

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	0,55 %	USA (USD)	0,34 %	USD/EUR	1,72 %	Ropa Brent (USD)	3,08 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	2,14 %	Europa (EUR)	-0,05 %	CZK/USD	-3,35 %	Gaz (USD)	1,88 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	0,16 %	Czechy (CZK)	0,05 %	CZK/EUR	-1,67 %	Fotowoltaika (EUR)	5,64 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	2,12 %	Polska (PLN)	-0,79 %	PLN/EUR	-1,77 %	Złoto (USD)	7,63 %
Czechy – PX (CZK)	5,68 %	Węgry (HUF)	-1,34 %	HUF/EUR	-3,62 %	Srebro (USD)	8,36 %
Polska – WIG30 (PLN)	10,11 %	Turcja (TRY)*	0,71 %	TRY/EUR	4,12 %	Miedź (USD)	4,25 %
Węgry – BUX (HUF)	7,38 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka nadal szybko się ożywia, przy czym w maju zauważalna jest poprawa miękkich (wyprzedzających) wskaźników. Choć inflacja pozostawała niska, miękkie wskaźniki wskazują na stopniowe przyspieszenie.

Według drugiego szacunku **gospodarka Europejskiej Unii Monetarnej (UGW)** spadła w pierwszym kwartale tego roku. Po spadku o 0,7% q/q w ostatnim kwartale ubiegłego roku, w pierwszych trzech miesiącach tego roku spadła o 0,6% q/q. Dzięki efektowi bazy roczna stopa spadku zmniejszyła się z prawie 5% na koniec 2020 roku do -1,8% w I kwartale 2021 roku. Najslabszą gospodarką była ta największa – Niemcy spadły o 1,8% q/q (po wzroście o +0,5% w 4Q20), a następnie gospodarka hiszpańska, która spadła o pół procenta. Dwie gospodarki, które rosły kwartał do kwartału w I kwartale (unikając w ten sposób recesji definiowanej jako dwa kolejne spadki PKB) to Francja (+0,4% q/q, tj. 1,5% r/r) i Włochy (+0,1% q/q). Struktura wzrostu w całej strefie euro nie została jeszcze opublikowana.

Dane opublikowane w UGW w maju 2021 r. pokazały w szczególności znaczną poprawę nastrojów, zarówno w przemyśle, jak i w usługach.

Według wskaźników wyprzedzających najlepsza sytuacja jest nadal w przemyśle wytwórczym. **Wskaźnik Menedżerów Zakupów (PMI)** w przemyśle wytwórczym, który z marcową wartością 62,5 pkt. osiągnął ówczesne historyczne maksimum (mierzone od czerwca 1997 r.), utrzymał się powyżej 60 pkt (i poprawił swój rekord wszechczasów) zarówno w kwietniu (62,9 pkt), jaki i **w maju (63,1 pkt)**. Choć wzrost nowych zamówień w maju zwolnił w porównaniu z poprzednim miesiącem, to nadal jest trzecim najsilniejszym w historii, co znalazło odzwierciedlenie w tym, że wskaźnik zamówień *niezakończonych* osiągnął nowe maksimum po raz trzeci z rzędu. Kolejnym dowodem na szybko rosnący popyt wyprzedzający produkcję jest najszybszy spadek zapasów od 2009 roku. Oprócz popytu ten spadek zapasów, zdaniem respondentów, odzwierciedla również historycznie najdłuższe czasy dostaw surowców, co jest dowodem na to, że łańcuchy dostaw pozostają mocno zakłócone. **Podobny obraz sytuacji w branży dostarczają również inne wskaźniki wyprzedzające. Zaufanie do przemysłu mierzone przez KE** było już w styczniu 2021 r. (-6,1 pkt.) lepsze niż tuż przed wybuchem pandemii w lutym 2020 r. (-6,2 pkt.), w kolejnych miesiącach nadal rosło i **w maju osiągnęło 11,5 pkt.**, który był **drugim nowym historycznym maksimum** z rzędu (mierzone od stycznia 1985 r.). W największej gospodarce strefy euro indeks **IFO** odwzorowujący warunki w przemyśle również wyraźnie poprawił się w maju, osiągając wartości (99,2 pkt.), jakich nie było od maja 2019 r. (99,3 pkt.). Poprawiła się nie tylko ocena obecnej sytuacji, ale przede wszystkim – w tempie niespotykanym od końca 2017 r. – oczekiwania; subindeks oczekiwań wzrósł do 102,9 punktu.

W dominującym sektorze usług sytuacja radykalnie poprawiła się w maju. Po tym, jak indeks PMI wzrósł w kwietniu powyżej 50, po raz pierwszy od sierpnia ubiegłego roku, wraz ze wzrostem w maju do 55,1 pkt. osiągnął najwyższy poziom od czerwca 2018 r. Powodem było ponowne otwarcie gospodarki i wznowienie popytu (wielkość niezakończonych zamówień była najwyższa od trzech lat). Wzrosła również presja inflacyjna: wzrost kosztów nakładów był najwyższy od 24 lat, natomiast wzrost kosztów produkcji był najszybszy od 2002 r. (czyli od początku pomiaru tego subindeksu). Banki centralne powinny zwrócić na to uwagę.

