

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-8.80 %	USA (USD)	-3.10 %	USD/EUR	-4.72 %	Ropa Brent (USD)	1.33 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-1.20 %	Europa (EUR)	-3.81 %	CZK/USD	5.82 %	Gaz (USD)	28.39 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-3.50 %	Czechy (CZK)	-2.84 %	CZK/EUR	0.82 %	Fotowoltaika (EUR)	9.35 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-5.75 %	Polska (PLN)	-4.18 %	PLN/EUR	0.63 %	Złoto (USD)	-1.92 %
Czechy – PX (CZK)	-2.46 %	Węgry (HUF)	-3.11 %	HUF/EUR	2.93 %	Srebro (USD)	-8.33 %
Polska – WIG30 (PLN)	-12.20 %	Turcja (TRY)*	10.28 %	TRY/EUR	-3.66 %	Miedź (USD)	-5.78 %
Węgry – BUX (HUF)	-2.81 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**EBC, pod presją inflacji i wzrostu płac, już teraz otwarcie przyznaje, że inflacja jest problemem, z którym wkrótce będzie musiał zacząć coś robić.**

**Druga rewizja danych o PKB za I kwartał potwierdziła, że w I kwartale 2022 r. gospodarka strefy euro pozostała na plusie.** Wzrost nie był zbyt duży (po rewizji nie wyniósł +0,2% q/q, jak w pierwszym szacunku, lecz +0,3% q/q), ale biorąc pod uwagę problemy w przemyśle i wzrost cen energii, był pozytywną niespodzianką. Spośród głównych gospodarek, najgorsze wyniki w pierwszym kwartale odnotowały Włochy i Francja (po -0,2% q/q), a następnie Hiszpania (+0,3% q/q) i Niemcy (+0,2% q/q).

Twarde dane opublikowane w EMU w maju 2022 r. były raczej słabsze.

**Sprzedaż detaliczna** w pierwszym kwartale tego roku nie wypadła najlepiej. Po wzroście o 0,1% m/m w styczniu i o 0,4% m/m w lutym, na koniec pierwszego kwartału spadła o 0,4%; ich **roczna stopa** na koniec pierwszego kwartału wyniosła więc **tylko 0,8%**. Winowajcą tej słabości jest prawdopodobnie szybki wzrost cen konsumpcyjnych, na który nie wystarcza wzrost płac nominalnych.

Tymczasem **rynek pracy** istotny dla konsumpcji gospodarstw domowych **uległ w tym roku poprawie**. Wyrównana sezonowo **stopa bezrobocia** spadła o 1,4 punktu procentowego rok do roku i od lutego utrzymywała się na poziomie poniżej 7%: **w lutym, marcu i kwietniu była nawet na najniższym poziomie (6,8%) w historii EMU**. Najniższa stopa bezrobocia wśród dużych krajów jest oczywiście w Niemczech (3%), a najwyższa w Hiszpanii (13,3%). Pojawiają się również pierwsze sygnały, że napięty rynek pracy zaczyna znajdować odzwierciedlenie w płacach – w I kwartale odnotowano **wzrost indeksu wynegocjowanych płac EBC o 2,8% r/r**, co stanowi najszybsze tempo od I kwartału 2009 roku. Być może mamy do czynienia z początkiem przyspieszenia tempa wzrostu płac, na które EBC będzie musiał zareagować prędzej czy później (a naszym zdaniem raczej prędzej niż później). **Produkcja przemysłowa**, po dwóch dobrych miesiącach pod koniec ubiegłego roku (+2,5% m/m w listopadzie i +1,7% m/m w grudniu), spadła w pierwszym kwartale tego roku. W styczniu produkcja spadła o 0,8% m/m, a choć w lutym wzrosła (+0,5%), to **spadek o 1,8% w marcu** przekreślił nadzieje na wzrost w pierwszym kwartale. W marcu roczna stopa spadku wyniosła 0,8%.

**Indeks menedżerów ds. zakupów (PMI)** w przemyśle uległ dalszemu pogorszeniu **w maju 2022 roku**, spadając do 54,6 punktu, najniższego od listopada 2020 roku. Przyczyną spowolnienia był spadek liczby nowych zamówień po raz pierwszy od czerwca 2020 r. Najwyższą wartość wskaźnika PMI wśród głównych krajów ponownie osiągnęli Niemcy (54,8 punktu), a następnie Francja (54,6), Hiszpania (53,8) i Włochy (51,9). Utrzymywała się jednak presja cenowa: wskaźnik cen produkcji osiągnął drugą najwyższą wartość w historii badania (rekordowa wartość została ustanowiona w kwietniu tego roku).

Nieco inny rozwój niż PMI obserwujemy w przypadku **indeksu IFO**, który obrazuje warunki w największej gospodarce strefy euro. Subindeks oceniający bieżącą sytuację poprawił się w maju i powrócił do poziomu zbliżonego do 100 punktów (dokładnie 99,5 punktu, tj. około 3 punkty powyżej średniej długoterminowej). **Subindeks oceniający oczekiwania** po spadku w marcu pozostał na niskim poziomie - po poprawie z 84,8 pkt w marcu do 86,8 pkt w kwietniu, **w maju pozostał praktycznie na tym samym poziomie (86,9 pkt)**.

