

# WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-5.90 %	USA (USD)	-0.52 %	USD/EUR	2.87 %	Ropa Brent (USD)	0.56 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-3.44 %	Europa (EUR)	-4.58 %	CZK/USD	-3.57 %	Gaz (USD)	-35.43 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-6.70 %	Czechy (CZK)	-1.40 %	CZK/EUR	-0.72 %	Fotowoltaika (EUR)	-35.41 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-1.64 %	Polska (PLN)	0.39 %	PLN/EUR	0.32 %	Złoto (USD)	4.59 %
Czechy – PX (CZK)	-1.12 %	Węgry (HUF)	-3.86 %	HUF/EUR	-2.25 %	Srebro (USD)	11.55 %
Polska – WIG30 (PLN)	3.29 %	Turcja (TRY)*	3.66 %	TRY/EUR	3.36 %	Miedź (USD)	1.62 %
Węgry – BUX (HUF)	-4.76 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**Słabsze dane miesięczne zostały z nawiązką zrównoważone przez solidną strukturę wzrostu PKB w III kwartale, a w szczególności przez lepsze wskaźniki wyprzedzające.**

**Ostateczny szacunek dynamiki PKB w III kwartale** ponownie uległ nieznacznej poprawie w stosunku do drugiego szacunku (**do +0,3% q/q**). Zgodnie z nowo opublikowaną w grudniu strukturą wzrostu, do dodatniego wzrostu w ujęciu kwartalnym przyczyniły się wszystkie składowe popytu poza eksportem netto (który odjął od wzrostu 1,1 p.p.). Było to wynikiem silnie ujemnego wkładu importu (-4,8 pp), który został przeważony przez zaskakująco silny dodatni wkład eksportu (+3,7 pp). Spożycie gospodarstw domowych dodało do wzrostu kwartał do kwartału prawie 0,5 pp, a inwestycje trwały 0,8 p.p. Nieźle jak na kwartał, w którym wielu uważało, że gospodarka strefy euro powinna być już w głębokiej recesji.

Miękkie dane opublikowane w grudniu pokazały słabą sprzedaż detaliczną i przemysłową, ale lekki wzrost optymizmu co do przyszłości, zarówno w usługach jak i przemyśle.

**Sprzedaż detaliczna spadła o 1,8% m/m na początku IV kwartału**, przy lekkiej rewizji w górę (z +0,6% do +0,8% m/m) we wrześniu. **Jednak wskaźnik rok do roku w październiku wyniósł „tylko” -2,7%**, co w dużej mierze wynika ze spadku miesiąc do miesiąca. Nie wydaje się to jednak zwiastować podobnie dużych spadków w kolejnych miesiącach: w ostatnich trzech miesiącach, wliczając październik, sprzedaż spadła łącznie o punkt procentowy. Na brak dramatycznego zwrotu w sprzedaży detalicznej wskazuje bowiem rynek pracy. Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia jest niższa o 0,8 p.p. rok do roku i spadła do rekordowo niskiego poziomu 6,5% na początku IV kwartału. Spośród największych krajów, bezrobocie jest oczywiście najniższe w Niemczech (3%), a najwyższe w Hiszpanii (12,5%).

Wzrost płac nadal pozostaje relatywnie stłumiony: [indeks EBC dla wynegocjowanych wynagrodzeń](#) wzrósł o 3% r/r w I kwartale, ale tylko o 2,5% r/r w II kwartale i ponownie poniżej 3% w III kwartale. Chociaż scenariusz przenoszenia się inflacji na płace nie jest jeszcze odzwierciedlony w danych, widzimy już pewne oznaki, że pracownicy nie chcą pozwolić na wyższą inflację. [Personel naziemny Lufthansy](#) wymusił podwyżkę płac od 8% do 19% (w zależności od dochodów/stażu) poprzez strajk w sierpniu. W ślad za nimi idą pracownicy pokładowi, którzy [zgodnie z porozumieniem z początku listopada](#) zyskają od 9% do 17%. Taki wzrost wydajności pracy nie wchodzi w rachubę przy linii lotniczej. Zresztą nie dotyczy to tylko linii lotniczych. W połowie listopada największy związek zawodowy w Niemczech (związek metalowców IG Metall) uzgodnił najwyższą od co najmniej 25 lat podwyżkę płac. Zgodnie z porozumieniem płace [wzrosną o 5,2% w przyszłym roku i o 3,3% w 2024 roku](#). Ponieważ w każdym z kolejnych 2 lat można uzyskać dodatkowe 1500 euro wolne od podatku, oznacza to, że przy średniej płacy (brutto) w Niemczech wynoszącej około 50 000 euro, wynagrodzenie brutto w Niemczech wzrośnie w przyszłym roku o 10%, a w następnym o prawie 8%. Nie jest to zbyt uspokajająca informacja dla EBC przy wzroście produktywności pracy [w Niemczech ledwo sięgającym 1% od 2010 roku](#) (i [zaledwie 0,7%](#) w pierwszym kwartale 2022 roku), a który raczej nie będzie cudownie przyspieszał w ciągu najbliższych 2 lat. Największy związek zawodowy w Holandii, FNV, również się nie martwi i w przyszłym roku [żąda podwyżki płac o 14,3%](#).