Poprawa nastroju w usługach idzie w parze z poprawą zaufania konsumentów. W styczniu 2021 r. zaufanie gospodarstw domowych wyniosło -15,5 pkt., co niewiele odbiegało od średniej z drugiej połowy ubiegłego roku (14,9 pkt.), ale od tego czasu stale się poprawia. Optymizm gospodarstw domowych wyniósł **w maju -5,1 punktu**, co było nie tylko znacznie lepszym wynikiem niż przed pandemią, ale także lepszym niż kiedykolwiek od października 2018 roku. Oprócz spowalniającej pandemii i ponownego otwarcia gospodarki (postępowanie szczepień), do poprawy nastrojów ludzi przyczynia się również rynek pracy. Nie tylko wykazała znaczną stabilność w zeszłym roku, ale w tym roku nawet się poprawia: stopa bezrobocia skorygowana sezonowo osiągnęła 8% w kwietniu 2021 r., czyli zaledwie 0,7 p.p. więcej niż rok temu (Hiszpania nadal ma najwyższą stopę bezrobocia, 15,4%).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

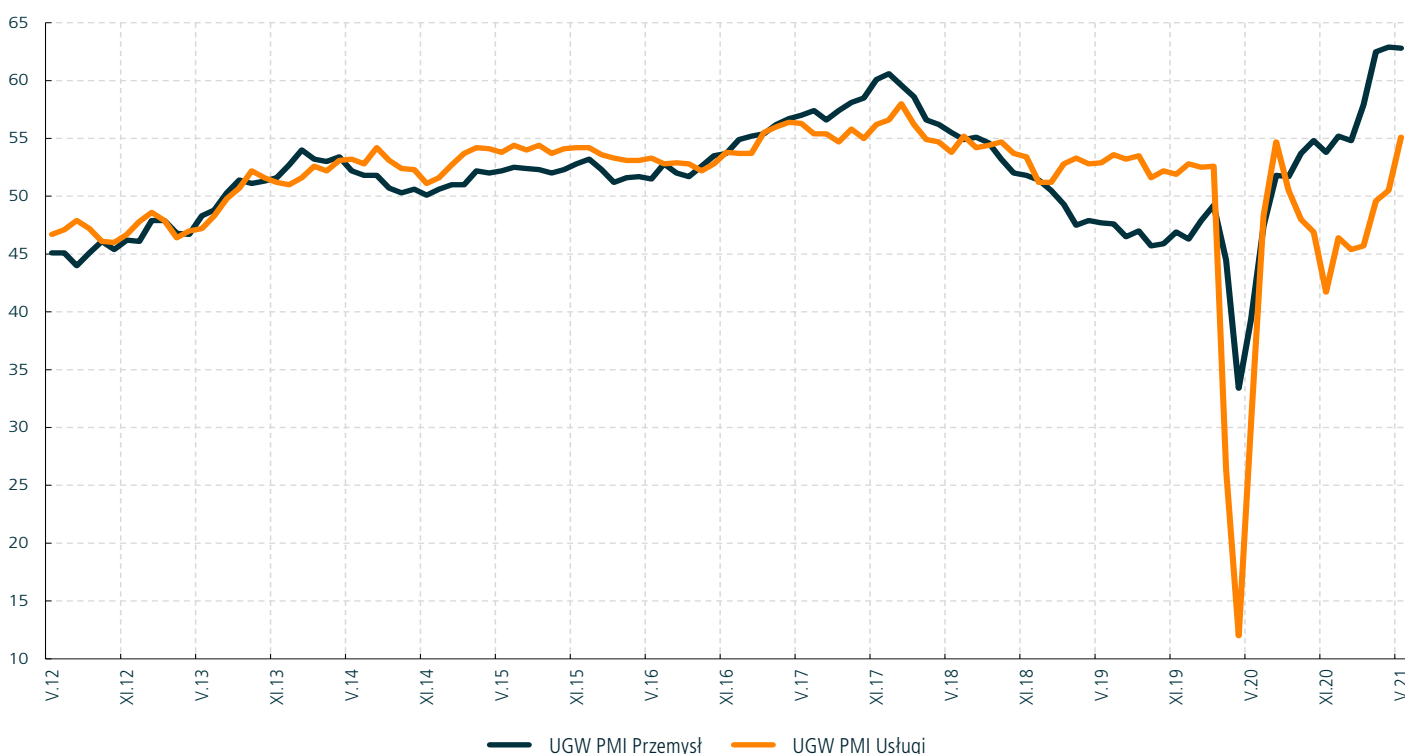
UGW

Sprzedaż detaliczna odzwierciedla również stopniowe ponowne otwieranie się gospodarki. Po wzroście o 4,2% w lutym, **w marcu wzrosły o 2,7% m/m**, osiągając rok do roku 12%. Po wzroście o 0,8% miesiąc do miesiąca w styczniu, **produkcja przemysłowa** spadła w lutym o 1,2%, by w marcu stagnować (wskaźnik rok do roku osiągnął wtedy prawie 11%). Spośród dużych gospodarek europejskich najlepiej w ujęciu rocznym radzą sobie Włochy (+37,4% r/r), ale to ma wpływ efekt bazy z ubiegłego roku, kiedy w marcu Włochy były krajem najbardziej poszkodowanym. Przemysł hiszpański i francuski zwiększył się o 13% rok do roku, a niemiecki tylko o 5,5%.

