PMI dla przemysłu utrzymuje się poniżej 50 punktów

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

już dziewiętnaście miesięcy z rzędu. Tymczasem liczba nowych zamówień nadal spada, mniej więcej w tym samym tempie, co w ciągu ostatnich kilku miesięcy, więc naprawdę nie możemy spodziewać się w najbliższej przyszłości zwrotu w branży.

Nawet w przypadku **indeksu IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech, **nie zaobserwowaliśmy żadnych oznak, że sytuacja zmienia się na lepsze**. Na początku IV kwartału utrzymuje się sytuacja, którą obserwujemy od lipca: od lipca wskaźnik oceny sytuacji bieżącej, który przez trzy poprzednie lata znajdował się powyżej wskaźnika oczekiwań, spadł poniżej niego. Ponieważ wskaźnik oczekiwań utrzymuje się od dłuższego czasu na niezmiennie niskim poziomie, widać wyraźnie, że obecna sytuacja nie jest (nawet) dobra (o perspektywach nie trzeba mówić, pesymizm co do przyszłości jest obecny w danych IFO w zasadzie nieprzerwanie od 2022 r.).

W sektorze usług, według indeksu PMI, sytuacja jest lepsza w porównaniu do przemysłu, choć i tutaj w ostatnim czasie obserwujemy pogorszenie. Choć od lutego bieżącego roku indeks utrzymuje się powyżej 50 punktów, to **we wrześniu spadł do 51,2 pkt** (wobec końcowych 51,4 pkt we wrześniu), **osiągając najniższy poziom od ośmiu miesięcy**. Przyczyną zauważalnego spadku we wrześniu i październiku był spadek nowych zamówień, którego tempo w październiku było najwyższe od 9 miesięcy.

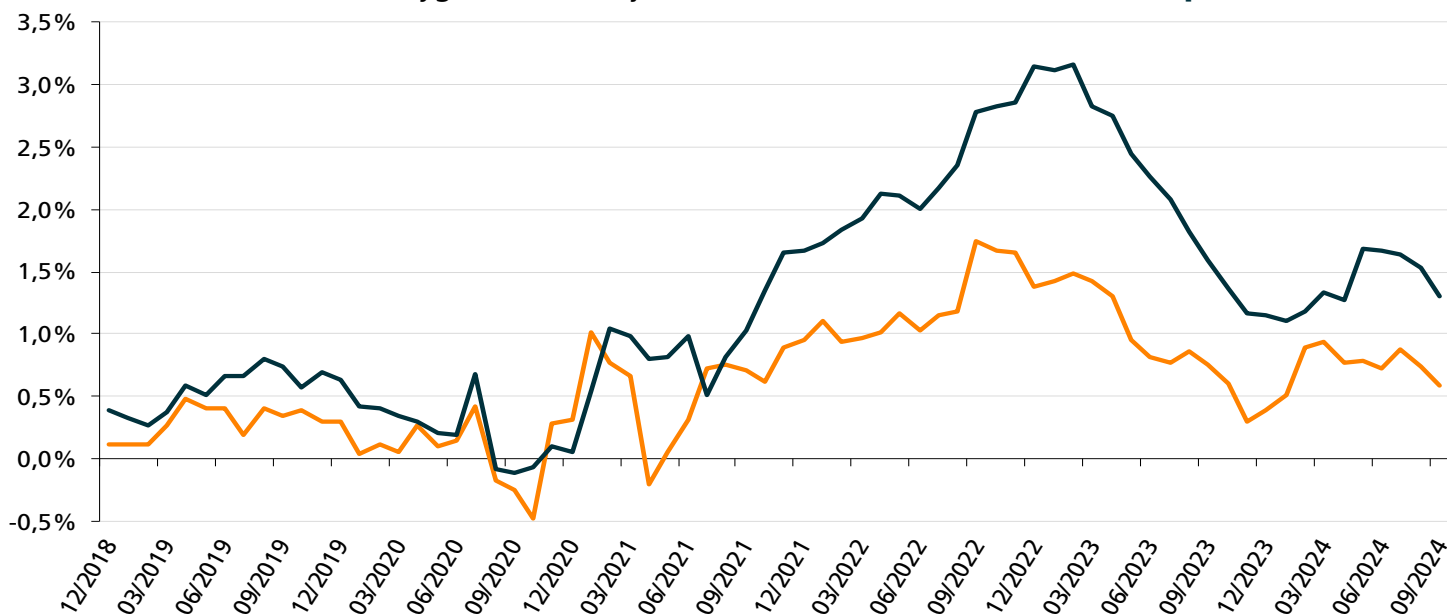
Ten rozwój w sektorze usług jest specyficzny. Realny wzrost płac i najniższe w historii bezrobocie pozytywnie wpływają na zaufanie gospodarstw domowych, można więc oczekiwać, że przynajmniej w sektorze usług sytuacja nie ulegnie pogorszeniu nawet w ramach wskaźnika PMI. Choć pewność gospodarstw domowych wciąż jest daleka od poziomu sprzed inwazji (-9,4 pkt. w lutym 2022 r.), to wciąż rośnie: przy wartości październikowej (**-12,5 pkt.**) jest już daleko od najniższego poziomu z września 2022 r. (-28,6 pkt.) i zbliżone do wartości z lutego 2022 r. W liczbach przez cały rok widać nieprzerwaną tendencję do poprawy.

Inflacja bazowa utrzymuje się na poziomie powyżej celu EBC, ale zwalnia – wzrosła o 0,6 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy do września 2024 (i 1,3 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy), co w ujęciu rocznym niewiele różni się od „blisko, znacznie powyżej 2 procent”, jak EBC określa swój cel. **Inflacja zasadnicza rok do roku wyniosła we wrześniu 1,7 %, a bazowa 2,7 %**. Ze względu na typową wrześniową sezonowość związaną z cenami wakacyjnymi, dynamika cen usług osiągnęła -1,1 % m/m (a zatem 3,9 % r.r.).

EBC kontynuował obniżki stóp procentowych. Po obniżce stóp procentowych o jedną czwartą punktu procentowego do 3,5 % na posiedzeniu 12 września, **na październikowym posiedzeniu spadły one ponownie o tę samą kwotę (o 0,25 p. b.) do 3,25 %**. Przyczyną spadku stóp do najniższej wartości od maja 2023 r. był oczywiście spadająca inflacja oraz bardzo powolny wzrost gospodarczy, który ma wpływ na kształtowanie się inflacji w przyszłości (sam EBC w komunikacie prasowym stwierdził, że „perspektywy inflacji są dotknięte negatywnymi niespodziankami we wskaźnikach aktywności gospodarczej”). W komunikacie prasowym Lagarde stwierdziła, że proces dezinflacji postępuje prawidłowo i chociaż „nie przełamaliśmy jeszcze karku inflacji” jesteśmy „w takcie jego przełamania”.

Dynamika inflacji uległa znacznemu spowolnieniu.

Sezonowo skorygowana inflacja bazowa w UGW za ostatni **kwartał** i **półrocze**.



Źródło: Eurostat, dostępne [TUTAJ](#).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Rynek pracy ustabilizował się, dynamika inflacji jest bliska celu banku centralnego, wzrost gospodarczy jest solidny, nawet jeśli jest napędzany przez zadłużenie.

