

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-4,24 %	USA (USD)	-2,48 %	USD/EUR	-1,62 %	Ropa Brent (USD)	-12,29 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-5,29 %	Europa (EUR)	-5,19 %	CZK/USD	1,26 %	Gaz (USD)	10,91 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	1,04 %	Czechy (CZK)	-2,18 %	CZK/EUR	-0,43 %	Fotowoltaika (EUR)	59,41 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	0,03 %	Polska (PLN)	-1,82 %	PLN/EUR	-0,32 %	Złoto (USD)	-2,61 %
Czechy – PX (CZK)	-4,84 %	Węgry (HUF)	-1,54 %	HUF/EUR	-0,93 %	Srebro (USD)	-12,06 %
Polska – WIG30 (PLN)	-10,68 %	Turcja (TRY)*	17,49 %	TRY/EUR	-0,23 %	Miedź (USD)	-1,06 %
Węgry – BUX (HUF)	0,17 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka w II kwartale rozwijała się w silnym tempie, ale wiodące indeksy w przemyśle, usługach i gospodarstwach domowych wskazywały na znaczne spowolnienie.

Drugi szacunek dynamiki PKB w II kwartale uściślił tempo wzrostu gospodarki do 0,6 % w ujęciu kwartalnym (pierwszy szacunek był o jedną dziesiątą punktu procentowego wyższy). Był to najszybszy wzrost od III kwartału 2021 roku (+2,3 %). Spośród głównych gospodarek najlepiej poradziły sobie Włochy i Hiszpania, które wzrosły odpowiednio o 1 % i 1,1 % q/q. Francja zyskała 0,5 % q/q, natomiast Niemcy dodały ledwie zauważalne 0,1 % (lekka poprawa w stosunku do stagnacji z pierwszego szacunku). Dane strukturalne są nadal dostępne tylko dla Francji, gdzie handel zagraniczny w największym stopniu przyczynił się do wzrostu kwartał do kwartału (+0,4 p. p.), podczas gdy wkład popytu krajowego był zerowy, ze względu na niewielki spadek popytu gospodarstw domowych (-0,2 % q/q).

Dane opublikowane w EMU w sierpniu 2022 r. były raczej słabe (i nadal dotyczyły drugiego kwartału oprócz wskaźników wyprzedzających).

Sprzedaż detaliczna spadła w drugim kwartale. W kwietniu i **czerwcu spadły** one miesiąc do miesiąca (odpowiednio -1,1 % i **-1,2 %**), tak że nawet niewielki wzrost miesiąc do miesiąca w maju (+0,4 %) nie zmienił faktu, że roczna stopa zmieniła się w ujemną na koniec drugiego kwartału (-3,7 %). **Jednocześnie sprzedaż wciąż wspiera rynek pracy, który w tym roku radzi sobie dobrze.** Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia spadła o 1,3 p. p. rok do roku i utrzymuje się poniżej 7 %: od kwietnia tego roku jest na najniższym poziomie (**6,6 %**) w całej historii UGW. Najniższa stopa bezrobocia wśród dużych krajów jest oczywiście w Niemczech (2,8 %), najwyższa w Hiszpanii (12,6 %). Jednak wzrost płac pozostaje relatywnie słabym: [indeks wynegocjowanych płac](#), EBC dodał 2,8 % r/r w I kwartale, ale tylko 2,1 % r/r w II kwartale. Scenariusz przenikania inflacji do wynagrodzeń nie znajduje więc jeszcze odzwierciedlenia w danych, ale tego zapewne nie można się było tak szybko spodziewać. Widzimy jednak pierwsze sygnały, że płace przyspieszają: niemiecki IG Metall domaga się [wzrostu płac o co najmniej 7 %](#), [pracownicy Lufthansy żądają podwyżki o 9,5 %](#).

Produkcja przemysłowa wzrosła w II kwartale po słabym końcu I kwartału. W kwietniu dodała 0,5 %, w maju zrewidowane w górę 2,1 % m/m, a **w czerwcu 0,7 %**. W podsektorze produkcyjnym produkcja uległa stagnacji w kwietniu, ale następnie dodała odpowiednio 1,8 % i 1 %. Roczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej ogółem wyniosło na koniec drugiego kwartału 2,4 %, a w sektorze produkcyjnym 2,7 %. Wśród głównych gospodarek najgorzej w czerwcu radziły sobie Włochy (-1,2 % r/r), najlepiej Hiszpania (+7,3 % r/r).

Jednak perspektywy dla przemysłu nie są dobre. Indeks Menadżerów Produkcji (PMI) w sierpniu 2022 r. uległ dalszemu pogorszeniu, choć niemal niezauważalnie: spadł z 49,8 pkt. w lipcu do 49,7 pkt., najniżej od 26 miesięcy. Powodem niewielkiego spowolnienia było nieznaczne pogorszenie sytuacji w sektorze materiałów podstawowych oraz w przemyśle motoryzacyjnym. Niemiecki indeks PMI pozostał nieco poniżej 50 (49,8 pkt., wobec 49,3 w lipcu), francuski tak samo (49 pkt., wobec 49,5 pkt. w lipcu). Zapasy wyrobów gotowych wzrosły najmocniej w 25-letniej historii badania.