Według ostatecznych danych inflacja zasadnicza wzrosła z 1,3% w marcu do 1,6% w kwietniu. Według pierwszych danych **wzrost cen utrzymywał się również w maju, kiedy inflacja zasadnicza wzrosła do 2%**. Powodem wzrostu był kolejny znaczący wzrost cen w sektorze energetycznym. Już w marcu, po trzynastoletniej serii negatywnych wkładów do wzrostu ogólnego poziomu cen, przedział cen energii stał się pozytywnym czynnikiem. W kwietniu i maju **ceny energii** wzrosły jeszcze bardziej – podczas gdy w marcu wzrosły o 4,3% r/r, w kwietniu już o 10,4% r/r, a **w maju 13,1%**. Jednak presja popytowa jest nadal słaba, o czym świadczy niska **inflacja bazowa**. Wyniosła ona w maju 0,9%, czyli 0,1 p.p. powyżej wartości z kwietnia, ale o pół punktu procentowego poniżej wartości ze stycznia. Biorąc pod uwagę, że styczniowy wzrost inflacji wynikał głównie z rewizji koszyka konsumenckiego, pomimo bezprecedensowych bodźców monetarnych i fiskalnych, w strefie euro nadal nie ma inflacji konsumenckiej.

Na ostatnim posiedzeniu (22.4.) EBC oczywiście nie dokonał żadnych zmian w polityce. W komunikacie prasowym po posiedzeniu prezes Christine Lagarde zrównoważyła wcześniejsze wypowiedzi niektórych bardziej jastrzębich członków Rady, którzy w kwietniu wzywali do stopniowego zakończenia skupu aktywów („tapering”), mówiąc, że wszelkie korekty tempa wykupów zależą od rozwoju danych makroekonomicznych i inflacyjnych i że nie mają one horyzontu czasowego, w którym miałyby nastąpić. Lagard wspomniała również, że spodziewa się rozbieżności wzrostu między USA a UGW ze względu na potężne bodźce fiskalne w USA. **Nawet protokół ze spotkania, opublikowany w połowie maja, nie przyniósł niczego zaskakującego.** Być może warto zauważyć, że większość członków zgodziła się, że ryzyka do ostatniej prognozy wyrównały się (tj. nie były już głównie w dół, jak miało to miejsce w marcu), a niektórzy nawet sądzili, że są one lekko przekrzywione w górę, tj. że zarówno inflacja jak i wzrost zaskoczą raczej w górę niż w dół.

Indeks PMI w usługach znacznie się poprawił

Źródło: Eurostat, <http://goo.gl/p7uulT>

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Pomimo szybko rosnącej inflacji, amerykański bank centralny jest nienaturalnie spokojny. Jednocześnie poprawa sytuacji makroekonomicznej i bardzo silna ekspansja fiskalna skłaniają do zaostrzenia polityki pieniężnej.

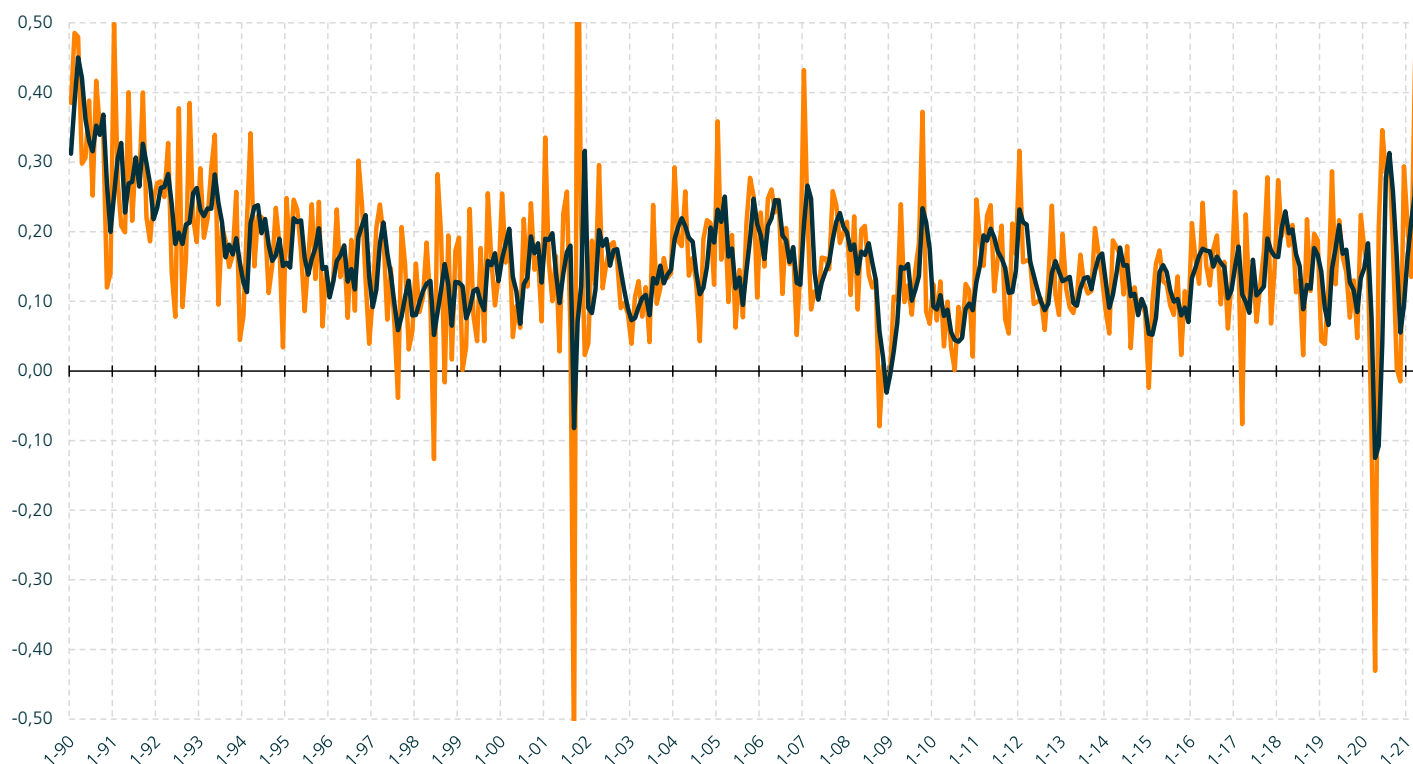
W pierwszym kwartale gospodarka USA nadal odbiegała od gospodarki strefy euro. Po kwartalnym zannualizowanym wzroście o 4,3% w ostatnim kwartale ubiegłego roku, według drugiego szacunku **dodała 6,4% w pierwszym kwartale** tego roku. Największy pozytywny wkład we wzrost miały wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, które przyczyniły się do wzrostu o 7,4 p.p., a następnie inwestycje (+2 p.p.) i rząd (+1 p.p.). Odzwierciedleniem silnych zagregowanych wydatków był (co nie dziwi) ujemny wkład eksportu netto (-1,2 p.b.) oraz zapasów (-2,8 p.b.). W szczególności gwałtowny spadek zapasów spowodowany wyższym popytem stwarza przestrzeń do szybszego wzrostu gospodarczego w przyszłości.