**Według wstępnych danych PMI sytuacja w dominującym sektorze usług nieznacznie pogorszyła się w maju, ale pozostała lepsza niż w sektorze produkcyjnym.** Indeks spadł z poprzedniego (kwiecień) ośmiomiesięcznego poziomu 57,7 punktów do 56,3 punktów w maju. Przyczyną takiego wyniku było pogorszenie się oczekiwań, które spadły do drugiego najniższego poziomu w ciągu ostatniego półtora roku. Z drugiej strony, tempo wzrostu zatrudnienia było najwyższe od prawie 15 lat. W maju i kwietniu zaufanie konsumentów pozostało na niskim poziomie po gwałtownym spadku - majowa wartość (-21,1 punktu) jest najniższa od covidowego kwietnia 2020 r.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

## Indeks wynagrodzeń kontraktowych rósł najszybciej od 13 lat

Indeks wynagrodzeń kontraktowych EBC, % r/r

Źródło: ECB, dostępne [TUTAJ](#).

Nawet w kwietniu wzrost cen nie został zahamowany, a wręcz przeciwnie. Według **wstępnych danych, inflacja w maju wzrosła o 0,8% m/m i tym samym 8,1% r/r**. Ścisłe obserwowana **inflacja bazowa** również wzrosła o **0,5% m/m**, tj. o **3,8% r/r**. Wśród głównych krajów, w kwietniu inflacja była najwyższa w Niemczech (8,7%) i najniższa we Francji (5,8%). Smutnym rekordzistą w strefie euro jest Estonia, gdzie inflacja wynosi 20,1%; na Słowacji jest to już prawie 12%. Inflacja znacznie powyżej celu EBC we wszystkich krajach strefy euro.

Ponadto, **cenę producentów przemysłowych** również szybko rosną - **w marcu w strefie euro wzrosły o 27,9% r/r**, a według wstępnych informacji, ich wzrost nie zatrzymał się również w kwietniu - niemieckie ceny przemysłowe przyspieszyły z 22,9% r/r w marcu do 24,3% w kwietniu, ceny włoskie wzrosły o 35,3%, hiszpańskie o 37,3% itd. Nie pozostaje nic innego, jak tylko odzwierciedlić to w cenach konsumpcyjnych w nadchodzących miesiącach.

**W maju nie odbyło się posiedzenie EBC, ale przez cały miesiąc pojawiały się sygnały, że EBC zdaje sobie sprawę, że ma problem z inflacją.** W maju jastrzębi członkowie EBC (np. Klaus Knot z Holandii) wskazywali, że podwyżka stóp o pół punktu procentowego w lipcu nie jest wykluczona, a nawet sama Lagarde stwierdziła, że ujemne stopy skończą się w trzecim kwartale tego roku (co sugeruje podwyżkę stóp o co najmniej pół punktu procentowego). Komentarz głównego ekonomisty EBC Philipa Lane'a, że normalizacja będzie przebiegać w krokach co ćwierć punktu procentowego, nie zmienia faktu, że stopy zaczną rosnąć znacznie szybciej, niż Lagarde twierdziła jeszcze pół roku temu.

## USA

**Gospodarka nadal osiągała dobre wyniki, a inflacja nieznacznie spadła w ujęciu miesięcznym. Fed rozważa pomysł szybszego ograniczenia polityki monetarnej.**

**Nowe dane o wzroście PKB w 1Q22 pokazały zaskakujące skurczenie się gospodarki.** W rzeczywistości **gospodarka USA** po raz pierwszy od pandemii w II kwartale 2020 r. odnotowała ujemny wzrost **w I kwartale tego roku**, aczkolwiek tylko umiarkowany (według drugiego szacunku nie -1,4% q/q w ujęciu rocznym, ale -1,5% q/q). Spadek ten wynikał ze znacznego wzrostu importu, który odjął od wzrostu 2,6 punktu procentowego, oraz ze spadku zapasów (-1,1 punktu procentowego). Nie jest to jednak takie rozczarowanie. Po dwóch poprzednich kwartałach, w których wkład zapasów był znacząco dodatni (2,2 pp w 3Q21 i 5,3 pp w 4Q21), należało się spodziewać ujemnego wkładu zapasów, podobnie jak ujemnego wkładu importu, biorąc pod uwagę silny popyt krajowy.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

Dane miesięczne opublikowane w maju 2022 r. nadal miały charakter proinflacyjny.