Obserwujemy pewną stabilizację w **indeksie IFO**, który odwzorowuje warunki w największej gospodarce strefy euro. Subindeks oceniający sytuację bieżącą pozostał w sierpniu (97,5 pkt.) powyżej **średniej długoterminowej (96,7 pkt.)**. Subindeks **oceny oczekiwań** spadł w lipcu (do 80,4 pkt.) do poziomu nieznacznie niższego od dołka z grudnia 2008 roku (79,2 pkt.), a następnie **w sierpniu** odnotował dalszy, nieznaczny spadek (do **80,3 pkt.**). Nadal jest tak, że obawa o przyszłość jest dla niemieckich firm większa niż ocena obecnej sytuacji

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

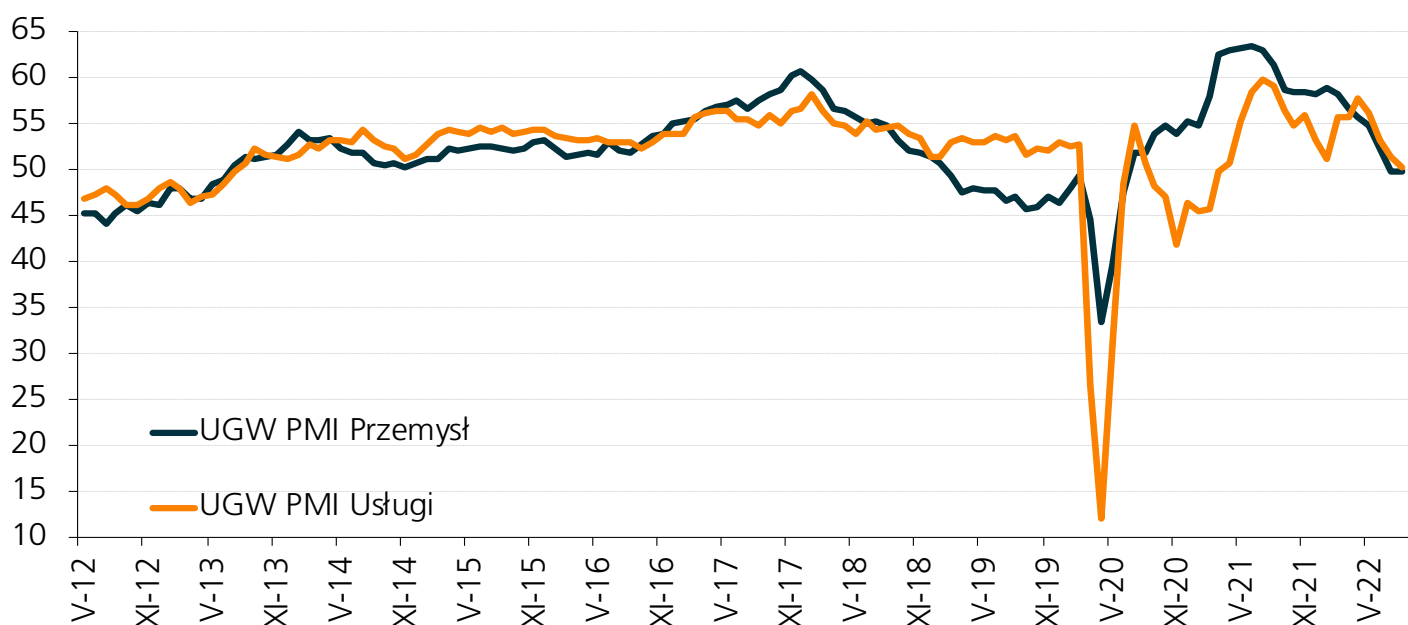
W dominującym sektorze usług sytuacja w strefie euro uległa w sierpniu dalszemu pogorszeniu po (już znacznym) spadku w czerwcu i lipcu. Indeks spadł do najniższego poziomu (50,2 pkt.) od 17 miesięcy. Wynikało to głównie z dalszego pogorszenia sytuacji w Niemczech (do najniższego od półtora roku poziomu 48,2 pkt.) oraz we Francji (gdzie indeks spadł do 16-miesięcznego minimum 51 pkt.); oczekiwania na najbliższe 12 miesięcy są w obu krajach bardzo pesymistyczne (we Francji pogorszyły się, w Niemczech pesymizm ustąpił tylko bardzo nieznacznie z 26-miesięcznego minimum w lipcu).

Zaufanie konsumentów mierzone przez Komisję Europejską również sugeruje, że sytuacja w usługach nie ulegnie poprawie. W lipcu spadło do nowego rekordowo niskiego poziomu **-27 pkt.** (o ponad 2 pkt. niższego od poprzedniego minimum -24,7 pkt. w kwietniu 2020 r.) i utrzymało się powyżej tego minimum nawet po **sierpniowej korekcie** (do -24,9 pkt.).

Inflacja przyspieszyła **w lipcu do 8,9 %** rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wzrosła o 0,1 %. Ściśle obserwowana **inflacja bazowa** przyspieszyła z 3,7 % w czerwcu do **4 % r/r** w lipcu; miesiąc do miesiąca inflacja bazowa spadła o 0,2 %. Spośród dużych krajów, w lipcu inflacja była najwyższa w Hiszpanii (10,7 %), a najniższa we Francji (6,8 %). **Według pierwszych sierpniowych danych**, inflacja w Niemczech i Włoszech ponownie przyspieszyła do odpowiednio 8,8 % (wobec 8,5 % w lipcu) i 9 % (wobec 8,4 % w lipcu), ale spowolniła w Hiszpanii i Francji (odpowiednio 10,3 % i 6,5 %). Co więcej, **ceny producentów przemysłowych** również szybko rosną rok do roku, ale ich roczna stopa wzrostu już nie przyspiesza: **w czerwcu ceny producentów w strefie euro dodały 28,8 %**, czyli prawie tyle samo co w maju (28,7 %) czy kwietniu (29,2 %).