Całkowita sprzedaż detaliczna bez samochodów i paliw w I kwartale wzrosła o 7,6% w porównaniu do IV kwartału ubiegłego roku (w lutym spadła o 2,7% m/m z powodu ostrej zimy, zwłaszcza na południu USA, ale było to więcej łącznie przez styczeń i marzec, w którym sprzedaż wzrosła o 8,3% i 9% m/m). **W kwietniu nieznacznie spadły** miesiąc do miesiąca, ale ze względu na efekt niskiej bazy z kwietnia ubiegłego roku, kiedy wiele placówek zostało zamkniętych, jej **dynamika rok do roku osiągnęła bezprecedensowe 37,6%**.

No i oczywiście rynek pracy. **W kwietniu stopa bezrobocia (6,1%)** nieznacznie wzrosła w porównaniu do marca (6%), ale stopa bezrobocia U6 (obejmująca nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei, że je znajdą) dalej spada, z 10,7% do 10,4%. **Polepszenia są nadal widoczne w danych „przepływu”**. Przy pierwszych wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych majowa średnia tygodniowa wyniosła poniżej 450 tys. (w lutym było to ok. 805 tys., w marcu 720 tys; wiosną 2020 roku bezprecedensowe 5,5 mln.). dla wniosków bieżących od połowy kwietnia widzimy stagnację na poziomie ok. 3,6 mln.

Zamówienia na dobra trwałe w kwietniu spadły (o 1,3% m/m), po rewizjach danych był to pierwszy od roku spadek miesiąc do miesiąca. Tempo wzrostu rok do roku sięgnęło 52%, co trudno sobie wyobrazić, ale jest to odzwierciedlenie praktycznie nieistniejącej bazy porównawczej z zeszłego roku. Dotychczasowy wzrost w tym roku to prawie 4%, co biorąc pod uwagę, że to tylko 4 miesiące, nie jest wcale złym wynikiem, wręcz przeciwnie.

Inflacja kwartalna jest najwyższa od 1990 roku



Inflacja bazowa PCE (%) – m/m oraz średnia 3-miesięczna

Źródło: Federal Reserve, <https://bit.ly/39xMtdA>

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 0,7% m/m, ale w pierwszych 4 miesiącach tego roku, ze względu na spadek o 3,5% m/m w lutym w porównaniu z końcem ubiegłego roku, de facto jest w stagnacji. Na wskaźnik rok do roku (+16,5%) istotny wpływ ma oczywiście pierwsza fala pandemii z wiosny 2020 r.

Bazowa inflacja PCE dodała w kwietniu 0,7% m/m, najwięcej od 2001 roku, tempo kwartalne dla lutego, marca i kwietnia osiągnęło wartość niespotykaną przez dokładnie 31 lat (ostatnim razem równie szybki kwartalny wzrost poziomu cen odnotowano w lutym, marcu i kwietniu 1990 r.). Co zaskakujące, biorąc pod uwagę trwającą ekspansję fiskalną, bank centralny (ale także rynek finansowy, jak pokazują rentowności obligacji czy kurs dolara) nie jest dużo bardziej negatywnie nastawiony do tych liczb. W ujęciu rocznym inflacja bazowa PCE podskoczyła do 3,1%.

Rezerwa Federalna USA nie spotkała się w maju. Na kwietniowym posiedzeniu pozostawiła niezmienione stanowisko w polityce pieniężnej pomimo (przyznanego) przyspieszenia ożywienia gospodarczego dzięki „postępowi szczepień” i „silnemu wsparciu ze strony polityki fiskalnej i monetarnej”. Skomentowała również wzrost inflacji po posiedzeniu, ale nie widzi tutaj ryzyka trwałego wzrostu inflacji: zdaniem FOMC niedawny wzrost inflacji jest tylko przejściowy. Więc zobaczymy, czy zmieni zdanie na następnym spotkaniu w połowie czerwca.

CEE3

POLSKA

Po silnym wzroście gospodarczym w pierwszym kwartale prawdopodobnie podobnie silny wzrost nastąpi w drugim. Inflacja nadal jest wysoka, ale bank centralny powtarza, że spadnie bez konieczności interwencji polityki pieniężnej.