W III kwartale tego roku wzrost gospodarczy w USA pozostał silny. Choć nie osiągnął on bardzo szybkiego tempa z drugiej połowy ubiegłego roku (4,9 % w III i 3,4 % w IV kwartale 2023 r.), to w ujęciu rocznym kwartał do kwartału (**2,8 %** według pierwszego szacunku) tempo było niemal takie samo jak w II kwartale bieżącego roku (3 %) i znacznie szybsze niż w I kwartale (1,6 %). **Największy udział we wzroście miał popyt gospodarstw domowych** (udział +2,5 p. b.) i **rząd** (+0,85 p. b.); jedynie eksport netto był ujemny (-0,56 p.b.). Nawet udział rządu pokazuje, że znacząca część wzrostu to zasługa rządu. Co zresztą chyba nie dziwi, biorąc pod uwagę ponad sześcioprocentowy deficyt budżetowy.

Miesięczne dane opublikowane w październiku 2024 r. nieco zaskakująco pokazały lekką poprawę na rynku pracy, zarówno w zakresie spadku bezrobocia, jak i stabilizacji dynamiki wynagrodzeń (na zauważalnie wyższym poziomie niż przed pandemią).

Realna sprzedaż detaliczna, po spadku o 1 % w I kwartale i braku wzrostu w II kwartale (-0,5 %), **w III (po roku) wreszcie zanotowała wzrostowy kwartał**: dzięki wzrostowi o 1,1 % w lipcu, minimalny spadek (0,1 % m/m) w sierpniu i słabszy, ale dodatni **wzrost we wrześniu (+0,3 %)** wzrósł w III kwartale łącznie o 1,2 %. To był najmocniejszy kwartał od I kwartału 2022 roku.

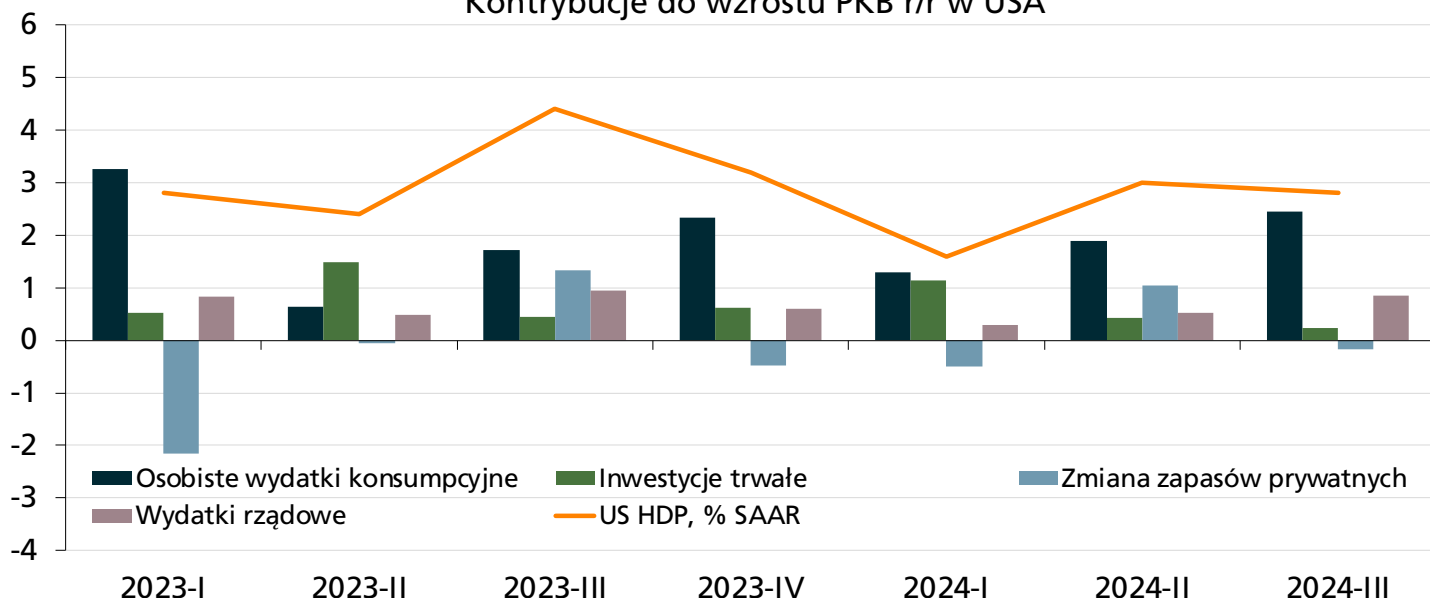
Rynek pracy jest nadal historycznie mocny, choć nieznacznie się ochładza. Stopa bezrobocia po lekkim wzroście w lecie (w lipcu osiągnęła 4,3 %, najwięcej od października 2021 r., następnie w sierpniu nieznacznie spadła do 4,2 %), **we wrześniu powróciła do wartości z początku lata i osiągnęła 4,1 %**. Choć jest to wartość wyższa niż rok temu (3,8 %), to jednak nie jest ona dramatyczna. Pozostałe stopy bezrobocia również są wyższe niż rok temu, ale lepsze niż w lipcu czy sierpniu – m.in. **wskaźnik U6** (obejmujący oprócz bezrobotnych także tych, którzy pracują mniej, niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy ze względu na brak nadziei na jej znalezienie) wyniósł w sierpniu 7,9 %, co z wyłączeniem pandemii, było najwyższym odczytem od stycznia 2019 r., ale we wrześniu spadła do 7,7 %.

Według badania JOLTS wskaźnik wolnych miejsc pracy w dalszym ciągu spada i **we wrześniu wyniósł 4,5 %**. To zauważalnie mniej niż lokalny szczyt po Covid (7,4 % w marcu 2022 r.) czy wartość sprzed roku (5,6 %), ale wciąż więcej niż średnia sprzed 20 lat przed pandemią (3,1 %). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych jest wciąż niska**, ale ten wskaźnik też nieznacznie rośnie: w I kwartale było to 210 tys., w II 221 tys., w III 233 tys., a w IV na razie około 230 tys. Jednak z historycznego punktu widzenia wszystkie takie wartości są bardzo odległe od typowych poziomów recesji (>450 tys.).

Roczne tempo wzrostu płac również nieznacznie spowolniło w porównaniu do roku poprzedniego, choć w ostatnich miesiącach ustabilizowało się. Według danych z tzw. bieżących statystyk zatrudnienia (CES) roczne tempo wzrostu płac we wrześniu wyniosło 4 %, czyli o około pół punktu procentowego wolniej niż w tym samym miesiącu ubiegłego roku. **Kwartalny wzrost ustabilizował się na poziomie około 1 %** (kwartalna stopa wzrostu osiągnęła 1,06 % w ciągu trzech miesięcy poprzedzających wrzesień), a następnie półroczny wzrost w okolicach 1,9 %.

Gospodarka amerykańska w dalszym ciągu solidnie rośnie.

Kontrybucje do wzrostu PKB r/r w USA



Źródło: BEA (dostępne TUTAJ)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego spadły w pierwszej połowie roku o 0,4 % m/m, a następnie **w III kwartale** nieznacznie wzrosły (+0,5 % kw./kw.) za sprawą sierpnia i września (+0,5 % m/m). Roczna stopa wzrostu wynosi 0,1 %. **Realna produkcja przemysłowa**, która po korektach spadła w I kwartale bieżącego roku o 0,1 % kw./kw., w II (+0,7 %) niemal całkowicie wyhamowała swój **wzrost w III kwartale (-0,6 %)**. Podobnie jak w innych gospodarkach rozwiniętych, produkcja „zmierza donikąd” – we wrześniu tempo r/r wyniosło -0,6 %. Tym samym produkcja przemysłowa na koniec III kwartału 2024 roku była mniej więcej taka sama jak pięć lat temu.