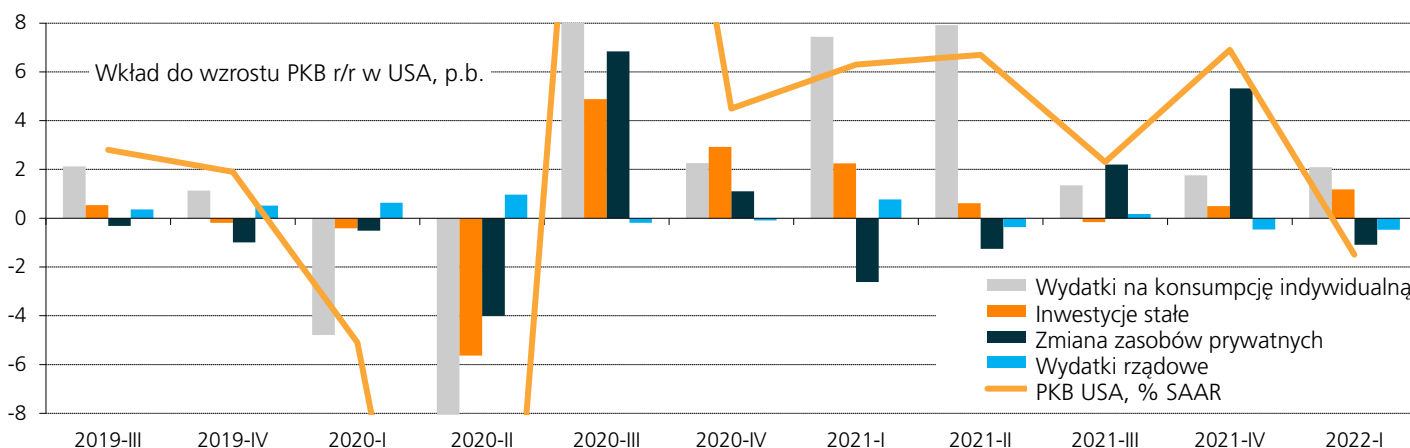
**Sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw, po wzroście o ponad 5% w ujęciu kwartalnym w pierwszym kwartale tego roku, dobrze rozpoczęła drugi kwartał, odnotowując **w kwietniu wzrost o 1%**. Roczna stopa wzrostu wyniosła 8,2%. Silny wzrost sprzedaży jest wynikiem polityki monetarnej i fiskalnej, rynku pracy oraz (biorąc pod uwagę nominalny charakter danych) inflacji. **W kwietniu stopa bezrobocia osiągnęła** taki sam poziom (**3,6%**) jak miesiąc wcześniej na koniec 2019 roku (3,5%), a zatem rynek pracy znajduje się w stanie pełnego zatrudnienia. Inne monitorowane wskaźniki bezrobocia są również niskie - **wskaźnik U6** (obejmujący nie tylko bezrobotnych, ale również tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie), który jeszcze pod koniec ubiegłego roku wynosił prawie 12%, w kwietniu **wzrósł z powrotem do 7%** po spadku w marcu 2022 r. (6,9%), ale nadal jest porównywalny z sytuacją sprzed Covid (grudzień 2019 r.: 6,7%). **Stabilną sytuację obserwujemy w "przepływowych" danych z rynku pracy**. Średnia tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych przekroczyła nieco ponad 200 tys. w maju 2022 r., a w połowie maja 2022 r. odnotowano spadek poniżej 1,4 mln wniosków o kontynuację zasiłku. **Nominalny wzrost płac** nadal jest stosunkowo szybki - nominalne płace godzinowe w USA wzrosły o 2,4% w ciągu 6 miesięcy poprzedzających kwiecień 2022 r. i o 5,5% w ujęciu rocznym.

**Zamówienia na dobra trwałego użytku** wzrosły o ponad 3% w pierwszym kwartale tego roku w porównaniu z końcem ubiegłego roku, a **w samym marcu wzrosły o 0,9% m/m**. Po wyłączeniu zmiennych kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią dla większości firm wskaźnik zastępczy dla inwestycji trwałych, obraz sytuacji jest lepszy: wzrost o 2% w pierwszym kwartale i 0,9% w marcu. Ponadto w ujęciu rocznym, w porównaniu z marcem 2021 r., tak zdefiniowane zamówienia podstawowe były na koniec marca 2022 r. wyższe o 10,3%. Nie dziwi więc, że zamówienia mają się dobrze - **produkcja przemysłowa, która odnotowała silny wzrost w każdym z pierwszych czterech miesięcy** (+1,1% m/m w kwietniu), wzrosła w kwietniu do **rocznej stopy wzrostu 6,4%**.

**Inflacja bazowa (PCE) utrzymuje się na wysokim poziomie, jej miesięczne tempo nieznacznie spadło**. Podczas gdy w ostatnich trzech miesiącach 2021 r. wzrost wyniósł 0,5% m/m, **w ostatnich trzech miesiącach do kwietnia 2022 r. włącznie wzrost wyniósł "tylko" +0,3% m/m**. W ciągu ostatnich sześciu miesięcy wzrosła ona o 2,4%, a podstawowy poziom cen jest o 4,9% wyższy w porównaniu z rokiem poprzednim. Inflacja zasadnicza **spadła** z 6,6% w marcu **do 6,3% w kwietniu**. Jednak biorąc pod uwagę rozwój cen producentów (+11% r/r w kwietniu 2022 r.) oraz stan rynku pracy, można oczekiwać, że wzrost cen konsumpcyjnych jeszcze się nie zakończył.

**Amerykańska Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe o +0,5 p.p. na posiedzeniu w dniach 3-4 maja (po raz pierwszy od 2000 r.)**. Na konferencji prasowej po posiedzeniu Powell powiedział, że podwyżki o 50 pb *"powinny być rozważane na każdym z dwóch następnych posiedzeń"*. Cały maj obfitował w jastrzębie wypowiedzi. W połowie tego miesiąca Powell powiedział, że Fed będzie kontynuował zacieśnianie polityki dopóki nie będzie miał *"jasnych i przekonujących"* dowodów na to, że inflacja spowolni do 2%. Następnie, pod koniec maja, w protokole z majowego posiedzenia wspomniano, że Fed rozważa pomysł, by celem Fed w tym cyklu było nie tyle "neutralne", co "restrykcyjne" nastawienie polityki pieniężnej. Innymi słowy, cykl osiągnąłby wyższy szczyt i/lub stopy utrzymałyby się na wysokim poziomie przez dłuższy okres czasu.

## Zaskakujący spadek PKB w USA w I kwartale



Źródło: BEA, tabela 1.1.2 dostępna TUTAJ

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## CEE3

## POLSKA

**Pomimo słabszych kwietniowych danych dotyczących przemysłu i sprzedaży detalicznej, gospodarka jest w pełni sił, a bezrobocie utrzymuje się poniżej poziomu sprzed pandemii. Tym samym podwyżka stóp procentowych przez Narodowy Bank Polski jest i będzie kontynuowana.**

Opublikowane w połowie maja dane o wzroście polskiej gospodarki w I kwartale pokazały, że - podobnie jak na Węgrzech czy w Czechach - ani zacieśnienie polityki pieniężnej, ani wzrost cen nie miały jeszcze wpływu na wzrost gospodarczy. W I kwartale gospodarka rozwijała się w tempie 2,5% q/q i 9,2% r/r, co oznacza, że po raz trzeci w ciągu ostatnich czterech kwartałów bieżącego kwartalnego przekroczyło 2%. To, wraz ze stanem rynku pracy (patrz niżej), wyjaśnia, dlaczego znaczna część inflacji w Polsce jest napędzana przez popyt.