Nowe dane o wzroście gospodarczym w I kwartale zostały opublikowane w połowie maja. Po tym, jak gospodarka skurczyła się o 2,7% r/r (-0,5% q/q) w ostatnim kwartale ubiegłego roku, spadek wyhamował do 0,9% r/r w pierwszym kwartale tego roku (dzięki **zaskakująco silnemu wzrostowi w ujęciu kwartalnym o 1,1%**). Wszystkie składniki zagregowanego popytu pozytywnie wpłynęły na wzrost rok do roku, z wyjątkiem eksportu netto (-1,9 p.p.), który ucierpiał na wzroście importu.

Według danych miesięcznych i wskaźników wyprzedzających wygląda na to, że drugi kwartał również będzie mocny pod względem wzrostu.

Choć **produkcja przemysłowa** zanotowała niewielki spadek (-0,7% m/m) w kwietniu, to wzrost rok do roku był gigantyczny (+45%) ze względu na efekt bazy, a nawet w przypadku spadku miesiąc do miesiąca był to dopiero pierwszy (i oczywiście niewielki) spadek od sierpnia ubiegłego roku. Ponadto jest to spadek spowodowany przede wszystkim problemami w łańcuchu dostaw. Potwierdza to również **rozwój wskaźnika menedżerów zakupów**, który **w maju osiągnął historycznie wysoki poziom 57,2 punktu** po 53,7 punktu w kwietniu, jest to jeden z najwyższych wzrostów miesiąc do miesiąca (o 3,5 punktu). Do wzrostu przyczynił się przede wszystkim subindeks nowych zamówień (+1,5 punktu) oraz produkcji (+1,3 punktu). Respondenci potwierdzają również, że łańcuchy dostaw są w kiepskiej kondycji: w maju m.in. nastąpiło historycznie bezprecedensowe przedłużenie dostaw surowców.

Złagodzenie warunków funkcjonowania centrów handlowych w lutym oraz niska baza z marca i kwietnia 2020 r. (kiedy sprzedaż spadła) znalazły odzwierciedlenie w silnym wzroście sprzedaży rok do roku. **Realna sprzedaż detaliczna** po wzroście w marcu o 17% rok do roku, **w kwietniu wzrosła o 25,7%**. Oczywiście ten mocny wynik odzwierciedla przede wszystkim otwarcie sklepów i efekt bazy, ale fundamenty również pozostają na korzyść wzrostu: w kwietniu **stopa bezrobocia wyniosła 6,3%** (tylko o punkt procentowy wyższa niż w lutym 2020 r.), a **wzrost płac** wyniósł prawie **10% r/r**. Popyt gospodarstw domowych ma teraz tak wiele powodów, aby czuć się komfortowo. Na przyszły rok planowana jest **ekspansja fiskalna w ramach programu „Polski Ład”**, który obejmuje reformę podatkową (drastyczne zwiększenie kwoty wolnej od podatku z 8 tys. zł do 30 tys. zł), zwiększenie zasiłków na dzieci oraz zwiększenie wydatków na opiekę zdrowotną.

Inflacja w tym roku szaleje. Po gwałtownym spadku z 3% w listopadzie do 2,4% w grudniu, w styczniu i lutym pozostała wokół tej granicy, aby (szczególnie pod wpływem cen energii) w kolejnych dwóch miesiącach wystrzelić powyżej 4%, a w samym kwietniu nawet do 4,3% (najwięcej od marca 2020 r.). Inflacja popytowa również pozostaje wysoka na poziomie nieznacznie poniżej 4%.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) spotkała się na początku maja, oczywiście nie nastąpiły żadne zmiany w polityce pieniężnej. Bank centralny potwierdził, że będzie nadal kupował aktywa i powiedział za pośrednictwem swojego prezesa, że biorąc pod uwagę charakter niedawnego wzrostu cen i przekonanie, że inflacja spadnie do końca roku, nie podniesie stóp w tym roku (podobnie w połowie maja wypowiadał się Cezary Kochalski z RPP) i że stanowisko to zostanie zrewidowane dopiero w połowie 2022 roku.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

ROPA

Po tym, jak ropa naftowa (WTI) znalazła się w kwietniu w doskonałej burzy (zamknięcie gospodarek przez koronawirusa i wynikający z tego spadek popytu na ropę, a także konflikt między OPEC a Rosją), która postawiła cenę ropy do fizycznego odbioru na głęboko ujemnym poziomie, sytuacja uspokoiła się w kolejnych miesiącach. Przez następne 5 miesięcy, łącznie z październikiem, ropa utrzymywała się w przedziale 37-43 USD. W listopadzie ponownie cena wzrosła z powodu spekulacji na temat wczesniej dostępności szczepionki COVID-19. Jej wzrost trwa w tym roku, a ze względu na ekstremalną zimę w południowych Stanach Zjednoczonych w lutym 2021 roku osiągnęła cenę ponad 63 dolarów za baryłkę. W marcu i kwietniu i maju 2021 r. cena baryłki ropy oscylowała między 60 a 66 USD za baryłkę bez wyraźnego trendu i dopiero pod koniec maja ropa osiągnęła górną granicę tej strefy. Osiągając poziom cen w okolicach 68-69 dolarów za baryłkę dostała się do wartości niespotykanych od jesieni 2018 roku.