Bazowa inflacja PCE ponownie zadowoliła FED: wzrosła o 0,2 % m/m we wrześniu, czyli tyle samo, co w lipcu i tylko o jedną dziesiątą szybciej niż w czerwcu czy sierpniu. Tym samym inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,45 % w ciągu ostatnich sześciu miesięcy i 0,83 % w ciągu ostatniego półrocza, co stanowiło najwolniejsze 6 miesięcy od lipca do września 2020 r. Jediną skazą na skądinąd dobrym obrazie inflacji jest **ponowne przyspieszenie inflacji dynamika wzrostu usług rynkowych**, których kwartalny wzrost wyniósł 0,9 %.

Tym samym z przyczyn wskazanych powyżej – spowolnienia na rynku pracy, poprawy dynamiki inflacji – amerykański bank centralny obniżył we wrześniu stopy procentowe o pół punktu procentowego we wrześniu, doganiając tym samym EBC w zakresie ogólnej redukcji w tym cyklu. Tym krokiem FED nie dał jednak do zrozumienia, że podejmie podobnie energiczne działania w przyszłości, a jedynie przyznał się do błędu polegającego na nieobniżeniu stóp procentowych na poprzednim posiedzeniu. Oczekiwania rynkowe przewidują obecnie mniej więcej dwie obniżki stóp procentowych (łącznie o nieco ponad pół punktu procentowego) do końca stycznia przyszłego roku.

CEE3

CZECHY

Inflacja bazowa jest nadal podwyższona, bezrobocie niskie. Bank centralny będzie zatem bardzo ostrożnie podchodził do dalszych obniżek.

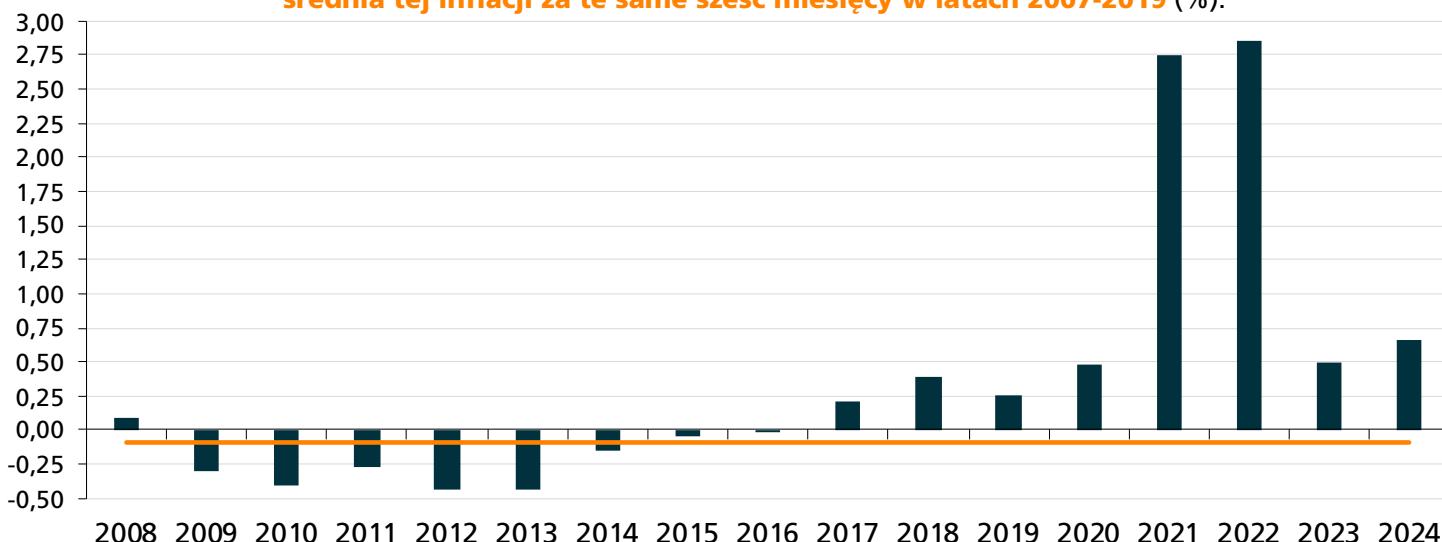
Wstępny szacunek wzrostu **PKB za III kwartał wyniósł 0,3 % kw./kw.** (a zatem 1,3 % r/r). W zasadzie jest to tempo porównywalne z trzema poprzednimi kwartałami (+0,3 % kw./kw. w IV kwartale 2023 r. i następnie 0,4 % kw./kw. w pierwszych trzech kwartałach tego roku). Według fragmentarycznych informacji GUS, do wzrostu kwartał do kwartału przyczynił się popyt gospodarstw domowych, podczas gdy popyt zagraniczny uległ stagnacji.

Dane miesięczne publikowane w październiku (i poprzednich miesiącach) wskazywały na taki rozwój PKB.

Produkcja przemysłowa, po znaczącym spadku w I kwartale (o 2,6 % kw./kw.) i lekkim spadku w II kwartale (-0,9 %), wraz ze wzrostem w sierpniu (+1,8 % m/m) **zbliżyła się do tego, aby przynajmniej III kwartał był dodatni pod względem dynamiki wzrostu**. Nie da się jednak ukryć utrzymującej się słabości: w ciągu ostatnich sześciu miesięcy spadła o 1,6 %. Na sierpniowy wynik wpłynęła przede wszystkim sezonowość (producenci samochodów). Roczne tempo wzrostu przemysłu w sierpniu wyniosło zaledwie 1,5 %, a największy udział wynoszący 2,4 p. b. miała produkcja samochodów, za którą w dużej odległości (+0,3 p. b.) uplasowała się produkcja sprzętu elektrycznego i optycznego.

Kwartałna dynamika inflacji bazowej jest w dalszym ciągu podwyższona.

Skumulowana inflacja bazowa za ostatnie sześć miesięcy do czerwca w Czechach oraz średnia tej inflacji za te same sześć miesięcy w latach 2007-2019 (%)



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Opisany powyżej rozwój sytuacji pokrywa się z tym, co pokazywał indeks **PMI**: w III kwartale jego średnia wartość wskaźnika osiągnęła 45,5 pkt, zatem nie można było – i nadal nie można na koniec III kwartału – spodziewać się dobrych wiadomości z branży. Indeks wrześniowy (46 pkt) przyniósł jedynie niewielką poprawę w zakresie nowych zamówień (nowe zamówienia z zagranicy spadają, ale w najwolniejszym tempie od kwietnia 2022 r.), zostało to jednak zrekompensowane najszybszym od roku spadkiem zatrudnienia. **Październikowy wynik – 47,2 pkt** – był najlepszy od czerwca 2022 r., ale pozostaje spójny z upadającym przemysłem. Wskazuje na to przecież także spadek zamówień zarówno z otoczenia krajowego, jak i zewnętrznego; dobra wiadomość jest jednak taka, że tempo ich spadku jest (z wyłączeniem sierpnia) drugim najniższym od kwietnia 2022 r.

Wskaźnik zaufania przedsiębiorców mierzony przez GUS od półtora roku oscyluje bez kierunku w przedziale 0–10 punktów, osiągając **we wrześniu 8,3 punktu i 7,4 punktu w październiku**. Nadal jest on znacząco poniżej wartości (13–15 punktów), przy których wskaźnik ten oscylował w latach 2014–2019. To, w świetle wskaźnika menedżerów zakupów, jest kolejnym potwierdzeniem, że poprawa sytuacji w branży jest na razie odległa.