**Produkcja przemysłowa wzrosła o 13% r/r** na początku II kwartału, co oznacza lekkie spowolnienie w porównaniu z końcem I kwartału. **Perspektywy dla przemysłu również uległy pogorszeniu**, przynajmniej jeśli weźmiemy je pod uwagę na podstawie wskaźnika PMI. W rzeczywistości w maju wskaźnik ten pogorszył się (48,5 pkt) i osiągnął prawie dwuletni poziom, spadając o prawie 4 pkt w porównaniu z końcem kwietnia. Podobnie jak w Czechach, w Polsce nastąpiło podwójne pogorszenie - w produkcji bieżącej i w nowych zamówieniach. Wzrost cen nakładów i produkcji pozostał bardzo wysoki, choć nieco wolniejszy niż w kwietniu.

**Realna sprzedaż detaliczna spadła w kwietniu w ujęciu miesiąc do miesiąca (-0,8% m/m), ale jej roczne tempo** wzrosło do 19% dzięki silnemu efektowi bazy. W ciągu pierwszych czterech miesięcy bieżącego roku sprzedaż w cenach stałych jest o 10,8% wyższa niż w tym samym okresie 2021 roku, 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%**, staje się jasne, że sam ten fakt nie był wystarczający. To, że zarobki w tym roku są dobre, nie jest zaskoczeniem - **stopa bezrobocia** pozostała wyjątkowo niska w 1Q22 i w kwietniu 2022: (po korekcie) wyniosła 5,3% zarówno w lutym, jak i w marcu, a nawet 5,1% w kwietniu, zaledwie 0,1 punktu procentowego poniżej poziomu z lutego 2020 r. Nie jest zaskoczeniem, że płace nadal rosną - **nominalny wzrost płac** wyniósł w kwietniu 14,1% r/r, co oznacza, że **realny wzrost płac pozostał dodatni pomimo wysokiej inflacji**.

**W opisanym powyżej otoczeniu makroekonomicznym inflacja, co nie jest zaskakujące, "kwitnie"**. W kwietniu, według ostatecznych danych, wzrosła ona do 12,4%, a inflacja popytowa osiągnęła poziom (7,7%) niespotykany od lat 90-tych. Według wstępnych danych z maja, inflacja wzrosła jeszcze bardziej, a **inflacja zasadnicza wyniosła w maju 14%**. Wzrost cen producentów, który w kwietniu przekroczył 23%, nie sugeruje, że powinniśmy zobaczyć szybki zwrot w inflacji konsumenckiej.

**Bank centralny kontynuuje zaostrzenie polityki**. Podnosząc stopy o 50 punktów bazowych zarówno w styczniu, jak i w lutym, doprowadziła kluczową stopę procentową do poziomu 2,75%, a następnie podniosła ją o trzy czwarte punktu procentowego do 3,5% w marcu i o taki sam punkt procentowy do 4,50% w kwietniu. **Na majowym posiedzeniu stopy wzrosły o kolejne 0,75 punktu procentowego do 5,25%**. O tym, że to jeszcze nie koniec, wyraźnie powiedział po posiedzeniu prezes Głapiński: "RPP będzie nadal podnosić stopy procentowe, dopóki nie uzyskamy pewności, że inflacja trwale wyhamowała". Komentując fakt, że rynek oczekiwał podwyżki stóp o jeden punkt procentowy w maju, a NBP podniósł stopy o mniej, Głapiński powiedział, że rynek nie powinien interpretować tego jako "koniec zacieśniania jest bliski" lub jako "znak, że kolejne kroki powinny być mniejsze". Podwyżka o kolejne 75-100 punktów bazowych na czerwcowym posiedzeniu jest więc praktycznie pewna.

## ROPA

Po miesiącach stopniowego wzrostu, w I kwartale 2022 r. cena ropy naftowej osiągnęła poziom niewidziany od ponad 10 lat ze względu na atak Rosji na Ukrainę. Na początku marca cena baryłki ropy naftowej wynosiła 113 dolarów, a w ciągu miesiąca osiągnęła 120 dolarów. Pod koniec marca cena spadła do poziomu 100 USD, a w kwietniu cena ropy nadal oscylowała wokół tego poziomu w wąskim przedziale  $\pm 5$  USD. W maju cena ropy wzrosła z około 105 USD za baryłkę na koniec kwietnia do około 10 USD więcej na koniec maja.

## RYNKI AKCJI

W maju na rynkach akcji nastąpił gwałtowny zwrot. Wobec negatywnych nastrojów inwestorów spowodowanych szybkim wzrostem inflacji i kontynuacją spowolnienia gospodarek światowych, na początku miesiąca wydawało się, że kwietniowa wyprzedaż będzie kontynuowana. Trwająca wojna na Ukrainie nadal powoduje znaczną niepewność. W pierwszym tygodniu bieżącego miesiąca nastąpiła oczekiwana podwyżka stóp procentowych przez Fed o 50 punktów bazowych, której towarzyszyła jastrzębia prognoza. W rezultacie rynki akcji straciły w maju aż 8%, jednak pod koniec miesiąca zanotowały silny wzrost, a straty z pierwszych dwóch trzecich miesiąca zostały niemalże zniwelowane. Wzrostowi sprzyjały głównie dwa czynniki - wiadomość o możliwym częściowym zniesieniu ceł nałożonych na Chiny przez administrację Trumpa oraz

## RYNKI AKCYJNE

poprawa sytuacji w zakresie środków restrykcyjnych wprowadzonych zgodnie z polityką "zero tolerancji". Rynki również pozytywnie zinterpretowały raport z posiedzenia Fed, ponieważ nie zawierał on sygnałów, które mogłyby prowadzić do zmiany perspektywy w kierunku szybszego zacieśniania polityki pieniężnej.