Następne posiedzenie EBC odbędzie się 8 września. Na ostatnim (lipcowym) posiedzeniu EBC ostatecznie odrzucił gołębi ton, podnosząc stopy o pół punktu procentowego. Oprócz pozbycia się wszelkich „forward guidance” (czyli każdy ruch jest teoretycznie możliwy na każdym kolejnym posiedzeniu), wprowadziła także nowe narzędzie do walki z rosnącymi rentownościami na peryferyjnych rynkach obligacji – tzw. Transmission Protection Instrument (TIP). Jednak włoskie obligacje, które były celem akcji, nie zareagowały na to zbyt. W odróżnieniu od sytuacji sprzed 10 lat, kiedy Draghi „rozwiązał” problem poszerzających się spreadów kredytowych przekonując rynek, poprzez program OMT, że jest gotów i jest w stanie wpompować w ten problem nieograniczone ilości pieniędzy, dziś ręce Lagarde, próbującej powtórzyć sztukę Draghiego, są zane przez wysoką inflację, która podważa wiarygodność jej obietnicy.

Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że zarówno usługi, jak i przemysł są już na skraju kontrakcji



Źródło: Markit

USA

Rynek pracy pozostaje napięty, Fed daje do zrozumienia, że będzie kontynuował zacieśnianie stóp, nawet jeśli spowoduje to „ból” dla realnej gospodarki.

Również drugi szacunek wzrostu PKB w drugim kwartale tego roku potwierdził, że gospodarka USA jest w recesji. Spełniła bowiem techniczne wymogi recesji, notując drugi z rzędu spadek (po spadku o 1,6 % q/q annualizowanym w pierwszym kwartale o zrewidowane w górę 0,6 % w drugim). Struktura danych nie jest jednak straszna - wkład popytu gospodarstw domowych pozostał dodatni dzięki wydatkom na usługi (+0,6 p. p.), **spadły „tylko” inwestycje i zapasy.** Wysoki dodatni

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

wkład eksportu netto wynikał nie tylko ze spadku importu, ale przede wszystkim ze wzrostu eksportu. Wniosek jest taki, że recesja nie wystarczyła jeszcze, by wygenerować armię bezrobotnych.

Miesięczne dane opublikowane w sierpniu 2022 roku były dość mocne.

Rzeczywista sprzedaż detaliczna, po spadkach w czerwcu i maju (łącznie po rewizjach o ponad 1 %), **w lipcu nieznacznie wzrosła (0,1 % m/m)**. Tym samym jej roczna stopa powróciła do wartości dodatnich (1,7 %). Na rynku pracy wszystko układa się dobrze. W lipcu, po 4 miesiącach stagnacji, stopa bezrobocia spadła jeszcze bardziej (3,5 %), osiągając poziom z końca 2019 roku (3,5 %) - rynek pracy jest więc w stanie pełnego zatrudnienia. Inne monitorowane stopy bezrobocia również są wciąż niskie - **stopa U6** (obejmująca nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) jest dziś dokładnie taka sama (6,7 %) jak przed Covidem (grudzień 2019: 6,7 %). Utrzymuje się również szybkie tworzenie miejsc pracy - **w okresie maj-lipiec amerykańska gospodarka stworzyła 1,2 mln nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym (471 tys. w samym lipcu)**. Wniosek jest taki, że rynek pracy w USA nie wskazuje na razie na recesję.

W przypadku wynagrodzeń nadal obserwujemy różne sygnały w zależności od tego, z którego badania korzystamy. Według danych [Atlanta Fed](#) (opartych na Current Population Survey, czyli CPS) w lipcu 2022 r. płace wzrosły o 6,7 % r/r, podczas gdy według danych z tzw. Current Employment Statistics, na które często powoływaaliśmy się w minionych wydaniach tego newslettera, nastąpiło spowolnienie (do 2,3 % w ostatnich 6 miesiącach półrocza i tym samym 5,2 % r/r). Należy dodać, że [wzrost wskaźnika kosztów zatrudnienia](#) (tzw. Employment Cost Index, ECI) wyniósł w II kwartale 1,3 % q/q i 5,1 % r/r, czyli tyle samo co w I kwartale (1,4 % q/q). Jednak to również jest badanie, a nie dane zagregowane dla całej gospodarki.