Zaufanie konsumentów w ciągu tego roku znacznie poprawiło się, po spadku do –23,5 punktu w grudniu i zgodnie z oczekiwaniami (spowolnienie inflacji, brak bezrobocia, solidny wzrost płac), do –7 punktów w kwietniu. Była to najwyższa wartość tego wskaźnika od września 2021 r. (–6,8 pkt), tj. już pod koniec kwietnia zaufanie było wyższe niż w miesiącach poprzedzających inwazję Rosji na Ukrainę czy początek kryzysu energetycznego. Jednak w okresie od maja do sierpnia zaufanie nieznacznie się pogorszyło (do –12,8 pkt w sierpniu), co było zaskakujące, biorąc pod uwagę, że gospodarka radziła sobie (w granicach rozsądku). W ciągu ostatnich dwóch miesięcy ponownie zaobserwowaliśmy poprawę zaufania, **w październiku (–9,8 pkt.) zaobserwowano lokalne i po pandemiczne maksimum kwietniowe**.

Wzrost zaufania na koniec ubiegłego i na początku tego roku był widoczny **w sprzedaży detalicznej**: w IV kwartale 2023 roku sprzedaż wzrosła o 1,7 % kw./kw., a następnie w I kwartale o 1,5 %. Niestety, pokazały one także pogorszenia zaufania w II kwartale, kiedy sprzedaż **przez cały II kwartał zasadniczo uległa stagnacji (–0,1 % kw./kw.)**. Lekkie ożywienie zaufania można zaobserwować w ostatnich miesiącach, kiedy czerwiec, lipiec i sierpień dodały łącznie niecały procent. III kwartał (lipiec +0,4 % m/m, sierpień +0,2 % m/m) mógł więc w świetle wstępnych danych o PKB ponownie zapowiadać się wzrostowo z punktu widzenia handlu detalicznego.

Inflacja konsumencka w Czechach wzrosła o 2,3 % w pierwszej połowie roku, następnie wzrosła o 0,7 % m/m w lipcu, 0,3 % w sierpniu i spadła **we wrześniu (–0,4 % m/m), zgodnie ze zwyczajową sezonowością związaną z wakacjami z usługami kompleksowymi**. Roczna inflacja zasadnicza **wyniosła 2,6 %**. **Inflacja bazowa wzrosła w ciągu ostatnich trzech miesięcy do września o 0,7 %**, co jest najgorszym wynikiem poza latami inflacyjnymi 2021 i 2022 (kiedy inflacja w III kwartale osiągnęła odpowiednio 2,8 % i 2,9 %). Widać zatem, że **presja popytowa nie wygasła całkowicie**, co potwierdzają także dane GUS, że ceny surowców rok do roku rosną zaledwie o jeden procent, natomiast ceny usług (które lepiej odzwierciedlają popyt krajowy) nawet aż 5 %.

Na wrześniowym posiedzeniu CNB obniżył stopy procentowe o jedną czwartą punktu procentowego do 4,25 %. Powodem tego ostrożnego spadku było to, że „Rada nadal dostrzega pewną presję inflacyjną w gospodarce, której wzmocnienie oznaczałoby, że inflacja w kolejnych kwartałach będzie trwale odrywać się od celu w kierunku górnej granicy tolerancji”. W związku z tym Rada uznała za konieczne utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej i ostrożne rozważenie dalszych obniżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę, że stopy procentowe nie są już dalekie od naszych zdaniem neutralnego poziomu (3,5 %), biorąc pod uwagę znaczny spadek stóp dłuższych w ostatnich tygodniach oraz utrzymującą się inflację w usługach, uważamy że nie jesteśmy daleko od punktu, w którym CNB powie „dość”.

POLSKA

Dane miesięczne wskazują na bardzo słaby III kwartał, przybliżając termin pierwszej obniżki stóp procentowych.

Pierwsze wstępne dane o wzroście polskiej gospodarki w III kwartale poznamy już niedługo, w połowie listopada. Póki co, musimy się zadowolić tym, co pokazują nam dane miesięczne. Wskazują one, że wzrost w III kwartale był słaby, a być może nawet ujemny.

Produkcja przemysłowa w III kwartale spadła o ponad jeden procent w związku ze spadkiem w każdym z jej miesięcy (–0,2 % w lipcu i wrześniu, –0,8 % w sierpniu), dlatego też nie można przecenić jej pozytywnego wpływu na dynamikę PKB w III kwartale. Po uwzględnieniu efektów kalendarzowych i sezonowych dynamika produkcji rok do roku wyniosła 0,4 %. Najbardziej negatywnie na to tempo wpłynęła produkcja dóbr kapitałowych (–1,2 %) i dóbr pośrednich (–2,6 %), natomiast pozytywnie (odpowiednio 2,3 % i 2,7 %) produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych i nietrwałych. Prawdopodobnie znajdzie to odzwierciedlenie w danych o PKB w silniejszym popycie krajowym i słabszym popycie przedsiębiorstw.

Wskaźnik PMI wskazał na taki rozwój sytuacji: średnia wartość w III kwartale (47,9 pkt) była co prawda lepsza niż w poprzedniej (pierwszej) połowie roku, ale to wciąż za mało na nic więcej niż (w najlepszym razie) stagnację rok do roku. Widać jednak pewną poprawę: nowe zamówienia nadal spadają już od 31 miesięcy z rzędu (najdłużej w historii badania), ale we wrześniu spadły w najwolniejszym tempie od sześciu miesięcy. Ustabilizowało się także zatrudnienie, gdzie według badania już we wrześniu nie było prawie żadnego spadku liczby pracowników.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Realna sprzedaż detaliczna w I kwartale wzrosła o ponad 3 % kwartał do kwartału i choć początek II kwartału był niestabilny, również był wzrostowy dzięki czerwcowemu wzrostowi (o 1,5 % m/m). Tego samego nie można jednak powiedzieć o III kwartale: sprzedaż wyrównana sezonowo spadła w lipcu o 2,7 % m/m, w sierpniu wzrosła o 1,9 %, ale **we wrześniu spadła aż o 6,7 % m/m**. Taki spadek nie ma sensu w świetle wciąż bardzo dobrych danych z rynku pracy i nie można go tłumaczyć ani tym, że dynamika płac nieco wyhamowała, ani nieznacznym wzrostem inflacji. Powodem takiego spadku był znaczny spadek sprzedaży surowców (-3 % r/r wobec +2,6 % w sierpniu), co częściowo mogło być spowodowane powodzią. Zobaczymy w kolejnych miesiącach, ale nie sądzimy, by wrześniowe dane zapowiadały okres przedłużającej się słabości.

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska. Od lutego do czerwca, po wyrównaniu sezonowym, kształtowała się na **historycznie najniższym poziomie 5,0 %**, w ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosła do 5,1 %. A płace nadal rosną bardzo szybko – dynamika **płac nominalnych rok do roku osiągnęła we wrześniu 2024 roku 10,3 %** (do prawie 8 200 PLN, czyli ok.48 tys. CZK). Tempo realnego wzrostu płac jest zatem jedynie jednocyfrowe, ale z pewnością nie jest niskie.