W maju utrzymała się tendencja obserwowana w poprzednich miesiącach. Tytuły wartościowe radziły sobie lepiej niż tytuły wzrostowe. Europa pozostała w tyle za rynkami amerykańskimi, również z powodu jastrzębiego stanowiska EBC. Według przewodniczącej Lagarde, EBC podniesie stopy o 25 punktów bazowych zarówno na posiedzeniu w lipcu, jak i we wrześniu, a spekuluje się o możliwej podwyżce stóp o 50 punktów bazowych na kolejnym posiedzeniu. W Europie najlepsze wyniki osiągnął sektor energetyczny (+7,67) oraz sektor bankowy (5,28%) ze względu na szybszy oczekiwany wzrost stóp procentowych. Natomiast najgorsze wyniki osiągnął sektor nieruchomości (-7,12%). W Stanach Zjednoczonych najlepsze wyniki osiągnął sektor ropy naftowej i gazu ziemnego (19,7%).

Od końca ubiegłego miesiąca akcje rynków wschodzących nie uległy większym zmianom, a indeks MSCI Emerging Markets USD zanotował niewielki wzrost o 0,14%. Tym razem chińskie akcje radziły sobie dobrze, ponieważ tamtejszy rząd w końcu złagodził środki przeciw epidemii i zapowiedział dalsze kroki mające na celu wsparcie gospodarki. Z drugiej strony, indyjskie akcje (indeks -2,6%) nie wypadły dobrze, ze względu na wyprzedzący przez inwestorów zagranicznych. Negatywny sentyment został dodatkowo wzmocniony przez Bank Rezerw Indii, który nieoczekiwanie podniósł stopy procentowe w odpowiedzi na rosnącą inflację. Sytuacja w regionie pozostaje niestabilna, a w centrum uwagi znajduje się gospodarka Chin i globalna inflacja (rosnące stopy procentowe). Akcje w Ameryce Łacińskiej częściowo odbiły się po kwietniowym spadku (indeks +6,46% w USD), głównie dzięki utrzymującym się wysokim cenom surowców i lepszym perspektywom dla gospodarki chińskiej.

W maju rynki akcji w Europie Środkowej odnotowały gorsze wyniki (indeks CECEUR -2,0%), kontynuując spadek o 10% z poprzedniego miesiąca. Najgorsze wyniki osiągnęły akcje węgierskie (indeks BUX -9,4%) z powodu wprowadzenia nowego specjalnego podatku obejmującego szerszy zakres sektorów. Celem tego podatku jest ograniczenie zysków wynikających z ponadprzeciętnych marż, jakie przedsiębiorstwa osiągają dzięki otoczeniu makroekonomicznemu. Są to głównie sektor energetyczny, który korzysta z wyższych cen energii, oraz sektor bankowy, który korzysta z rosnących stóp procentowych. W maju czeski indeks giełdowy PX stracił na wartości 1,8%. Największą aprecjację osiągnęły akcje CEZ, które zyskały na fali wysokich cen energii, podsycanych spekulacjami o możliwym podziale CEZ na dwie różne spółki. Największy spadek odnotował Moneta Bank. Wynikało to głównie z wycofania się Grupy PPF z planu połączenia Monety, Air Banku i Home Credite. Jako przyczyny tego stanu rzeczy Grupa PPF podała zmiany w kierownictwie, pogorszenie otoczenia makroekonomicznego oraz zwiększenie wymogów kapitałowych przez Narodowy Bank Czech.

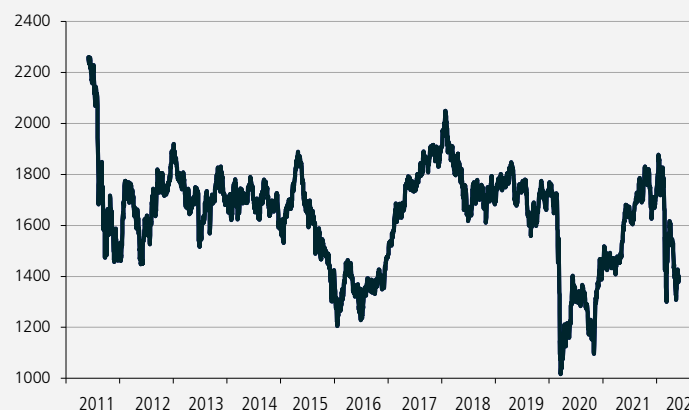
## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCYJNE

Po czterech kolejnych spadkach miesiąc do miesiąca akcje rynków wschodzących nieznacznie zyskały na wartości, a indeks MSCI Emerging Markets USD zyskał 0,1%. Utrzymywała się jednak niepewność związana z zacieśnieniem polityki pieniężnej w USA. Negatywny wpływ ma również niepewna sytuacja gospodarcza w Chinach, gdzie bardzo restrykcyjne środki nałożone z powodu zerowej tolerancji przekładają się na spowolnienie wzrostu PKB. Z drugiej strony, pozytywną wiadomością były informacje o możliwym złagodzeniu ceł nałożonych przez USA za rządów byłego prezydenta Trumpa. Kolejną pozytywną wiadomością była poprawa sytuacji w zakresie hodowli krów oraz stopniowe łagodzenie ograniczeń. Dzięki temu chiński indeks giełdowy CSI 300 zyskał prawie 2%. Akcje Ameryki Łacińskiej radziły sobie jeszcze lepiej o jeden procent, kontynuując ponadprzeciętną aprecjację po kwietniowej korekcie, korzystając z wysokich cen surowców. Z drugiej strony, indyjskie akcje nie radziły sobie najlepiej, tracąc 4,5% w walucie lokalnej. W ujęciu dolarowym spadek miesiąc do miesiąca wyniósł prawie 6%, co jest najgorszym miesiącem od czasu gwałtownych spadków na początku 2020 r.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI - USA I UGW