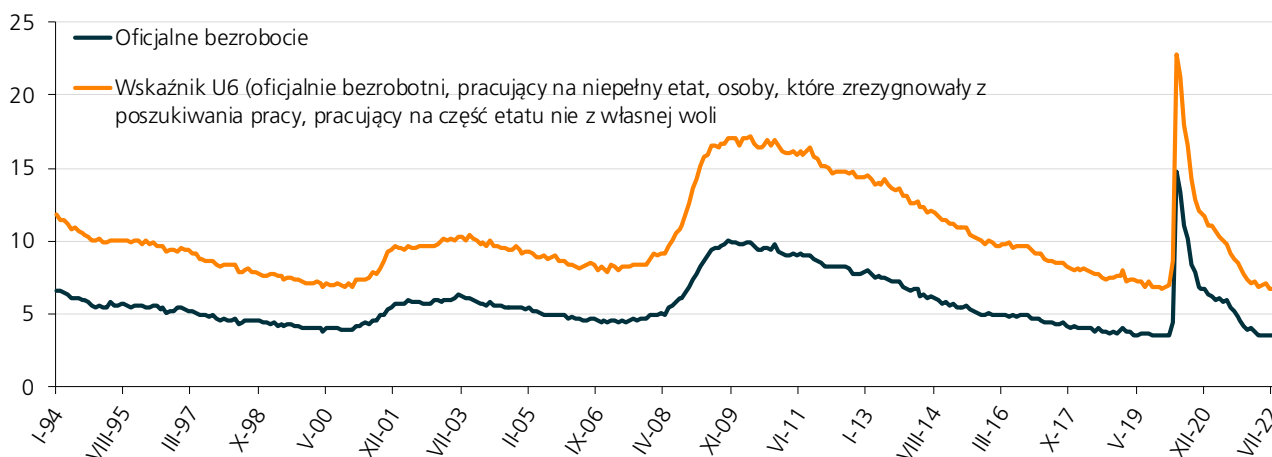
Zamówienia na dobra trwałe na początku trzeciego kwartału uległy stagnacji miesiąc do miesiąca. Z wyłączeniem zmiennej kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, czyli po zamówieniach faktycznie stanowiących dla większości firm wyznacznik inwestycji trwałych, dodały w lipcu 0,4 % i nawet obraz ostatnich miesięcy pozostaje bardzo dobry: wzrost o ponad 2 % w pierwszym kwartale, 1,8 % w drugim. Są to jednak dane nominalne; poziom cen od początku roku wzrósł o 3,8 %, a w drugim kwartale o niecałe 2 %. Rok do roku zamówienia są wyższe o 8,5 %, co w ujęciu realnym jest właściwie stagnacją (a więc bardzo dobrym wynikiem). Nie jest to jednak takie zaskoczenie, gdyż **produkcja przemysłowa** nadal ma się dobrze. Przy silnym wzroście (realnym) w każdym miesiącu z wyjątkiem maja (-0,1 %), **w lipcu wzrosła do poziomu rocznej stopy wzrostu 3,9 % (+0,5 % m/m)**.

Inflacja bazowa (PCE) pozostaje wysoka, jej miesięczne tempo spadło w lipcu po przyspieszeniu w czerwcu (0,6 % m/m). O ile w ostatnich czterech miesiącach do maja 2022 r. włącznie zawsze rosła o +0,3 % m/m i o ile w czerwcu dodała nieoczekiwane 0,6 % m/m, to **w lipcu spowolniła do +0,1 % m/m**. W ciągu ostatnich sześciu miesięcy podstawowy poziom cen wzrósł o 2 % i jest wyższy o 4,6 % rok do roku. **Inflacja bazowa PCE spadła o 0,1 % m/m ze względu na spadek cen paliw, co spowodowało ją do poziomu 6,3 % r/r**.

Spowolnienie inflacji w jednym miesiącu przy napiętym rynku pracy raczej nie zniechęci Fed do kolejnej podwyżki stóp. I rzeczywiście, jego prezes J. Powell zasugerował to podczas regularnego spotkania w Jackson Hole, gdzie wypowiedział się krótko, ale wyraźnie jastrzębim głosem: powiedział, że do okiełznania inflacji potrzebny będzie dłuższy okres wzrostu poniżej trendu oraz że do przywrócenia stabilności cen potrzebny będzie „ból” wśród gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Kolejne spotkanie odbędzie się w dniach 20–21 września i prawdopodobnie przyniesie, podobnie jak w lipcu i czerwcu, podwyżkę stóp o 0,75 p. p.

Rynek pracy w USA jest napięty

Stopy bezrobocia w USA, %



Źródło: BLS, dostępne [TUTAJ](#).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Choć wzrost gospodarki był negatywnym zaskoczeniem, żadne inne dane nie sugerują, że gospodarka wpadnie w głęboką recesję.

Polska gospodarka zaskoczyła negatywnie w II kwartale. Wiadomo było, że tempo wzrostu z pierwszego kwartału (+2,5 % q/q) na pewno nie zostanie powtórzone, ale to, że **gospodarka kurczy się o 2,1 % q/q** nie było oczekiwane. **W skali roku wzrost wyniósł 5,5 %.** Struktura wzrostu pokazała jednak, że spadek w porównaniu z pierwszym kwartałem wynikał głównie z zapasów: popyt gospodarstw domowych dodał 2,1 % kwartał do kwartału, natomiast popyt rządowy 0,7 %. Chociaż inwestycje w środki trwałe spadły o 7 % q/q, to inwestycje ogółem (tj. z uwzględnieniem zapasów) spadły o 28 %. Wskazuje to na znaczny spadek zapasów.

Produkcja przemysłowa, po trzech miesiącach spadku miesiąc do miesiąca (-0,4 %, -0,7 % i -0,2 % odpowiednio za kwiecień, maj i czerwiec), **wzrosła w lipcu o 0,9 % m/m.** **W ujęciu rocznym** dynamika sięgnęła **10,6 %**, a produkcja w pierwszych 7 miesiącach br. była o blisko 13 % wyższa niż w analogicznym okresie 2021 r. **Indeks PMI w ogóle się z tym nie zgadza.** W lipcu spadł do 42,1 pkt, a w sierpniu nawet do 40,9 pkt, najniższej od 27 miesięcy. Było to wynikiem znacznych spadków subindeksu istniejącej produkcji i nowych zamówień, które osiągnęły najniższe wartości od maja 2020 r. Podobnie jak w Czechach, tempo wzrostu cen czynników produkcji i produkcji uległo spowolnieniu (choć pozostało wysokie).