**Produkcja przemysłowa spadła o 2% m/m w październiku** ze względu na spadek produkcji we wszystkich głównych gospodarkach (Francja zanotowała największy spadek, -2,6%, a Hiszpania najmniejszy wśród głównych krajów, -0,4%). Rok do roku, tempo wzrostu wyniosło +3,4%, co jest doskonałym wynikiem w świetle wskaźników wyprzedzających i kryzysu energetycznego.

Wskaźniki wyprzedzające pokazują, że październik będzie słabszy, ale nie powinniśmy oczekiwać dalszego spadku produkcji w ostatnich dwóch miesiącach roku. **Indeks menedżerów ds. produkcji (PMI)** w listopadzie i grudniu 2022 r. **nawet nieco się poprawił w porównaniu z październikiem** (46,4 pkt.) do odpowiednio 47,1 pkt. i **47,8 pkt.** – pozostał poniżej 50 pkt. ale tylko nieznacznie. Poprawa wskaźnika wskazuje na stabilizację lub nawet nieznaczną poprawę sytuacji w przemyśle. **Indeks**

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

**IFO**, który śledzi warunki w największej gospodarce strefy euro, daje podobny obraz. Podobnie jak w listopadzie, w grudniu sytuacja w niemieckim przemyśle nieznacznie się poprawiła, przede wszystkim dzięki poprawie oczekiwań. W istocie subindeks **oceniający oczekiwania** ponownie znacznie się poprawił, skacząc o ponad 3 punkty do 83 punktów. Po raz pierwszy od maja 2022 roku poprawił się natomiast, choć tylko nieznacznie, subindeks oceniający bieżącą sytuację - z 93,2 pkt w listopadzie do 94,4 pkt w grudniu. W związku z tym, oczekiwania z końca 2022 roku przesunęły się powyżej poziomu z grudnia 2008 roku (a tym samym oczywiście dalej powyżej historycznego minimum z kwietnia 2020 roku).

**Sytuacja w dominującym w strefie euro sektorze usług** również uległa w grudniu nieznacznej poprawie - wskaźnik PMI wzrósł z 48,5 pkt w listopadzie do 49,1 pkt w grudniu. W podobnym kierunku poszło **zaufanie konsumentów** mierzone przez Komisję Europejską. Znalazło się ono na nowym najniższym poziomie wraz z wrześniowym spadkiem do -28,7 punktu (4 punkty niżej niż poprzedni niski poziom z kwietnia 2020 roku, -24,7 punktu), ale od tego czasu wykonało niewielki skok w górę w październiku (+1,2 punktu) i **bardziej zauważalne skoki w listopadzie (+3,6 punktu) i grudniu (+1,7 punktu) do -22,2 punktu**. Z historycznego punktu widzenia jest to jednak nadal poniżej poziomów obserwowanych podczas kryzysu finansowego w latach 2008–2009 lub kryzysu zadłużenia.