Miesięczna dynamika cen w ostatnich miesiącach przyspiesza, choć w dalszym ciągu jest nieco wolniejsza w porównaniu do I kwartału tego roku. O ile inflacja bazowa wzrosła o 1,4 % w pierwszych 3 miesiącach br., to w ostatnich trzech miesiącach do września wzrosła o 1,2 %: **w lipcu osiągnęła 0,4 % m/m, a w sierpniu i wrześniu 0,3 % m/m. Roczna stopa inflacji zasadniczej osiągnęła we wrześniu (a według wstępnych informacji także w październiku) 4,9 %** (wobec 2,6 % ostatnio w czerwcu), a inflacja bazowa wyniosła wówczas 3,4 % (wobec 1,8 % w marcu). Zgodnie z oczekiwaniami inflacja rok do roku rośnie, co od pewnego czasu wskazuje na wyższą dynamikę wzrostu w ujęciu miesięcznym. Podobnie jak w Czechach, w dalszym ciągu **szybki wzrost cen usług** można zaobserwować w Polsce, która rok do roku wzrosła o 6,8 % (wówczas surowce o 4,2 %). Oznacza to również, że presja popytowa nie została całkowicie stłumiona.

Bank centralny, po zaskoczeniu rynków we wrześniu ubiegłego roku nieoczekiwanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p. b. a w związku z kontynuacją obniżek stóp procentowych do października 2023 r. w związku z rosnącymi płacami i ożywieniem gospodarczym (a co za tym idzie zagrożenie inflacją), pozostawił **stopy na niezmiennym poziomie 5,75 % od listopada (wliczając cały ten rok). Na październikowym posiedzeniu** prezes Glapiński zabrzmiał znacznie bardziej gołębno, gdy powiedział, że pierwszą obniżkę stóp przewiduje obecnie w II kwartale 2025 r. (a nie potencjalnie w 2026 r., jak wcześniej). Powodem takiego zwrotu retoryki są pozornie słabsze dane gospodarcze, jednak naszym zdaniem przeciwstawia się im relatywnie utrzymująca się inflacja bazowa i wciąż bardzo silny wzrost płac.

WĘGRY

Wzrost gospodarki w III kwartale mocno rozczarował, ale miesięczne dane przemysłu i handlu detalicznego nie wskazują na trwałą słabość. Bank centralny po raz kolejny wstrzymuje się z obniżkami stóp procentowych.

Pierwszy szacunek wzrostu PKB za III kwartał przyniósł duże negatywne zaskoczenie. Gospodarka **spadła o 0,7 % kw./kw.**, co oznacza, że dynamika rok do roku również wyniosła -0,7 % (a zatem dynamika za pierwsze trzy kwartały tego roku osiągnęła +0,7 %). Strukturę wzrostu poznamy dopiero na początku grudnia, na razie węgierski urząd statystyczny podał jedynie, że za spadkiem stoi rolnictwo, przemysł i budownictwo.

Uważamy jednak, że spowolnienie gospodarcze w III kwartale 2024 r. nie wynikało głównie z popytu gospodarstw domowych. **Dynamika sprzedaży detalicznej pogorszyła się w III kwartale, nie jest to wystarczające do wyjaśnienia tak istotnego spadku PKB.** Tak, o ile realna sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,1 % w IV kwartale ubiegłego roku i o 1,7 % w I kwartale tego roku, o tyle III kwartał z dotychczasowymi wynikami (0,1 % w lipcu, **0,8 % m/m w sierpniu**) z pewnością nie jest zgodna ze scenariuszem, w którym popyt gospodarstw domowych powoduje tak duży spadek PKB, jak wskazują pierwsze szacunki.

Z makroekonomicznego punktu widzenia nie ma większych powodów do spadku sprzedaży detalicznej. **Stopa bezrobocia wzrosła w ciągu ostatnich trzech miesięcy poprzedzających wrzesień do 4,6 %**, czyli znacznie powyżej historycznego minimum wynoszącego 3,3 % w połowie 2022 r., ale pozostaje bardzo niska, niedaleko pełnego zatrudnienia. **Wzrost płac również** (w związku z tym) **nadal utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie**: w pierwszej połowie tego roku płace wzrosły o 14 %, a **w sierpniu o 13,1 %** (do 39 tys. CZK w przeliczeniu).

Produkcja przemysłowa kopiuje rozwój przemysłu w innych krajach regionu. Po spadku o 1,2 % w I kwartale i 1,4 % w II kwartale, wzrost nastąpił dopiero pod koniec III kwartału. Jednak stagnacja w lipcu i **spadek o 0,5 % m/m w sierpniu** też nie są liczbami, dla których PKB powinien spaść tak znacząco jak to miało miejsce. W ujęciu rok do roku tempo spadku wyniosło w sierpniu 3,6 %, a zatem przez pierwsze 8 miesięcy tego roku produkcja rok do roku jest zatem niższa o 3,8 %. Przyczyną słabości branży w tym roku jest segment sprzętu transportowego, który w pierwszych 8 miesiącach tego roku spadł o 7,5 % r/r oraz segment elektryczny, gdzie spadek w tym samym okresie wyniósł nawet 12 %. Słabość Niemiec, a w szczególności problemy w sektorze motoryzacyjnym, tak samo jak i my, mocno ciążyą na Węgrzech.

Inflacja zasadnicza spadła we wrześniu o 0,1 % m/m w ujęciu miesięcznym, a jej roczna stopa wyniosła 3 %. **Inflacja bazowa**, która w pierwszej połowie roku wzrosła o 3,2 %, w drugiej połowie roku wykazuje wyraźnie wolniejszą dynamikę: choć w lipcu wzrosła o +0,7 % m/m, to w sierpniu osłabła do 0,2 % m/m, a **we wrześniu uległa stagnacji** (i tym samym osiągnęła 4,8 % r/r). Mimo to inflacja bazowa jest w pierwszych 9 miesiącach tego roku o ponad 4 % wyższa w porównaniu do końca ubiegłego roku, a na koniec roku prawdopodobnie przekroczy 5 %. Taka **dynamika inflacji bazowej**, nie zaskakująca w obliczu wzrostu

plac, **stwarza problemy dla długoterminowej realizacji ogólnego celu inflacyjnego**. Głównym czynnikiem wzrostu cen są usługi (wrażliwe na popyt krajowy), które we wrześniu wzrosły o **8,4 %**.

Po tym jak **Węgierski Bank Centralny (NBH)** zrobił sobie w sierpniu przerwę po piętnastu miesiącach ciągłych obniżek stóp procentowych i nie obniżył stóp, po powrocie do procesu obniżania stóp we wrześniu z cięciem o 25 p. b., **w październiku zrobił sobie kolejną przerwę**. Główna stopa pozostała zatem na poziomie 6,5 %, oprocentowanie depozytów O/N i kredytowe O/N na poziomie 5,5 % lub do 7,5 %. Według wiceprezesa Csaby Kandracsa na konferencji prasowej, powodem przerwy w obniżkach były dwa czynniki: słaby forint i utrzymująca się inflacja bazowa.

ROPA

Cena ropy waha się od maja między 74 a 84 dolarów za baryłkę, a w lipcu i sierpniu przeważnie znajdowała się w dolnej połowie tego przedziału. W związku z obawami o wzrost gospodarczy (w USA, w strefie euro), we wrześniu wypadła z tego pasma i spadła poniżej poziomu 70 dolarów za baryłkę, natomiast w październiku powróciła do przedziału 70–75 dolarów.