Po kilku miesiącach wzrostu rentowności, w maju nastąpiła niewielka korekta krzywej amerykańskich obligacji skarbowych. Na koniec maja rentowność obligacji dziesięcioletnich spadła o około 10 punktów bazowych do poziomu 2,85% w porównaniu z końcem kwietnia, a dwuletnich o 15 punktów bazowych do 2,55%. Wynikało to nie tyle z ponownej oceny oczekiwań co do stóp procentowych Fed (choć być może pewną rolę odegrał tu słabszy wskaźnik PMI dla usług), ale przede wszystkim z trwającej wyprzedaży na rynkach akcji, która skłoniła inwestorów do poszukiwania "bezpieczeństwa" w segmencie obligacji rządowych.

Z drugiej strony, w przypadku niemieckich obligacji skarbowych obserwujemy wzrost rentowności w miarę dalszego wzrostu inflacji i zbliżania się do oczekiwanego momentu rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych, nawet w przypadku wcześniej niezdecydowanego EBC. Na krótkim końcu rentowność wzrosła o ok. 25 pb do +0,5%, na długim końcu o mniej niż 20 pb do 1,1%.

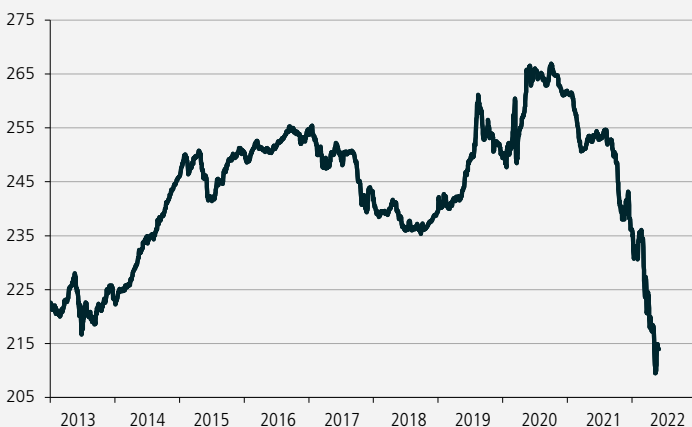
## RYNKI OBLIGACJI - OBLIGACJE KORPORACYJNE

Rynek obligacji korporacyjnych w strefie euro był negatywny przez większą część maja, podczas gdy za oceanem było odwrotnie. Na rentowność obligacji w euro wpływ miała perspektywa szybkiego zacieśnienia polityki monetarnej EBC, natomiast w USA obligacje korporacyjne podążały za trendem na rynku obligacji rządowych.

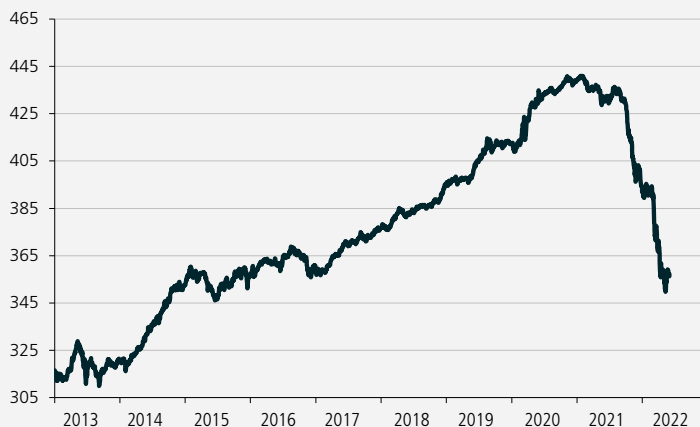
Tzw. indeks całkowitego zwrotu (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym denominowanych w euro spadł o 1,1% w porównaniu z końcem kwietnia, natomiast w przypadku obligacji amerykańskich wzrósł o mniej niż punkt procentowy. W przypadku klasy inwestycyjnej rozwój był podobnie rozbieżny, ze wzrostem o niecałe 3% dla instrumentów denominowanych w dolarach i ledwie zauważalnym spadkiem o 0,1% w TRI dla instrumentów denominowanych w euro.

Spready kredytowe obligacji inwestycyjnych denominowanych w EUR nie uległy w maju większym zmianom (-3%), a ich odpowiedniki dla obligacji o ratingu spekulacyjnym również przeszły przez maj bez większych zawirowań (-3,6%).

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

**Krzywa dochodowości w Czechach nadal rośnie w maju.** Na krótkim i długim końcu krzywej rentowności wzrosły o około 35-40 punktów bazowych, osiągając poziom odpowiednio 5,7% i 4,7%. Krzywa pozostaje zatem w znacznym stopniu odwrócona. Głównym powodem majowego wzrostu był dalszy wzrost inflacji i bardziej jastrzębia retoryka ze strony Narodowego Banku Czech, w tym podwyżka stóp procentowych w maju i prognoza zakładająca dalsze podwyżki.

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

**W maju krzywa dochodowości w Polsce również pozostała odwrócona, choć jej inwersja zmniejszyła się.** W maju rentowność pozostała niezmienną na krótkim końcu (6,65%), ale wzrosła o 25 punktów bazowych na długim końcu (do 6,62%).