RYNKI AKCYJNE

Rynki akcyjne w maju również były w dobrym nastroju. Utrzymywały się dobre wyniki finansowe spółek za I kwartał br., a w większości przypadków poprawiły się perspektywy gospodarcze na kolejne miesiące. Szacunki analityków zostały przekroczone we wszystkich sektorach, szczególnie na poziomie zysków netto. Dobry nastrój był również związany z trwającymi szczepieniami przeciwko COVID-19 i spadającą liczbą nowo zarażonych w krajach rozwiniętych. Słabsze wyniki wykazały akcje znane jako FAANG, takie jak Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google czy Microsoft. Gospodarki nadal stopniowo się otwierają. Nadal słyszymy potwierdzające oświadczenia banków centralnych w Europie, USA i Japonii dotyczące luźnych warunków monetarnych poprzez niskie stopy procentowe, pomimo rosnącej presji inflacyjnej. Giełdy odnotowały solidną aprecjację miesiąc do miesiąca: europejski indeks DJ STOXX 600 + 2,1% i amerykański indeks S&P 500 + 0,6%.

Giełdy środkowoeuropejskie zanotowały w maju bardzo dobre wyniki (indeks CECEEUR w CZK + 9,6%). Za znacznie wyższymi wynikami rynków lokalnych w porównaniu z rozwiniętymi stoi znacznie wyższy udział spółek wartościowych, np z sektora bankowego. Akcje banków radziły sobie dobrze ze względu na oczekiwany wzrost stóp procentowych w najbliższych miesiącach, złagodzenie restrykcji oraz rosnącą dynamikę udzielanych kredytów. Akcje Komerční banka wzrosły w ujęciu miesięcznym o +18%, PEKAO o +20%, a NLB o +15%. Akcje spółki Česká Zbrojovka również pokazały piękny wynik + 16%, reagując na zatwierdzenie przejęcia spółki Colt przez amerykańskiego regulatora, a następnie ogłoszenie dobrych wyników finansowych za pierwszy kwartał. Nieco w tyle pozostały firmy o małej kapitalizacji i płynności, takie jak

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCYJNE

producent wina Purcari, Kofola czy Stock Spirits Group. W maju odbyła się pierwsza subskrypcja (IPO) akcji polskiego Pepco. Jest to dynamicznie rozwijającą się firmą sprzedającą odzież dyskontową dla dzieci, prowadząca ponad 3000 sklepów, w tym w Wielkiej Brytanii, w której prowadzi również sieć spożywczą (Poundland i Dealz). Rynek wycenił Pepco na ponad 5 miliardów euro. Najwyższe wyniki w regionie CEE wykazały polskie akcje - indeks WIG30 + 10,1%, węgierski indeks BUX zyskał + 7,4%, słoweński indeks SBITOP + 6,9%, czeski indeks PX + 5,7% i rumuński indeks BET + 0,8%.

Akcje rynków wschodzących również radziły sobie dobrze, a indeks MSCI Emerging Markets USD umocnił się o 2,1%. Akcje dały wyraźne sygnały o kontynuacji ożywienia gospodarczego i oczekiwania na powrót do normalności po pandemii. W drugiej połowie miesiąca skorzystano na słabnącym dolarze, co było odpowiedzią na nadmierne oczekiwania dotyczące mocnych danych o inflacji w USA. W Azji największe sukcesy odniosły akcje indyjskie (+6,5%), pomimo wciąż niesprzyjającej sytuacji epidemiologicznej. Solidne wyniki zanotowały również chińskie akcje. Natomiast akcje na Tajwanie nie uniknęły strat ze względu na wzrost liczby zdiagnozowanych przypadków Covid-19 i związanych z tym nowych ograniczeń. Akcje Ameryki Łacińskiej (MSCI Latin America USD + 7,75%) odnotowały największy wzrost w maju, korzystając z gwałtownego wzrostu cen surowców, a także z bardziej optymistycznych perspektyw sytuacji fiskalnej w Brazylii, kluczowej gospodarce regionu.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po lutym i marcu, dwóch miesiącach silnego wzrostu przychodów, w kwietniu i w maju ten trend na amerykańskim rynku obligacji skarbowych wyhamował. Pomimo wysokiej inflacji i rosnącej dynamiki długu, rentowności nieznacznie skorygowały się w dół w kwietniu i w maju uległy stagnacji. Na długim końcu 10-letnie rentowności za kwiecień i maj spadły o 8 punktów procentowych w porównaniu z końcem marca, na koniec maja były na poziomie 1,6%. Na krótkim końcu nie było drastycznych zmian, dwuletnie rentowności to obietnica Fedu, że nie podniesie stóp zakotwiczonych na 15 punktach bazowych.

Nawet na przeciwległym brzegu Atlantyku sytuacja nie zmieniła się znacząco w maju. Po tym, jak niemieckie 10-letnie rentowności nie podążyły za Ameryką w kwietniu i wzrosła z około -30 p.b. do około -20 p.b. w tym miesiącu, osiągając tym samym najwyższy poziom od około roku, w maju nie oddaliły się od tej granicy. Na krótkim końcu, ze względu na perspektywę bardzo długiego okresu stabilności stóp EBC, panuje podobna (i w świetle obaw o inflację amerykańską czy globalną być może nieuzasadniona) nuda jak w USA – dwuletnie obligacje niemieckie utrzymały się w okolicach -70 punktów bazowych w kwietniu i maju.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Debata o rosnącej inflacji, która zrodziła w umysłach inwestorów myśl, że być może czasami może dojść do stopniowego ograniczania podaży płynności przez banki centralne na świecie wzrostu stóp procentowych, nie miał jeszcze większego wpływu na rynek emisji korporacyjnych. Przynajmniej w przypadku EBC przed nami jeszcze długa droga. Stopniowe otwieranie gospodarki i gromadzone oszczędności przyczynią się do poprawy płynności finansowej firm, a niskie stopy procentowe ograniczą możliwy wzrost liczby upadłości.