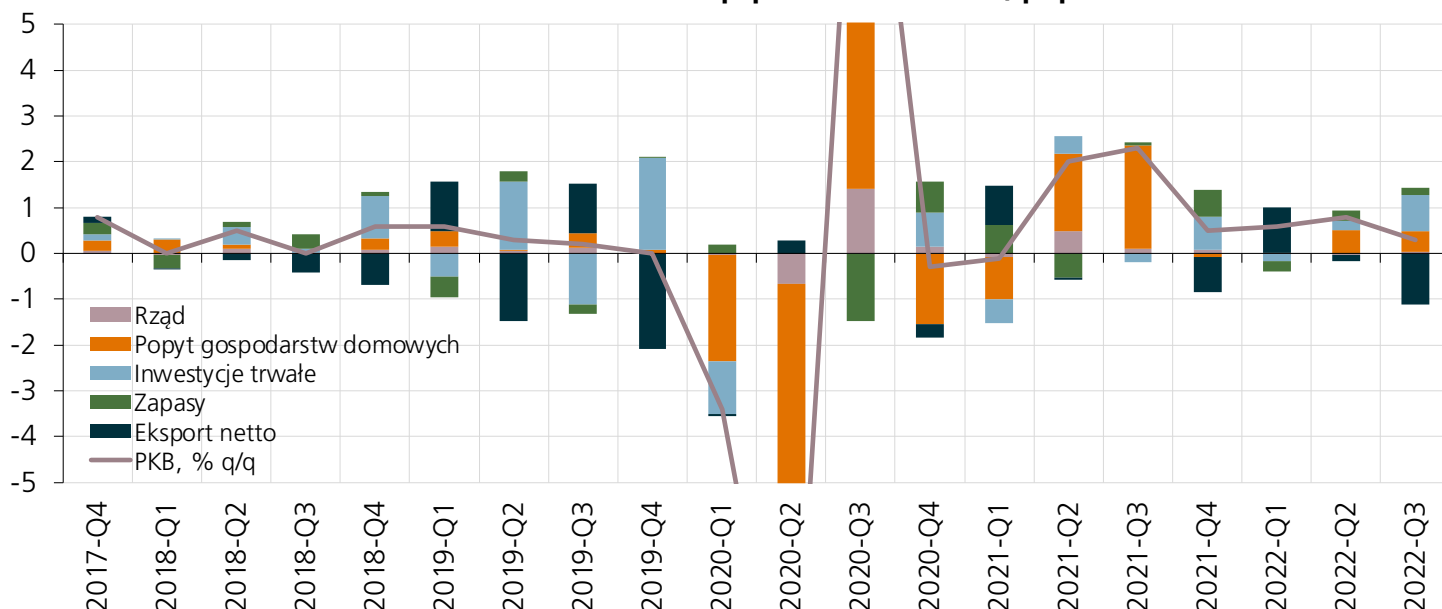
Według ostatecznych danych, **inflacja w listopadzie spowolniła**, notując spadek o 0,1% miesiąc do miesiąca z 10,6% w październiku do **10,1%** w listopadzie. Najpilniej obserwowana **inflacja bazowa** uległa stagnacji miesiąc do miesiąca po wzroście o 0,6% m/m w październiku, co oznaczało, że w ujęciu rocznym pozostała w listopadzie bez zmian (tj. na poziomie **5%**). Wśród głównych krajów, inflacja we wrześniu była najwyższa w Niemczech (11,3% r/r, 0% m/m w listopadzie) i we Włoszech (12,6%, +0,7% m/m w listopadzie), a najniższa we Francji (7,1%, +0,4% m/m w listopadzie) i Hiszpanii (6,7%, -0,3% m/m w listopadzie).

Wreszcie, ceny **producentów przemysłowych** również spadły na początku IV kwartału, o **1,9% m/m** (w ujęciu zharmonizowanym). W rzeczywistości (zharmonizowane) ceny spadły o 3,2% m/m w Niemczech, o 3,5% m/m we Włoszech i o około 1% we Francji i Hiszpanii. Radość z tego spadku psuje jednak fakt, że wynikał on jedynie z cen energii - np. w Niemczech ceny prądu i gazu spadły o ponad 10% m/m. Bez tego spadku ceny producentów rosły dalej (choć nieznacznie), o +0,4% m/m. Pierwsze dane z listopada, które są już dostępne, potwierdzają, że październik był raczej wyjątkiem niż całkowitym zatrzymaniem okresu szybko rosnących cen: we Włoszech, jedynym dużym kraju, dla którego mamy jak dotąd dane za listopad, ceny producentów wzrosły wstępnie o 2,6% m/m.