RYNKI AKCJI

Ogólnie rzecz biorąc, październik był miesiącem zwiększonej zmienności na rynkach globalnych, a inwestorzy poszukiwali bezpieczniejszych aktywów, takich jak obligacje skarbowe i zachowywali ostrożność w stosunku do bardziej ryzykownych aktywów. Rozwinięte rynki akcji doświadczyły znacznych wahań, na które wpływają zarówno czynniki gospodarcze, polityczne, jak i geopolityczne. Głównym czynnikiem była niepewność co do dalszych postępów amerykańskiego banku centralnego (FED) w kwestii stóp procentowych oraz zbliżające się wybory prezydenckie w USA. Biorąc pod uwagę presję inflacyjną i utrzymujący się wzrost plac, pojawiły się spekulacje, że FED może kontynuować swoją restrykcyjną politykę dłużej, niż pierwotnie oczekiwano. Obawy te spowodowały wzrost rentowności obligacji skarbowych, co miało negatywny wpływ na niektóre akcje.

Wyniki gospodarcze za III kwartał roku były mieszane, choć niektóre sektory, szczególnie technologiczne i finansowe, zanotowały zaskakująco dobre wyniki. Firmy takie jak Apple, Microsoft i Alphabet odnotowały wysokie zyski, które przekroczyły oczekiwania analityków, utwierdzając inwestorów w przekonaniu, że pomimo wyższych stóp procentowych duże firmy technologiczne utrzymują solidną rentowność. Spółki z branży motoryzacyjnej wręcz przeciwnie, borykały się z problemami spowodowanymi wyższymi kosztami surowców i opóźnieniami w produkcji, co odbiło się na ich zyskach. Kolejnym czynnikiem wpływającym na nastroje inwestorów w październiku były zbliżające się wybory prezydencie w USA. Kampanie wyborcze były już w pełnym rozkwicie, co zwiększyło niepewność na rynku, ponieważ potencjalne zmiany w polityce gospodarczej i handlowej mogą mieć wpływ na kluczowe sektory. Amerykański indeks S&P 500 stracił -1 % miesiąc do miesiąca.

INDEKSY RYNKÓW AKCJI

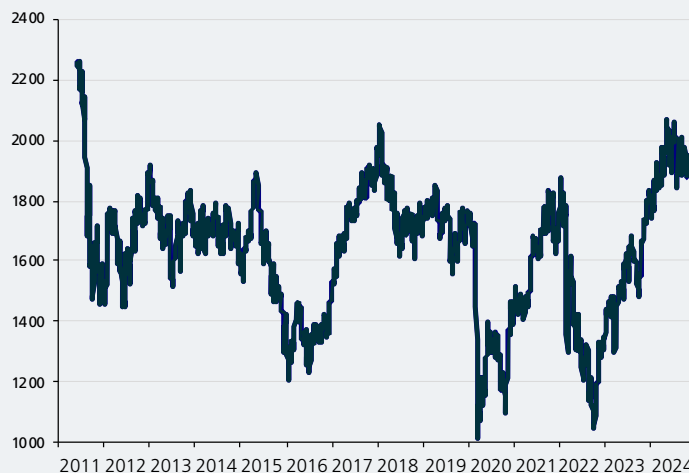
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCJI

Inaczej było w Europie, gdzie na rynki europejskie wpływały głównie obawy o możliwe spowolnienie wzrostu gospodarczego, głównie na skutek wysokich kosztów energii i osłabionego popytu w Chinach. Niemiecki indeks DAX (-1,3 %) był niższy, przy czym największe straty odnotowały akcje spółek energetycznych i przemysłowych.

W październiku rynki akcji w Europie Środkowej charakteryzowały się umiarkowaną zmiennością, ponieważ inwestorzy reagowali na globalne czynniki gospodarcze i kwestie regionalne. Największe spadki zanotowały polskie akcje (indeks WIG30 -4,7 %), co odzwierciedlało obawy związane ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi w USA, w tym ich konsekwencjami dla rozwoju konfliktu na Ukrainie oraz trwającymi działaniami korporacji blokującymi gotówkę funduszy akcyjnych. Rynek czeski wykazał stabilność, a główny indeks akcyjny PX wzrósł nieznacznie o +1,7 % dzięki dobrym wynikom sektora bankowego i stabilności krajowej gospodarki. Przykładowo akcje CEZ i Erste Group wzrosły odpowiednio o +2,4 % i +4,6 %.

Przesunięcie inwestorów w stronę bezpieczniejszych aktywów (przed wyborami w USA) znalazło odzwierciedlenie na rynkach wschodzących, gdzie zagregowany indeks MSCI Emerging Markets USD stracił znaczące 4,4 %. Przyczyniły się do tego także rosnące rentowności amerykańskich obligacji i umacniający się dolar. Nie najlepiej radziły sobie azjatyckie rynki akcji. Akcje chińskie spadły o ponad 3 % po spadku zaufania do zapowiadanego wcześniej przez rząd pakietu pomocy gospodarczej. Rynki indyjskie straciły nawet ponad 5,8 %, do czego przyczyniło się rosnące napięcie na Bliskim Wschodzie, które wywiera presję na cenę ropy, której Indzie są głównym importerem. Na minusie znajdują się także akcje Korei (-1,4 %), podobnie jak rynki w Ameryce Łacińskiej (Brazylia -1,6 %, Meksyk -3,5 %). Na plusie zakończył praktycznie jedynie Tajwan, gdzie rynki wspierał popyt na tytuły technologiczne powiązane ze sztuczną inteligencją (AI).

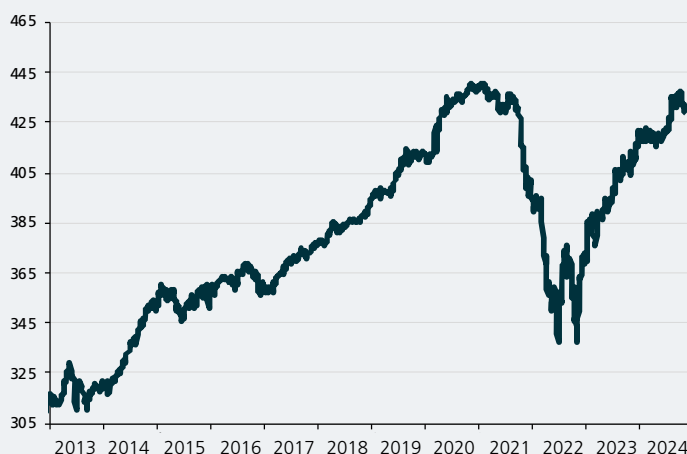
RYNKI OBLIGACJI**RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW**

Po wrześniowym spadku rentowności po obu stronach Atlantyku, w październiku doszło do korekty, która była bardziej wyraźna w USA. Ze względu na silną gospodarkę i wyższe oczekiwania inflacyjne rentowność obligacji dwuletnich i dziesięcioletnich w Ameryce wzrosła o około pół punktu procentowego do 4,2 % i 4,3 %. Oczywiście niemieckie obligacje nie mogły uniknąć tego rozwoju, ale ruchy były (biorąc pod uwagę rozwój gospodarki strefy euro, co jest całkiem zrozumiałe) mniejsze. Dwuletnie niemieckie rentowności wzrosły tym samym do 2,3 % (ok. +25 p. b.), a dziesięcioletnie o ok. 35 p. b. do 2,4 %.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Pod koniec października tzw. wskaźnik całkowitej stopy zwrotu (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro w porównaniu do końca poprzedniego miesiąca wzrósł mniej więcej na tym samym poziomie (0,3–0,4 %) jak w poprzednich 6 miesiącach; dla swoich spekulacyjnych odpowiedników wzrósł o 0,7 % (wobec 0,7 % w sierpniu).