Realna sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu miesiąc do miesiąca (+1,2 % m/m), a jej roczne tempo pozostało dodatnie (2 %) dzięki silnemu efektowi bazy. W pierwszych 7 miesiącach sprzedaż była więc o 8 % wyższa w porównaniu z analogicznym okresem 2021 r., co częściowo odzwierciedla efekt bazy, ale jeśli weźmiemy pod uwagę, że (wyrównany sezonowo i realny) wzrost m/m w styczniu, lutym i marcu wyniósł 1,4 % (a lipiec również był solidny), to widać wyraźnie, że silna dynamika wzrostu rok do roku wynika również z solidnego kwartalnego wzrostu popytu gospodarstw domowych w tym roku. Ostatecznie potwierdziły to zagregowane dane o strukturalnym wzroście PKB w II kwartale.

Nic dziwnego - sprzedaży pomaga rynek pracy, na którym na razie nie widać zmian. **Stopa bezrobocia** przez cały ten rok utrzymywała się na wyjątkowo niskim poziomie: w 1Q22 zakończyła się (po korekcie) na poziomie 5,3 %, w 2Q22 wyniosła 5 %, a **na przełomie drugiego i trzeciego kwartału spadła do 4,9 %**, co jest historycznym minimum i pierwszym w historii przypadkiem spadku poniżej 5 %. Nie dziwi więc, że płace nadal rosły - **nominalny wzrost płac** wyniósł w lipcu prawie **16 %**, co oznacza, że realny **wzrost płac pozostał zerowy pomimo wysokiej inflacji.**

W opisanym powyżej otoczeniu makroekonomicznym inflacja bez zaskoczenia „kwitnie”. W lipcu, według ostatecznych danych, wzrosła ona do 15,6 % (wobec 15,5 % w czerwcu), a inflacja popytowa osiągnęła poziom (9,3 %) nie widziany od lat 90. Według pierwszych danych, **inflacja zaskoczyła też w sierpniu:** przekroczyła oczekiwania analityków ustalone na poziomie +0,2 % m/m, **inflacja zasadnicza przekroczyła tym samym 16 % r/r.** Dobrą wiadomością jest zatrzymanie w lipcu przyspieszenia rocznego tempa wzrostu cen producentów: po wzroście o 25,5 % r/r w czerwcu, **w lipcu ceny producentów wzrosły o 24,8 % r/r.**

Bank centralny nie spotkał się w sierpniu. Podnosząc stopy o 50 punktów bazowych zarówno w styczniu jak i w lutym, doprowadziła swoją kluczową stopę do poziomu 2,75 %, następnie podniosła stopy o trzy czwarte punktu procentowego do 3,5 % w marcu i o jeden punkt procentowy do 4,50 % w kwietniu. **Na posiedzeniach w maju, czerwcu i lipcu stopy rosły dalej, za każdym razem o 0,75 p. p. do obecnych 6,5 %.** Najprawdopodobniej nie jest to jeszcze koniec, choć nie należy się już spodziewać, że będzie on postępował w tak szybkim tempie jak dotychczas. Wrześniowe posiedzenie przyniosło ostatecznie podwyżkę kluczowej stopy procentowej o 0,25 p. b. do poziomu 6,75 %, co było zgodne z konsensusem rynkowym.

ROPA

Po miesiącach stopniowego wzrostu, w pierwszym kwartale 2022 roku cena ropy osiągnęła poziom nie widziany od ponad 10 lat z powodu ataku Rosji na Ukrainę. Baryłka ropy na początku marca była notowana po 113 dolarów, a w ciągu miesiąca osiągnęła 120 dolarów. Na koniec marca jej cena spadła do 100 dolarów, a następnie w kwietniu oscylowała w wąskim przedziale ± 5 dolarów wokół tego poziomu. Od początku maja do około połowy czerwca cena ponownie wzrosła, do 120 USD za baryłkę. Jednak w związku z obawami, że zacieśnianie polityki przez banki centralne spowoduje spowolnienie światowej gospodarki, a nawet recesję, spadła ona w czerwcu do przedziału 105–110 USD za baryłkę, a następnie w lipcu do poziomu 90 USD za baryłkę. W sierpniu ropa naftowa poruszała się w wąskim paśmie ± 7 USD wokół tego prognozy.

RYNKI AKCYJNE

Na początku sierpnia na rynkach akcji panowała dobra atmosfera, ponieważ rynki kontynuowały pozytywne nastroje obserwowane w lipcu. Pod koniec sierpnia, po spotkaniu bankierów centralnych w Jackson Hole i wystąpieniu prezesa Fed J. Powella o konieczności bardziej znaczącej podwyżki stóp w celu normalizacji stóp procentowych, sytuacja się odwróciła. Indeks giełdowy S&P 500 stracił więc w miesiącu sierpniu 4,2 %. Oczekiwania na wyższe stopy procentowe przez dłuższy czas doprowadziły do znacznej korekty w sektorach technologii, opieki zdrowotnej i nieruchomości, natomiast sektor energetyczny prosperował, korzystając z rosnącego popytu i ograniczeń podaży ze strony Rosji. Spadki notowały również europejskie akcje. Wynikało to z obaw przed wysoką inflacją, napędzaną teraz głównie przez energię. Podobnie jak w USA, europejskie sektory technologii, opieki zdrowotnej i nieruchomości osiągnęły gorsze wyniki. Wyniki finansowe za drugi kwartał okazały się wyższe od oczekiwań analityków, ale pojawiły się negatywne rewizje przyszłych zysków spółek. Amerykański indeks S&P 500 spadł o 4,2 % miesiąc do miesiąca, region Europy rozwinętej o 5,3 % (indeks DJ STOXX 600).