W grudniu EBC podniósł stopy o pół punktu procentowego do poziomu 2 % i powiedział, że to nie koniec. Na konferencji prasowej po grudniowej decyzji Ch. Lagarde ostrzegła rynki, aby nie oczekiwały szybkiego zwrotu w stopach, ale raczej były przygotowane na dalsze podwyżki stóp („EBC ma dłuższą drogę do przebycia”, „EBC nie zawróci”) o co najmniej kolejny punkt procentowy, a nawet więcej. Pod koniec grudnia ten jastrzębi sentyment potwierdził Klaas Knot, członek Rady Prezesów, który stwierdził, że na każdym kolejnym posiedzeniu aż do lipca będą one rosły o pół procent. Oznacza to dalszy wzrost stóp o 2,5 pkt proc. do poziomu 4,5 %.

## Wzrost PKB w III kwartale zaskoczył solidną strukturą

## Wkład do wzrostu q/q PKB w UGW –19, p. p.

Źródło: ECB (dostępne [TUTA](#))

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Słabe dane miesięczne z jednej strony, wolniejsza inflacja z drugiej, a tym samym rosnące spekulacje, że stopy Fed zbliżają się do szczytu. Taki był grudzień w danych amerykańskich. Fed pozostał jastrzębi, a inflacja nie jest jeszcze martwa i pogrzebana.**

**Po technicznej recesji** w pierwszej połowie roku, amerykańska gospodarka powróciła do czarnych kolorów **w trzecim kwartale** rosnąc **w annualizowanym tempie rzeczywistym 3,2%** według ostatecznych danych. W strukturze dominował wkład eksportu netto, który osiągnął 2,9 pp, a następnie popyt krajowy, który dodał 1,5 pp do wzrostu annualizowanego. Inwestycje trwałe spadły drugi rok z rzędu (-1,8 pp).

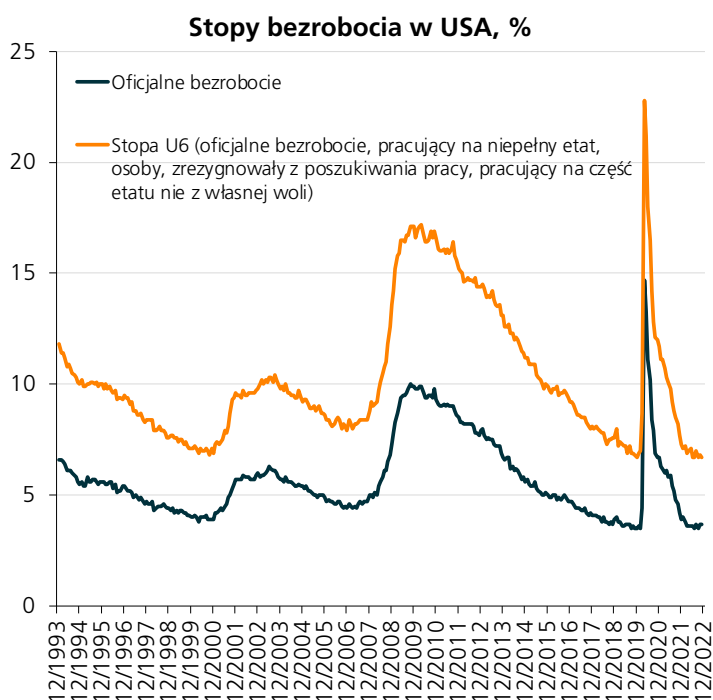
Dane miesięczne opublikowane w grudniu 2022 roku były słabe.

**Sprzedż detaliczna** po zaskakująco silnym wzroście o 0,9% m/m w październiku, spadła o **0,7% m/m w listopadzie**, co było spowodowane gwałtownym spadkiem sprzedaży samochodów. **W ujęciu rocznym** realna stopa wzrostu wyniosła więc **-0,6%**, co jest bardzo dobrym wynikiem, jeśli weźmiemy pod uwagę inflację, której nie widziano od dziesięcioleci. Oczywiście w największym stopniu przyczynia się do tego rynek pracy. **W listopadzie stopa bezrobocia** osiągnęła poziom 3,7%, najniższy od początku pandemii, z wyjątkiem września i lipca (3,5%). Inne monitorowane stopy bezrobocia również są niskie - **stopa U6** (obejmująca oprócz bezrobotnych także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, bo nie mają nadziei na jej znalezienie) wyniosła w listopadzie 6,7%. Trwa również szybkie tworzenie miejsc pracy – **W okresie wrzesień-listopad gospodarka USA stworzyła 724 tys. nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym (221 tys. w samym listopadzie)**. Badanie JOLTS ponownie pokazało, że liczba wakatów pozostaje bardzo wysoka - o ile przed pandemią liczba ta wynosiła ok. 6-7 mln, o tyle dziś **przekracza 10 mln**. Wskaźnik dobrowolnego odejścia z pracy jest bardzo wysoki, natomiast wskaźnik wymuszonego odejścia z pracy jest niższy niż przed pandemią. Różnica w tempie wzrostu płac między osobami, które ostatnio zmieniły pracę, a tymi, które jej nie zmieniły, jest najwyższa od (co najmniej) końca lat 90. Wszystkie te dane wskazują więc na jedno - bardzo napięty rynek pracy.