W przypadku instrumentów dolarowych, po znaczącym spadku w kwietniu (zarówno dla obligacji inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych odpowiednio o 3,2 % i 1,1 %), w kolejnych miesiącach, w tym we wrześniu, nastąpił wzrost, który kopiuje rozwój obligacji skarbowych rynek: od końca kwietnia TRI dodało 9,7 % (na instrumenty o ratingu inwestycyjnym) i 7,7 % (instrumenty o ratingu spekulacyjnym). W samym wrześniu było to odpowiednio 2,1 % i 1,6 %. Oczywiście taka tendencja wzrostowa zakończyła się w październiku: pod wpływem rozwoju wydarzeń na rynkach obligacji skarbowych ceny spadły także na rynkach obligacji korporacyjnych, co spowodowało spadek o 3 % w przypadku instrumentów TRI o ratingu inwestycyjnym i 0,6 % w przypadku instrumentów TRI o ratingu spekulacyjnym.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI**BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX****BLOOMBERG BARCLAYS POLAND**

Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w euro, po znaczącym spadku w lipcu i sierpniu (łącznie odpowiednio o 13,8 % i 9,6 %), we wrześniu ponownie wzrosły (odpowiednio +12 % i +7,8 %). Wraz z wrześniowym ruchem osiągnęły one generalnie poziomy z początku tego roku. Oczywiście faktyczna stabilizacja w październiku nie zmieniła sytuacji z końca września.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Czeska krzywa dochodowości również wzrosła w październiku, przy jednoczesnym wzroście jej nachylenia. Dwuletni termin zapadalności osiągnęła tym samym rentowność na poziomie 3,55 % (+20 p. b.), podczas gdy dziesięcioletni termin zapadalności ponownie przekroczył 4 % i osiągnął 4,2 % (+40 p. b.). Na rozwój ten mają wpływ zarówno wydarzenia zagraniczne, jak i krajowe, gdzie inflacja (w jej podstawowej składowej) pozostaje mimo wszystko podwyższona, w odpowiedzi na co bank centralny twierdzi, że dalsze obniżki stóp procentowych nie następują automatycznie i że cykl obniżek stóp może z łatwością nastąpić zatrzymać się w dowolnym momencie.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce rozwój był jakościowo podobny do Czech: rentowność 2-letnich obligacji wzrosła o ok. 30 punktów bazowych do 4,7 %, a 10-letnich spadła o 70 punktów bazowych do 6 %. Oczywiście, polskie rentowności musiały zareagować na rozwój wydarzeń za granicą, ale nie pomaga im krajowy bank centralny, który jako jedyny w regionie nadal nie obniży stóp.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Ceny tureckich obligacji spadły w wyniku wyższych danych o inflacji oraz zbliżających się wyborów w USA, natomiast kurs walutowy charakteryzował się względną stabilnością.

Ze względu na oczekiwany szczyt presji inflacyjnej wraz ze spadkiem inflacji w okolicach 45 % pod koniec roku i już dodatnie realne stopy procentowe, oczekujemy stabilizacji kursu walutowego w związku z utrzymaniem się wysokich stóp banku centralnego (podstawowa stopa procentowa będzie utrzymywać się na poziomie powyżej 50 % w połączeniu z zaostrzeniem wymogów regulacyjnych rynku międzybankowego w zakresie płynności) oraz dalszym wzrostem aktywności inwestorów zagranicznych. Podstawowym założeniem jest brak ingerencji o charakterze politycznym w skład banku centralnego oraz stabilność kadrowa w Ministerstwie Finansów (kluczową postacią, której ufają rynki, jak Minister Finansów Mehmet Simsek).

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Pomimo wzrostu przychodów (spadku cen) zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i rozwijających się, w październiku mogliśmy zaobserwować kontynuację ruchu w górę cen ukraińskich obligacji skarbowych w USD. Rosnące prawdopodobieństwo powrotu Donalda Trumpa do Białego Domu wzmocniło oczekiwania na rozpoczęcie rozmów pokojowych lub przynajmniej pewną zmianę obecnej sytuacji. Jednocześnie przed styczeńową inauguracją obecna administracja amerykańska przyspieszyła proces dokończenia obecnego pakietu finansowego. Ze względu na brak większej ilości szczegółów, większą rolę odegrały jednak optymistyczne oczekiwania.

WALUTY

W czerwcu i lipcu **dolar wobec euro** oscylował w granicach 1,07–1,09 bez żadnego trendu. Na początku sierpnia, po tym jak podwyżka stóp procentowych w Japonii i słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy wywołały na pewien czas zawirowania na rynku, nastąpiło złagodzenie oczekiwań, że FED obniży stopy procentowe w tym roku, spadając gwałtownie do 1,11. Następnie przez cały wrzesień utrzymywał się w przedziale pomiędzy 1,11 a 1,12. Wraz ze wzrostem rentowności w Ameryce dolar ponownie się umocnił, spadając w październiku poniżej 1,08. Po wahaniach pomiędzy 4,25 a 4,33 przez całe lato i wrzesień, a w październiku **złoty** osłabił się powyżej górnej granicy tego przedziału pod wpływem mocnego dolara i osiągnął powyżej 4,35. We wrześniu **korona czeska** nieznacznie osłabiła się do poziomu 25,30, a także przez cały październik poruszała się w przedziale 25,30–25,40. Od maja **forint węgierski** oscylował jedynie w przedziale 390–400 forintów wobec euro, jednak w październiku wybił się z tego przedziału i osłabił do granicy 410 forintów za euro.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB zbliżył się do momentu, w którym przestanie obniżać stopy procentowe, nie widzimy dużego impulsu ze strony otoczenia krajowego do zmiany rentowności obligacji skarbowych. Owszem, budżet nadal ma deficyt, ale jeśli się rozejrzemy dookoła (deficyt Polski > 5 % PKB w 2024 r., Słowacji prawie 6 % w tym roku, 4,5 % w przyszłym roku, Węgier 4,5 %) i uznamy, że nawet trwałe deficyty na poziomie 6 % lub 7 % w USA nie przysporzą kłopotów rynkom obligacji, bardziej prawdopodobne jest, że polityka fiskalna nie będzie motorem rentowności. Naszym zdaniem czeskie rentowności będą w większości podążać za rozwojem sytuacji za granicą i poruszać się w przedziale 3,5 %–4,5 % dla 10-letnich terminów zapadalności.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ**RYNEK OBLIGACJI – POLSKA**

W Polsce, po przedwyborczej obniżce stóp rok temu, bank centralny (jeszcze) nie obcina stóp (w dalszym ciągu) – wciąż napięty rynek pracy, silny wzrost płac czy niepewna inflacja bazowa spowodowały długą przerwę. Ma to również odzwierciedlenie w przychodach. Wraz ze wznowieniem cyklu obniżek można spodziewać się spadku rentowności, pytanie jednak kiedy to nastąpi – z pewnością nie zapowiada się na to w najbliższej przyszłości, biorąc pod uwagę zmiany płac. Spadku rentowności spowodowanego spadkiem krajowych stóp procentowych można zatem spodziewać się dopiero w przyszłym roku, ale prawdopodobnie zostanie on stłumiony przez rozwój najgorszego w regionie roku fiskalnego. Póki co, polskie rentowności będą najprawdopodobniej pozostawać w tyle za rentownościami zagranicznymi.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Gospodarka Turcji w dalszym ciągu zwalnia. O ile turecka gospodarka w I kwartale przyspieszyła dzięki wydatkom rządowym i inwestycjom (pomimo późniejszej rewizji z 2,4 % do 1,4 % kw./kw.), to już w II kwartale odnotowaliśmy stagnację kwartału do kwartału (II kwartał 2024 0,1 % kw./kw.). W tym roku, według standardów tureckich, oczekuje się słabego wzrostu na poziomie około 3 %. Środowisko nadal charakteryzujące się wysoką inflacją, mniejsze wydatki rządowe na wsparcie gospodarstw domowych i wysokie stopy procentowe, stopniowo coraz silniej odzwierciedlają się w aktywności konsumentów. Dzięki środkom regulacyjnym bankowi centralnemu udaje się zmniejszyć zapotrzebowanie krajowych oszczędzających na płynność w dolarach i ogólnie ograniczyć presję na lirę turecką i osłabić aktywność kredytową lokalnych banków.