Europa Środkowa podążała za rozwojem sytuacji na rynkach rozwiniętych. Utrzymująca się presja inflacyjna, ryzyko zakłóceń w dostawach gazu i ropy z Rosji oraz słabnący konsument doprowadziły do spadków na lokalnych rynkach akcji. Dobrze dokapitalizowane banki radziły sobie lepiej, korzystając obecnie z wysokich stóp procentowych i, jak na razie, niskich rezerw na niespłacone kredyty. Znacznie straciły spółki użyteczności publicznej oraz polskie spółki energetyczne PKN Orlen czy PiGNIG, którym grozi wprowadzenie (lub już wprowadziły) podatków sektorowych lub limitów cen energii elektrycznej, gazu czy paliw. Na praską giełdę, segment STAR,T weszła nowa emisja BezaVlasy. est to spółka e-commerce zajmująca się sprzedażą kosmetyków do włosów. Czeski indeks PX spadł w sierpniu o 4,8 %, polski indeks WIG30 stracił 10,7 %, a rumuński indeks BET -3,2 %.

Akcje rynków wschodzących zdołały w sierpniu znacznie przewyższyć rynki rozwinięte. Nie zmieniły tego ostre spadki pod koniec miesiąca, które zostały wywołane przez jastrzębi Fed i zwiększone obawy przed globalną recesją. Indeks MSCI Emerging Markets USD zakończył miesiąc powyżej zera (+3 pb). Rynki azjatyckie nie miały wyraźnego kierunku. Chińskie akcje ponownie nie osiągnęły dobrych wyników. Opublikowane chińskie dane makroekonomiczne ponownie wypadły poniżej oczekiwań, na dodatek inwestorów nadal przesładowuje groźba kolejnych lockdownów. Sentymentu nie popsuły nawet kolejne zapowiedziane rządowe wsparcie mające na celu pobudzenie gospodarki. Przeciwnie, zyski odnotowały na przykład akcje indyjskie i koreańskie. Najlepiej radziły sobie akcje tureckie, osiągając dwucyfrową aprecjację pomimo zaskakującej obniżki stóp procentowych. Doskonały miesiąc miały również akcje brazylijskie. Lokalna gospodarka ma się zaskakująco dobrze, nadal korzystając z wysokich cen surowców, spadku bezrobocia i odpowiedzialnej polityki monetarnej.

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku, po lipcu pełnym obaw, że zacieśnianie polityki pieniężnej przez banki centralne wywoła recesję, która popchnie inflację w kierunku celu i że w związku z tym stopy procentowe szybko znów skierują się w dół, w sierpniu stopy procentowe ponownie wzrosły. Pomogły w tym zwłaszcza wyraźne deklaracje kierownictwa amerykańskiego FED, że zacieśnianie polityki jeszcze się nie skończyło i że potrzebny będzie dłuższy okres wyższych stóp i „ból gospodarczego”, aby trwale przywrócić inflację do niższych poziomów. Rentowność krzywej obligacji rządowych USA wzrosła w sierpniu o 55 punktów bazowych przy krótszych i średnich terminach oraz o 45 punktów bazowych przy dłuższych terminach; rentowność 10-latek powróciła tym samym do poziomu nieco powyżej 3,1 %.

Taki sam rozwój sytuacji widzieliśmy na niemieckich obligacjach skarbowych, ale wzrosty były większe, bo spadki w lipcu były wyraźniejsze. Na krótkim końcu dwuletnie rentowności wzrosły o 90 punktów bazowych do prawie 1,20 %, natomiast na długim końcu dziesięcioletnie wzrosły o 70 punktów bazowych do 1,5 %. Podobną retorykę o potrzebie dalszego znaczącego zacieśnienia polityki pieniężnej jak w przypadku Fedu mieli również przedstawiciele Europejskiego Banku Centralnego.

RYNKI OBLIGACJI - OBLIGACJE KORPORACYJNE

Opisane powyżej zmiany na rynku obligacji rządowych, a mianowicie ponowny wzrost rentowności obligacji wolnych od ryzyka w oczekiwaniu na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej, znalazły również odzwierciedlenie na rynku obligacji korporacyjnych. Tzw. total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o spekulacyjnym ratingu denominowanych w EUR spadł o 0,8 % w porównaniu z końcem lipca, a dla obligacji denominowanych w USD o 3,4 %. W przypadku ratingu inwestycyjnego zmiany były podobne - spadek o 3,8 % na instrumentach denominowanych w dolarach i ledwie zauważalny wzrost o 0,1 % na instrumentach denominowanych w euro. Spready kredytowe na obligacjach klasy inwestycyjnej denominowanych w EUR wzrosły w sierpniu po znacznym spadku w lipcu, zarówno na instrumentach o charakterze spekulacyjnym (+12 %), jak i inwestycyjnym (+19 %).