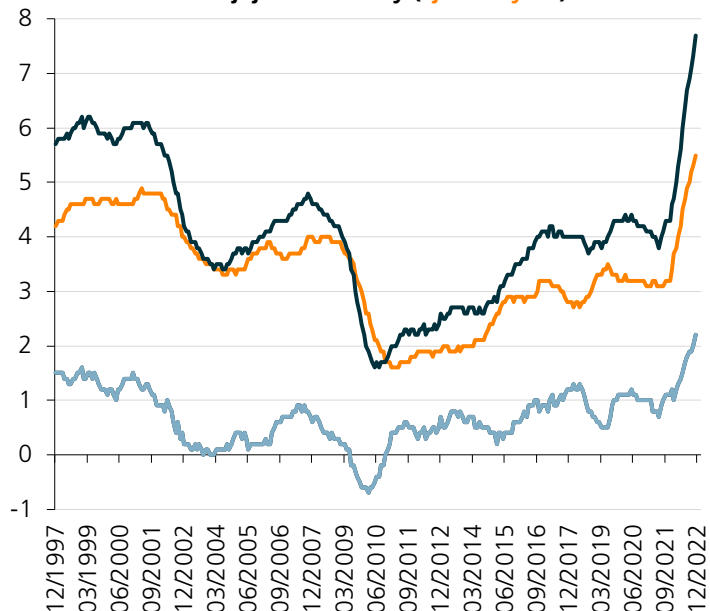
W przypadku wynagrodzeń obserwujemy jakościowo te same, ale ilościowo różne sygnały w zależności od tego, z którego badania korzystamy. Według danych **Atlanta Fed** (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS) płace w listopadzie 2022 r. wzrosły o 6,4% r/r, natomiast według danych z tzw. Current Employment Statistics (CES), do którego często odnosiliśmy się w poprzednich edycjach tego artykułu, chociaż wzrost o prawie 0,6% m/m w listopadzie przyspieszył tempo kwartalne do 1,4% (lub 2,6% w ujęciu półrocznym), najszybciej od stycznia (lub marca) 2022 r., to tempo r/r (5,1%) było niższe niż CPS nawet przy tym przyspieszeniu.

**Zamówienia na dobra trwałe**, po wzroście o 0,7% miesiąc do miesiąca na początku czwartego kwartału, w listopadzie gwałtownie **spadły, o 2,1% miesiąc do miesiąca**. Było to jednak spowodowane głównie niestabilną kategorią samolotów i broni: po wyłączeniu tych dwóch kategorii w listopadzie odnotowano niewielki wzrost (+0,2% m/m), podobnie jak w każdym miesiącu poza wrześniem. Są to oczywiście dane nominalne, ale nominalny wzrost o 5,7% r/r w listopadzie

## Rynek pracy w USA pozostaje napięty



**Różnica (p.p.) w dynamice wzrostu (% r/r) między osobami, które ostatnio zmieniły pracę ("job switcher"), a osobami, które jej nie zmieniły ("job stayer")**



Źródło: BLS (stopy bezrobocia, dostępne TUTAJ), Atlanta FED (płace, dostępne TUTAJ)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

nie jest zły nawet po uwzględnieniu inflacji. Nie jest to jednak takie zaskoczenie, gdyż **produkcja przemysłowa** wciąż ma się całkiem dobrze. Po spadku (realnym) o **0,2% w listopadzie, wzrosła** do rocznego realnego tempa wzrostu o **2,5%**.