Oczekuje się również spowolnienia dynamiki inflacji. Zarówno dane rok do roku, jak i miesiąc do miesiąca wykazują znacznie mniejsze wzrosty niż w przeszłości. O ile w maju poziom inflacji rok do roku wyniósł 75 %, o tyle w sierpniu udało nam się odnotować „tylko” 52 % r/r, a we wrześniu, po raz pierwszy od lipca 2023 r., liczba poniżej 50 % (49,38 %). Jeśli utrzymają się wzrosty miesięczne na poziomie około 2,5 %, inflacja na koniec tego roku powinna osiągnąć poziom około 45 %. Wrześniowe dane były jednak wyższe niż oczekiwano, a nawet dynamika miesiąc do miesiąca, która od dłuższego czasu utrzymuje się poniżej 50 % przy zannualizowanej stopie kwartalnej, spowolniła znacznie mniej, niż byłoby to pożądane i obecnie oczekuje się dalszego spowolnienia.

Wskaźnik inflacji na koniec roku będzie najprawdopodobniej w górnej granicy szacunków.

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Sytuacja, zwłaszcza na froncie południowym, pozostaje zła. Następuje stały postęp armii rosyjskiej i utrata ważnego obszaru logistycznego dla wojsk ukraińskich. Uwidacznia się materialna, amunicyjna i liczebna przewaga Rosjan, a także czynnik czasu – im dłużej trwa obecna forma konfliktu bez znaczących zmian, tym lepiej dla strony agresora.

Potencjalnie pozytywnymi wydarzeniami może być włączenie amerykańskich obligacji restrukturyzowanych do indeksów obligacji rynków wschodzących, trudne do przewidzenia negocjacje w sprawie zakończenia (przynajmniej początku) rosyjskiej agresji i przekazanie 50 miliardów dolarów z zajętych rosyjskich aktywów. W przypadku obligacji serii B, w przypadku lepszego wyniku ukraińskiego PKB względem prognoz MFW, w grę wchodzi dodatkowy wzrost ich wartości.

WALUTY

Oczekujemy, że **kurs euro do dolara** pozostanie w przedziale 1,05–1,10 w nadchodzących miesiącach, w pobliżu jego górnej granicy. W istocie nie sądzimy, by rozbieżność w polityce pieniężnej EBC i FED była na tyle wyraźna, by trwale wypchnąć kurs walutowy z tego przedziału w jedną lub drugą stronę.

Naszym zdaniem **korona czeska** pozostanie bez znaczącego trendu w nadchodzących miesiącach i podobnie jak w ostatnich miesiącach, będzie jedynie oscylować w przedziale 25–25,50. Stopy procentowe są bliskie neutralnym i nie spadną znacząco, co jest pozytywne dla korony w środowisku spadających stóp EBC i FED. Z drugiej jednak strony czeska gospodarka jest jedną z najsłabszych w UE pod względem wzrostu i jest ściśle powiązana z Niemcami. Być może tylko jastrzębi CNB i ewentualna mniejsza obniżka stóp procentowych FED lub EBC niż oczekuje obecnie rynek mogłyby pomóc koronie w osiągnięciu wyższych poziomów, podczas gdy wzrost zmienności/nervowości na rynkach finansowych mógłby spowodować jej osłabienie. Żaden z tych czynników nie jest jednak naszym zdaniem wystarczająco intensywny, aby przekształcić taki potencjalny ruch w co najmniej wielotygodniowy trend.

Naszym zdaniem **złoty** pozostanie w przedziale 4,25–4,35, nie widzimy powodu do znaczącego wahania w stronę słabszych lub mocniejszych poziomów. Bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się na mocniejszych poziomach tego przedziału, a to dlatego, że polski bank centralny jako jedyny w regionie nie chce od razu obniżyć stóp. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, jedynym ryzykiem osłabienia jest możliwa słabość / nervowość na głównych rynkach.

Nie ma powodu, aby **forint węgierski** miał trwale się umacniać: różnica stóp procentowych maleje i dziś węgierskie stopy procentowe nie są już dramatycznie odległe od amerykańskich. Co więcej, węgierska gospodarka nie rozwija się szybko, przemysł cierpi pod ciężarem wydarzeń w Niemczech, a z politycznego punktu widzenia Węgry również stanowią problem. Naszym zdaniem forint węgierski jest najbardziej wrażliwą walutą regionalną w przypadku pogorszenia sytuacji na rynku. Spodziewamy się zatem wahań wokół poziomu 400 forintów za euro przez większość nadchodzących miesięcy.

Rynek akcji

Mamy ogólnie neutralny pogląd na rynki akcji, z różnymi różnicami w ramach alokacji regionalnej.

W dalszym ciągu spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach spowodowanej niepewną polityką geopolityczną, gospodarczą, fiskalną oraz niektórymi droższymi sektorami, zwłaszcza technologicznymi. Jednak obrót niektórymi akcjami, sektorami i całymi regionami nadal utrzymuje się na interesujących poziomach.

Na rynkach akcji wolimy niektóre rynki wschodzące (zwłaszcza Europę Środkową) od rozwiniętych ze względu na różne oczekiwane trajektorie podstawowych stóp procentowych i bardziej pozytywny rozwój sytuacji gospodarczej. Rozwinięte europejskie i brytyjskie rynki akcji są również notowane na wskaźnikach o niskiej wartości. Na rynkach rozwijających się nasz region środkowoeuropejski jest w dalszym ciągu jednym z najtańszych.

Akcje europejskie są tańsze pod względem wartości w porównaniu do akcji amerykańskich, gdzie Europa może pod pewnymi warunkami skorzystać na wycofywaniu produkcji z „bardziej ryzykownych” regionów, a jednocześnie w wielu sektorach pojawiają się nowe niezbędne inwestycje. Ponadto obecnie następuje znacząca redukcja kosztów w postaci cen surowców i energii. Skorzysta na tym także region środkowoeuropejski, który w dalszym ciągu jest regionem tanim pod względem kosztów produkcji. Amerykańskie akcje skorzystały na boomie związanym ze sztuczną inteligencją (AI) i powiązanymi z nią spółkami, takimi jak Nvidia, Microsoft, Google itp. Naszym zdaniem w dalszym ciągu w danym sektorze akcje są znacząco przecenione i nastąpi powrót do wartości fundamentalnych. Naszym zdaniem atrakcyjniej oceniane są pozostałe sektory, które w większości przypadków nie uczestniczyły we wzrostach indeksów akcyjnych w ostatnich miesiącach. Nadal jednak wierzymy w tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja doświadczy, po obecnej „słabości” gospodarczej, ożywienia.

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