RYNEK OBLIGACJI CZECHY

Czeska krzywa dochodowości zwiększyła swoje nachylenie w sierpniu. Na krótkim końcu dwuletnie rentowności spadły o 35 p. b. do 6,40 %, ale na długim wzrosły o 60 p. b. do 4,80 %. Bank centralny wysłał sygnał, że nie będzie od razu przechodził do dalszego zacieśniania, co spowodowało obniżenie krótkiego końca; natomiast na długim końcu widać było wpływ rosnących rentowności za granicą i wzrost premii czasowej z powodu dalszego przyspieszenia inflacji i negatywnego rozwoju sytuacji fiskalnej.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

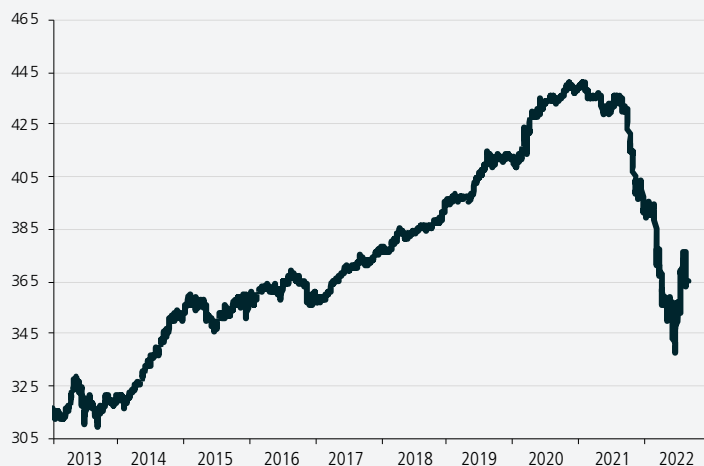
W sierpniu polska krzywa dochodowości przesunęła się w górę na całej swojej długości. Tamtejszy bank centralny

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

nie wypowiedział się tak dramatycznie przeciwko dalszemu zacieśnianiu jak czeski, co pozwoliło na wzrost krótkiego końca (+40 p. b. do 7,20 %). Na długim końcu dominował oczywiście efekt zagraniczny, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście rentowności 10-letnich o 60 p. b. do 6,15 %.

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

W sierpniu formalnie zatwierdzono warunki restrukturyzacji walutowych ukraińskich obligacji rządowych - zawieszenie płatności kuponowych od ukraińskich obligacji rządowych (lub ich ciągłe obciążenie przez najbliższe 2 lata i późniejsza ewentualna kapitalizacja, czyli zaliczenie płatności kuponowych w postaci nowych sztuk obligacji) oraz wydłużenie terminu zapadalności o dwa lata. Celem jest zmniejszenie presji na przepływy pieniężne z budżetu państwa i kupienie czasu. Ukraiński rząd stara się na czas zająć się presją na stronę wydatkową budżetu w związku z trwającą wojną i dlatego rozpoczął otwartą komunikację z pożyczkodawcami obligacji.

WALUTY

Dolar wobec euro najpierw oscylował w sierpniu wokół 1,02, ale potem skierował się z powrotem poniżej parytetu z powodu eskalacji kryzysu energetycznego i jastrzębiego komunikatu szefa Fed w Jackson Hole. Pod koniec sierpnia notowany był na poziomie parytetu.

Bardzo podobnie radziły sobie w sierpniu waluty Europy Środkowej. Czeska korona oscylowała w przedziale 24,30–24,60, a CNB prawdopodobnie nie musiał jej w tym okresie zbytnio pomagać. **Polski złoty** najpierw w pierwszej połowie miesiąca umocnił się do poziomu 4,65, a następnie powrócił powyżej 4,70, gdzie znajdował się miesiąc wcześniej. **Forint węgierski** osiągnął najgorsze wyniki w kategoriach względnych, osiągając w sierpniu poprzedni najniższy poziom (415), po czym powrócił do poziomu 400 po dalszym zacieśnieniu polityki pieniężnej.

OCZEKIWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polskie obligacje mają jeszcze potencjał do dalszego wzrostu rentowności, choć w ich przypadku uważamy, że atrakcyjne poziomy rentowności są już w zasięgu wzroku. Na razie jednak inflacja jest bardzo wysoka, złoty pozostaje słaby, a polski rząd swoimi pakietami antyinflacyjnymi powiększa deficyt (i tym samym zwiększa podaż obligacji). Krzywa dochodowości powinna więc w najbliższych miesiącach zbliżyć się do czerwcowych maksimum, gdzie naszym zdaniem będzie atrakcyjna dla stopniowego budowania pozycji w obligacjach o średnim i dłuższym terminie zapadalności.

WALUTY

W przypadku kursu **euro/dolara** uważamy, że Europa poradzi sobie z obecnym kryzysem energetycznym (prawdopodobnie kosztem regulacji, ale nie ma innego wyjścia), a także, że EBC będzie musiał być bardziej agresywny niż Fed w zacieśnianiu w przyszłości oraz że oczekiwania co do tego, w którym kierunku pójdą stopy, będą rosły szybciej w EBC niż w Fed. Ponieważ to właśnie (oczekiwane) względne ustawienia polityki pieniężnej najbardziej poruszały kursem walutowym w przeszłości, sądzimy, że do końca roku zobaczymy powrót kursu przynajmniej powyżej 1,05.