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Maj nie przyniósł żadnych istotnych zmian w rozwoju konfliktu. Armia rosyjska została zmuszona do wycofania się z Kijowa ze względu na niemożność zdobycia (lub nawet okrążenia) stolicy, utrzymujące się problemy logistyczne i twardy opór ze strony armii ukraińskiej, a obecnie przegrupowuje się w południowo-wschodniej części kraju w celu rozszerzenia okupacji na cały region doniecko-ługański i wybrzeże Morza Czarnego.

Ceny obligacji ukraińskich (w USD) w maju wahały się w przedziale 30-45% wartości nominalnej. W ramach lokalnych emisji rządowych w UAH aktywny był jedynie rynek pierwotny w postaci emisji obligacji wojennych, ale na poziomie rentowności sprzed wybuchu agresji wojennej. Od początku wojny Skarb Państwa wprowadził na rynek obligacje o wartości mniejszej niż 2 mld USD.

## WALUTY

**Dolar w stosunku do euro** najpierw zatrzymał się w maju w okolicach 1,05, a następnie osłabił się do ponad 1,07. Wynikało to z bardziej jastrzębiej retoryki EBC w maju.

**Waluty środkowoeuropejskie w maju generalnie nie radziły sobie najlepiej.** Korona czeska osłabiła się w dwóch skokach na początku maja, kiedy najpierw spekulowano, a następnie potwierdzono, że Ales Michl, jeden z pary gołębi w obecnej Radzie Banku Narodowego, zostanie nowym prezesem Narodowego Banku Czech. Osłabienie do poziomu 25,50 musiało zostać powstrzymane przez interwencję CNB (drugą w tym roku). Następnie korona spadła z powrotem do poziomu 24,60-24,75. **Polski złoty** natomiast umocnił się w maju, wzrastając z poziomu około 4,70 PLN/EUR do 4,55 pod koniec miesiąca w związku z oczekiwaniami na dalsze podwyżki stóp procentowych. W maju **węgierski forint** radził sobie najgorzej spośród walut środkowoeuropejskich. Z powodu ponownych nieporozumień z UE i mniejszego niż oczekiwano zacieśnienia polityki, forint spadł do poziomu 400 forintów za euro.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polskie obligacje mają potencjał do dalszego (choć obecnie niewielkiego) wzrostu rentowności. Inflacja jest bardzo wysoka, a po inwazji Rosji na Ukrainę jeszcze wzrosła. Złoty pozostaje słaby, a pakiety antyinflacyjne polskiego rządu zwiększają deficyt (i tym samym podaż obligacji).

## RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

Ukraina ma stosunkowo niedawne doświadczenia wojenne. W wyniku aneksji Krymu i okupacji Donbasu przez Federację Rosyjską na początku 2014 roku w odpowiedzi na kryzys polityczny i obalenie prorosyjskiego prezydenta Janukowycza, który został obalony w ramach tzw. Euromajdanu, Ukraina straciła około 7% swojego PKB z powodu utraty terytorium. Natychmiastowy spadek wyników gospodarczych wyniósł mniej niż 20% w pierwszym kwartale po aneksji. Skala obecnego konfliktu będzie oznaczać jeszcze większe natychmiastowe skurczenie się gospodarki, co będzie widoczne co najmniej przez cały bieżący rok. Mimo że zarówno cała gospodarka, jak i finanse publiczne oraz sektor bankowy są w lepszej kondycji niż w 2014 roku, zagraniczna pomoc finansowa będzie miała zasadnicze znaczenie. W najbliższych tygodniach spodziewane jest uruchomienie nowych funduszy ratunkowych z MFW, ale nie można wykluczyć odroczenia płatności kuponów obligacji rządowych lub wydłużenia ich zapadalności.

Na razie infrastruktura państwowa działa i nie planuje się restrukturyzacji ani odroczenia spłaty zobowiązań wymagalnych. W marcu zrealizowano dwie płatności kuponowe. Działają Ministerstwo Finansów i Bank Centralny. Trwa pobór podatków i płatności z budżetu państwa. Problemem jest oczywiście ograniczona działalność gospodarcza. Wprowadzono jednak

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

tymczasowe kontrole kapitałowe, aby zapobiec odpływowi kapitału z kraju. Ministerstwo planuje kolejne aukcje pierwotne i posiada wystarczające środki na wypłatę kuponów obligacji. Jednocześnie z bankiem centralnym uzgodniono tymczasowy program awaryjny na rzecz zapewnienia płynności.

Równocześnie trwają rozmowy z MFW i międzynarodowymi instytucjami finansowymi na temat uwolnienia obecnych lub nowych środków (1,4 mld USD z SDR). W ostatnich tygodniach natychmiast zadeklarowano pożyczki o wartości ponad 20 mld USD (Kanada, USA, UE, EBOR, EBI, Bank Światowy i inne). Rząd USA przygotował pakiet 33 mld USD, z czego 8,5 mld USD stanowić będzie pomoc czysto ekonomiczną. Obecne miesięczne potrzeby budżetowe Ukrainy wynoszą od 3 do 7 mld USD i są finansowane częściowo z działalności Ministerstwa Finansów, Banku Centralnego i pomocy zagranicznej.

## WALUTY

W przypadku **kursu euro do dolara** spełniły się pewne oczekiwania, że początek cyklu podwyżek stóp w USA i wzrost szacowanego szczytu cyklu zepchnie dolara poniżej 1,10. Jednak naszym zdaniem obecne poziomy są zbyt silne w średnim okresie, ponieważ stopniowo będziemy obserwować to, co widzieliśmy w przypadku stóp dolara, czyli wzrost oczekiwań co do ich przyszłego poziomu i faktyczne rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp w polityce pieniężnej w najbliższym czasie. Biorąc pod uwagę dynamikę kursów euro w ostatnich tygodniach, oczekujemy, że do świąt dolar powróci powyżej poziomu 1,10. Faktycznie, EBC zaczyna zaskakiwać energią swojego zwrotu w polityce monetarnej. Ponadto euro jest zasadniczo niedowartościowane w perspektywie średnioterminowej, a udział inwestorów międzynarodowych w portfelach w euro jest obecnie poniżej średniej. W połączeniu ze stopniowym zmniejszaniem się podwyższonego ryzyka geopolitycznego związanego z wojną na Ukrainie, czynniki te będą naszym zdaniem przeważać w dłuższej perspektywie i prowadzić do stopniowego umacniania się euro względem dolara z powrotem do przedziału 1,10-1,20.