Na rynku obligacji korporacyjnych sytuacja w maju była stosunkowo spokojna i stabilna, podobnie jak w poprzednich 2 miesiącach. Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowane w euro nie zmieniły się znacząco w ciągu miesiąca: dla obligacji inwestycyjnych zmiana tzw. indeksu total return (TRI) w stosunku do końca kwietnia wyniosła zero (w porównaniu z końcem 2020 roku nawet +0,02%), dla obligacji spekulacyjnych tylko nieznacznie dodatnia, +0,23% (w porównaniu do końca ubiegłego roku + 2,2%). Podobnie jak w kwietniu zmiany na instrumentach dolarowych były nieco bardziej zmienne. W przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym nastąpiła stabilizacja/wzrost cen rentowności na rynkach obligacji skarbowych, co w maju znalazło odzwierciedlenie w drugim w tym roku wzroście TRI, o 1% dla obligacji o stopniu inwestycyjnym i 0,2% dla obligacji o stopniu spekulacyjnym.

Spokojnie kształtowały się również w maju premie kredytowe, zarówno w przypadku obligacji inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych obligacji korporacyjnych denominowanych w euro. Według indeksu Markit iTraxx Europe CDS, w maju premie z obligacji inwestycyjnych praktycznie stagnowały (+0,2%), natomiast w przypadku obligacji spekulacyjnych spadły po raz czwarty z rzędu o 1,6%. O ile w pierwszym przypadku składki CDS są o 12,7% wyższe niż na początku ubiegłego roku, o tyle w przypadku spekulacyjnych są one niższe o 38,5%. Biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną i wszystko, co wydarzyło się w ostatnich latach, potwierdza to jedynie, że interwencje banków centralnych były rzeczywiście masowe i zasadniczo zatały różnice między poziomem spekulacji i inwestycji. Jest to sytuacja, o której doskonale wiedzą wszyscy konserwatywni inwestorzy.

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Nawet zmiany na polskiej krzywej dochodowości były większe w maju niż w kwietniu. Rentowności 10-letnie wzrosły w porównaniu do końca kwietnia o ok. 15 punktów procentowych, osiągając prawie 1,9%, przy czym głównym czynnikiem jest utrzymujące się przyspieszenie inflacji w okresie ożywienia gospodarczego. Wzrósł również krótki koniec, a dwuletnie rentowności wzrosły z 0,1% do 0,3% w wyniku rosnących oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej, o czym świadczy chociażby wzrost FRA (6x9 z 0,2% do 0,5%).

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



Źródło: Bloomberg

WALUTY

Dolar stopniowo tracił na wartości **wobec euro** po odwróceniu marcowej aprecjacji do 1,17 w kwietniu i osłabieniu z powrotem powyżej 1,20, po czym w maju stopniowo spadał, dochodząc do poziomu 1,225. Tam przejście na słabsze poziomy na razie się zatrzymało, a zaskakująco wysoka inflacja w USA niczego nie zmieniła. Rynek, który w ostatnim kwartale ubiegłego roku nieubłaganie dążył do umocnienia euro, a który w I kwartale br., wręcz odwrotnie, akcentował czynniki prodolarowe, w drugim kwartale ponownie stanął po stronie tych, którzy twierdzą, że bezprecedensowa ekspansja zadłużenia w USA obciążą siłę nabywczą waluty.

Korona czeska umacniała się dalej w maju i spadła poniżej poziomu 25,50, taką wartość miała ostatnio (jeśli nie liczyć jej raketowego osłabienia do poziomu około 25 koron po wybuchu pandemii w zeszłym roku) pod koniec 2019 roku. Powody są oczywiste: rosnące oczekiwania na wyższe stopy CNB. Widać to chociażby w gwałtownym majowym wzroście FRA – kontrakt 6x9 (czyli oczekiwanie trzymiesięcznego PRIBOR na pół roku) wzrósł w maju o 0,4 pp. do 1 %.

Złoty po dłuższym czasie w maju wyraźniej umocnił się do euro. Kierując się oczekiwaniami rynku i mając na uwadze stanowisko banku centralnego stanowczo negującego zacieśnienie polityki pieniężnej w dającej się przewidzieć przyszłości, spadł z 4,55 do 4,45, czyli do najsilniejszego poziomu od grudnia. Wciąż jednak nie można mówić o żadnej ustalonej dłuższej tendencji do umocnienia, nie mówiąc już o tendencji spowodowanej konwergencją.

Węgierski forint również umocnił się w maju, wspierany ideą zacieśnienia polityki pieniężnej. Z wartości powyżej 360 na koniec kwietnia, przy stałym umacnianiu, pod koniec maja osiągnął najmocniejszy poziom (346) od sierpnia ubiegłego roku.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska jest nisko zadłużoną gospodarką o solidnych podstawach i bankiem centralnym, który, co zaskakujące dla wielu, obniżył stopy procentowe do zera. W przeciwieństwie do CNB jednak polski bank centralny nie ma apetytu na zacieśnienie polityki (nawet jeśli jej własne prognozy wskazują na inflację powyżej 3% w ciągu najbliższych trzech lat), a wręcz przeciwnie. Jednak, jak widać z rozwoju FRA, rynek widzi to inaczej i nie wierzy w gołębie podejście banku centralnego. A biorąc pod uwagę nowo zatwierdzony impuls fiskalny polskiego rządu („Polski Ład”), ma powody, by obawiać się szybszej inflacji, a tym samym szybszej reakcji polskiego banku centralnego. Zagrożeniem dla polskich obligacji są też duże bodźce fiskalne w USA, a dezinflacyjne środowisko w strefie euro jest dla nich korzystne. W rezultacie oczekujemy dalszego wzrostu przychodów.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