Po tym, jak w ostatnich miesiącach CNB zapobiegło osłabieniu korony kosztem wielu miliardów euro, rynek od pewnego czasu jest oczyszczony ze spekulantów obstawiających deprecjację korony. Mimo to uważamy, że na ten rok korona zaliczyła już swoje maksimum (ze stycznia: 24,20). Spodziewamy się, że wzrost stóp w USA i strefie euro będzie kontynuowany i że przeciwnie, Rada Banku CNB będzie przez jakiś czas zwlekać z dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej, nawet jeśli będzie oczywiste, że jest ono potrzebne. Spodziewamy się zatem, że korona nie będzie się już w tym roku umacniać, a raczej stopniowo zmierzać w kierunku 25 z obecnych poziomów. W istocie, spojrzenie na forinta czy złotego wskazuje, że korona byłaby już powyżej 25, a bardziej prawdopodobne, że na poziomie 25,50, gdyby CNB nie stanął ostatnio na jej drodze; w obu krajach stopy są podobne lub wyższe niż w Czechach.

Polski złoty jest w gorszej sytuacji niż czeska korona - podczas wojny, która jest znacznie bliższa Polsce niż Czechom, będzie szukał mocniejszych poziomów i tylko selektywne interwencje NBP uchronią go przed znaczną deprecjacją. Dopiero gdy zapanuje spokój i odnowi się wiara rynku w stabilność cen (czyli gdy perspektywy inflacji zaczną się poprawiać), widzimy miejsce na odegranie roli przez dyferencjał stóp procentowych i umocnienie złotego. Tym samym, biorąc pod uwagę dalszy oczekiwany wzrost stóp procentowych/rentowności, nie widzimy miejsca na większą aprecjację niż w kierunku 4,60 w tym roku, ale z dużo większym prawdopodobieństwem, że złoty pozostanie słabszy.

Węgierski forint jest wprawdzie obecnie walutą o zdecydowanie najwyższym oprocentowaniu, ale bliskość reżimu Orbána do Rosji na tle rosyjskiej agresji na Ukrainie będzie nadal negatywnie oddziaływać na forinta. Nawet jeśli sytuacja się uspokoi,

OCZEKIWANY ROZWÓJ

spodziewamy się w najlepszym wypadku powrotu do poziomu 360–380 forintów za euro. W sytuacji kontynuacji sporów z UE forint pozostanie jeszcze słabszy, tj. w najlepszym wypadku w przedziale 390–400 forintów za euro, ale bardziej prawdopodobne, że w górnej części tego przedziału.

RYNEK AKCYJNY

Rynki akcji na obecnych poziomach wyceniają wiele spodziewanych ryzyk. Sporo będzie też zależało od tego, kiedy zakończą się walki i uspokoi się sytuacja na Ukrainie. Wpływ na więzi gospodarcze między Europą, Ukrainą i Rosją będzie znaczący, dając szansę wielu firmom. Spadająca siła nabywcza gospodarstw domowych, oczekiwane spowolnienie/spadek koniunktury, wyższe stopy procentowe i kontynuacja przerwanych łańcuchów dostaw doprowadzą do krótkoterminowego spadku zysków poszczególnych firm. Skala spowolnienia gospodarczego i wpływ na rentowność przedsiębiorstw są obecnie bardzo trudne do oszacowania, ale znaczna część tego scenariusza jest już wyceniona, po spadkach obligacji i akcji. Po raz kolejny wierzymy, że po słabszym okresie gospodarki, gospodarstwa domowe i rynki akcji wyjdą ostatecznie z kryzysu silniejsze i zdrowsze w dłuższej perspektywie niż były przed kryzysem. W najbliższych miesiącach spodziewamy się korekty cen gazu i energii elektrycznej. Koniec remontów niektórych francuskich elektrowni jądrowych, żeglowność Renu, poprawa sytuacji wodnej w norweskich i rumuńskich elektrowniach wodnych, czy po prostu więcej wiatru, którego w sierpniu brakowało, będą skutkować obniżeniem cen energii elektrycznej. Ceny gazu zejną z niezwykle wysokich poziomów dzięki „napełnianiu” magazynów gazu w UE, kontynuacji dodatkowych dostaw gazu spoza Rosji, ukończeniu do końca roku dwóch terminali LNG w Niemczech, a przede wszystkim spadkowi zużycia gazu przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Mogłoby to pomóc w uspokojeniu obecnej niestabilnej i niepewnej sytuacji.

Wiele akcji spadło poniżej ich wartości wewnętrznej bez dobrego powodu, dlatego wolimy aktywną selekcję akcji od pasywnego inwestowania. Gospodarstwa domowe zgromadziły w ciągu dwóch lat solidne oszczędności, ale w najbliższych miesiącach będą się one kurczyć kosztem rosnących cen towarów, energii, żywności i innych. Wpływ na poszczególne gospodarki i społeczeństwa będzie indywidualny. Gospodarka USA, która jest bardziej oddalona od Europy, może radzić sobie lepiej. Z drugiej strony Europa ma szansę zyskać w perspektywie średnioterminowej na wycofaniu produkcji z bardziej „ryzykownych” regionów, a jednocześnie w wielu sektorach potrzebne będą nowe inwestycje. Skorzysta na tym również region Europy Środkowej, który wciąż jest tanim regionem pod względem kosztów produkcji.

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