**Korona** prawdopodobnie w dużej mierze wyczerpała już swój potencjał aprecjacyjny na ten rok. Biorąc pod uwagę, że Fed i EBC znacząco zmieniły swoje prognozy dotyczące stóp procentowych, a tym samym zaostrzyły oczekiwaną różnicę między stopami procentowymi korony a dolarem lub euro, niechęć NBCZ do wykorzystania rezerw walutowych w celu umocnienia korony, znacznie wyższą inflację niż w strefie euro oraz niepewność co do zachowania nowej Rady Banku, nie widzimy możliwości dalszej aprecjacji korony w tym roku. Jedynym ryzykiem w tym scenariuszu jest agresywna postawa NBCZ wobec szacunków, tj. kolejna znacząca podwyżka stóp (np. powyżej 8%).

**Polski złoty** jest w nieco gorszej sytuacji niż korona czeska w czasie wojny, która jest bliższa Polsce niż np. Czechom, będzie więc raczej szukał na razie mocniejszych poziomów, z drugiej strony interwencje NBP (interwencje walutowe i/lub podwyżki stóp) oraz fundamentalne niedowartościowanie będą go powstrzymywać przed osłabieniem. Tylko w przypadku pokoju widzimy możliwość odegrania w tym roku istotnej roli przez różnicę stóp procentowych i umocnienia się złotego. Biorąc jednak pod uwagę oczekiwaną wzrost stóp/rentowności euro, nie widzimy możliwości większej aprecjacji niż nieco poniżej 4,50.

**Węgierski forint** jest obecnie najbardziej rentowną walutą, jednak bliskość reżimu Orbána z Rosją w kontekście rosyjskiej agresji na Ukrainie będzie negatywnie wpływać na forinta w tym roku. Nawet jeśli sytuacja się uspokoi, w najlepszym wypadku spodziewamy się zwrotu w przedziale 350-360 forintów za euro. W sytuacji utrzymującego się braku porozumienia z UE i groźby uruchomienia art. 7 (zawieszenie prawa głosu) forint będzie jeszcze słabszy.

## RYNEK AKCJI

W obliczu trwającego ożywienia gospodarczego i w porównaniu z innymi rodzajami aktywów finansowych, **rynk** **akcji nadal mają bardzo interesujący potencjał wzrostu**, nawet po znacznych wzrostach. Poprawiający się rynek pracy, stopniowe obniżanie zadłużenia konsumentów oraz historycznie niskie zadłużenie przedsiębiorstw powinny prowadzić do wzrostu przyszłych zysków netto. Z punktu widzenia wyceny, wsparciem może być kontynuacja **akomodacyjnej polityki monetarnej** banków centralnych oraz relatywnie wciąż interesujące obecne wyceny spółek giełdowych. Z historycznego punktu widzenia, wciąż **niska wymagana rentowność** większości obligacji rządowych sprawia, że **atrakcyjnym rozwiązaniem jest inwestowanie w akcje**, które z punktu widzenia wyceny (cena akcji do wartości księgowej na akcję lub cena akcji do zysku na akcję) są bliskie swoim historycznym średnim wartościom. Trwający sezon wyników spółek za drugi kwartał tego roku również wygląda pozytywnie - amerykańskim firmom udało się pobić szacunki analityków zarówno pod względem sprzedaży, jak i - przede wszystkim - zysków netto.

Ryzykiem dla rynków akcji są problemy zadłużeniowe peryferyjnych krajów strefy euro, siła ożywienia poszczególnych gospodarek, nieoczekiwane działania banków centralnych czy **konflikty geopolityczne**, takie jak te, których świadkami jesteśmy obecnie na Ukrainie czy w Iraku. Jednocześnie, po stosunkowo spokojnych dwóch latach, może nastąpić wzrost zmienności w postaci krótkoterminowej korekty.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

**Atrakcyjność większości akcji środkowoeuropejskich** polega obecnie bardziej **na rentowności dywidend**, a w Polsce - niektórych tytułów bankowych, jako ekspozycji na oczekiwane ożywienie gospodarcze. Firmy są stosunkowo **nisko zadłużone**, a **marże zysku** powinny wzrosnąć, ponieważ oczekuje się wzrostu zaufania konsumentów. Do najbardziej atrakcyjnych tytułów akcyjnych należą obecnie czeski producent włóknin Pegas Nonwovens, Stock Spirits Group, Pivovary Lobkowicz Group i austriacki Erste Bank. Wśród polskich tytułów warto wymienić spółkę medialną Agora, spółkę rolniczą Kernel czy sieć sklepów spożywczych Jeronimo Martins. W Rumunii za atrakcyjnie wyceniane uważamy akcje rumuńskiego funduszu restytucyjnego Fondul Proprietatea, spółek gazowych Transgaz i Romgaz oraz spółki energetycznej Transelectrica; w Austrii akcje spółki naftowej OMV, spółki ubezpieczeniowej Uniqa oraz spółki działającej na rynku nieruchomości Atrium; w Słowenii akcje producenta sprzętu AGD Gorenje.

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

**DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ**

fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

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