WALUTY

Przy kursie **euro do dolara**, po korekcie w I kwartale, dolar powrócił do ubiegłorocznego trendu osłabienia, czemu sprzyjała inflacyjna narracja. Dzięki bodźcom fiskalnym i bardzo szybkiemu wskaźnikowi szczepień szacunki dotyczące tegorocznego tempa wzrostu i tempa wzrostu w 2022 w USA poprawiły się, a pozytywne oczekiwania rosną także w strefie euro. W związku z tym oczekujemy, że dolar będzie defensywny wobec większości głównych walut, w tym euro, przez większość roku, obciążony negatywnymi skutkami wyższej bieżącej i przyszłej inflacji, napędzanej zbyt luźną polityką fiskalną i monetarną.

Naszym zdaniem **korona** wyczerpała już swój potencjał do dalszego umacniania się w tym roku wraz z majowym wzrostem. Poprawa sytuacji epidemiologicznej, stopniowy powrót do normalności i szybki wzrost stóp CNB są już widoczne na rynku. Tak, bilionowy deficyt na ostatni, ten i przyszły rok jest przerażający, ale jest bardzo mało prawdopodobne, aby rynek walutowy ukarał koronę czeską za rozrzutny rząd – dziś nikogo nie przejmują długi (mówiąc przesadnie). W tym roku spodziewamy się oscylacji w okolicach 25,50, w przyszłym umocnienia nieco poniżej 25 koron.

Z fundamentalnego punktu widzenia złoty zyskałby na wartościach znacznie silniejszych niż to, co widzimy dzisiaj. Stopniowy powrót gospodarki do normalności prawdopodobnie nie doprowadzi złotego do mocniejszych poziomów niż 4,40. W głównym scenariuszu spodziewamy się w tym roku wartości w okolicach 4,40, ale w przypadku, gdy bank centralny zacznie działać, możemy zaobserwować dalsze umocnienie znacznie poniżej tego poziomu.

RYNEK AKCYJNY

Jesteśmy teraz ostrożni w stosunku do niektórych rynków akcji. Jednym z głównych powodów naszej ostrożności są wysokie poziomy światowych indeksów giełdowych, niektóre wyceny akcji lub wyceny światowych indeksów giełdowych w przypadku rynku amerykańskiego są na historycznych maksimach lub najwyższych poziomach od bańki technologicznej w 2000 r., lub obawy przed gwałtownym wzrostem inflacji z powodu wciąż bezprecedensowych bodźców monetarnych i fiskalnych w głównych gospodarkach, zwłaszcza w USA, strefie euro i Japonii. Jednocześnie według historycznych statystyk zawsze było tak, że przy wyższej inflacji akcje nie radziły sobie zbyt dobrze. Widzimy również zagrożenia w możliwym wzroście podatków od przedsiębiorstw, ze względu na utrzymywanie się wysokiego deficytu budżetowego lub w zagrożeniach geopolitycznych. Dlatego uważamy, że oczekiwania co do bardzo pozytywnego rozwoju w przyszłości zostały już spełnione przy obecnych cenach akcji, a możliwości dalszego znacznego wzrostu są już znacznie ograniczone.

Z drugiej strony musimy podkreślić, że ogólne przewartościowanie światowych giełd wynika głównie z ekstremalnego przewartościowania amerykańskich akcji. W związku z tym mamy je znacznie niedoważone względem benchmarków w naszej globalnej alokacji akcji. Jeśli nasze oczekiwania zostaną spełnione, w nadchodzących miesiącach amerykańskie akcje będą znacznie ustępować reszcie świata.

Uważamy jednak, że niektóre regiony rynków wschodzących są nadal bardzo atrakcyjnie wyceniane. Należą do nich w szczególności region Europy Środkowej, który w ostatnich latach pozostawał daleko w tyle za światowymi indeksami giełdowymi. Europa Środkowa to obecnie prawdopodobnie najtańszy region świata (P/E 13; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,6). Największy potencjał wzrostu widzimy w regionie Europy Środkowej w średnim okresie, zwłaszcza w spółkach słoweńskich, czeskich i niektórych polskich. Lokalne rynki charakteryzują się wysokimi dochodami z dywidend (prawdopodobnie tylko częściowo obowiązuje to w 2021 r.) i stosunkowo niskim zadłużeniem. Bankowe papiery wartościowe charakteryzują się wysoką kapitalizacją, dobrym oczekiwaniem zwrotem z kapitału i marżą odsetkową.

Kolejnym regionem, do którego jesteśmy pozytywnie nastawieni, jest rozwijająca się Azja, na czele z Chinami (P/E 15,4; P/S 2,3; EV/EBITDA 17,4). Wschodząca Azja jest obecnie ekonomicznym motorem świata. Według najnowszej prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, PKB Indii powinien wzrosnąć w tym roku o 11%, a Chin o 8%. To oczywiście powinno mieć istotny pozytywny wpływ na dynamikę rentowności korporacyjnej lokalnych spółek giełdowych, a tym samym na stopy zwrotu z akcji.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów 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 takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, 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