**Inflacja bazowa wyniosła w listopadzie ponownie 0,2% m/m**, co zostało przyjęte przez większość uczestników rynku jako sygnał, że inflacja powoli zanika, podobnie jak miesiąc wcześniej (gdy inflacja październikowa spowolniła do +0,3% m/m). Patrząc jednak na dane z ostatnich trzech miesięcy czy z ostatnich sześciu miesięcy, można stwierdzić, że nie obserwujemy znaczącego trendu spowolnienia. Rzeczywiście, poziom cen w obwodzie core PCE wzrósł o 0,9% w ostatnim kwartale i o 2,1% w ostatnim półroczu. Ponadto, spowolnienie wzrostu cen było jedynie wynikiem spowolnienia w sektorze towarów; usługi natomiast dodały kolejne 0,4% m/m, przy czym ceny wzrosły we wszystkich usługach z wyjątkiem usług transportowych (gdzie prawdopodobnie wpływ miał spadek cen paliw).

Ponieważ w gospodarce USA dominują usługi i to one w największym stopniu wpływają na płace (a więc i na rynek pracy), przewodniczący Fed (i nie tylko on, ale i jego współpracownicy) tłumił w grudniu oczekiwania rynku, że spowolnienie inflacji PCE doprowadzi do rychłego zwrotu w polityce pieniężnej Fed. Fed wprowadził zwolnić tempo zacieśniania polityki pieniężnej, podnosząc w grudniu stopy „tylko” o pół punktu procentowego do przedziału 4,25%–4,50%, ale jednocześnie podniósł oczekiwany „szczyt” stóp w tym cyklu do 5,1% (z 4,6% we wrześniu). Inne wypowiedzi Jerome’a Powella, Loretty Mester (prezes Fed z Cleveland), Mary Daly (prezes Fed z San Francisco) i Johna Williama (prezes Fed z Nowego Jorku) również były skierowane do rynku, który nie wierzy w jastrzębie nastawienie Fed i który łagodzi warunki monetarne wbrew intencjom Fed w oczekiwaniu na rychły zwrot.

## CEE3

## POLSKA

**Przemysł i handel detaliczny trzymają się zaskakująco dobrze w obliczu cen energii i inflacji. Polska gospodarka zмага się z szeroką presją popytową, na którą bank centralny już nie reaguje.**

**Wzrost gospodarczy w III kwartale znacznie przekroczył oczekiwania, a zamiast stagnacji gospodarka urosła o 1% q/q. Tempo rok do roku wyniosło więc 3,6%.** W strukturze danych opublikowanych pod koniec listopada wszystkie składowe zagregowanego popytu przyczyniły się do wzrostu rok do roku - najwięcej wniosły zapasy (+2,2 p.p.), najmniej zaś rząd. Wkład popytu gospodarstw domowych znacznie spowolnił, osiągając w III kwartale zaledwie 0,5 pp. wobec 3,6 pp. w II kwartale. Pokazuje to, że wysoka inflacja ma jednak negatywny wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych.

**Produkcja przemysłowa**, po odnotowaniu lekkiego spadku na przełomie trzeciego i czwartego kwartału (–0,2% m/m we wrześniu i –0,5% m/m w październiku), **w listopadzie dodała 2,7% m/m**. Tempo wzrostu rok do roku pozostało dodatnie i wyniosło 4,4%. **Do wzrostu produkcji w ujęciu miesięcznym najbardziej przyczyniło się wytwarzanie energii elektrycznej (+23,5% m/m), jednak sektor produkcyjny również wykazał dodatni wynik w ujęciu miesięcznym (+1,5% m/m).** Wskaźnik PMI nie odpowiadał temu stanowi rzeczy, spadając w listopadzie do 43,4 pkt, czyli daleko w obszarze kontrakcji. Choć indeks poprawił się w grudniu do 45,6 pkt, co jest najlepszym wynikiem od maja ubiegłego roku, to nowe zamówienia i istniejąca produkcja nadal spadały w znacznym tempie. Co więcej, znacznie rozluźniony związek między indeksem a rzeczywistą produkcją przemysłową nie pozwala nam wyciągnąć wielu wniosków na temat tego, jak produkcja przemysłowa radziła sobie pod koniec roku.

**Realna sprzedaż detaliczna była praktycznie bez zmian w okresie październik-listopad.** W październiku realna sprzedaż detaliczna wzrosła bowiem o 0,3% m/m, ale w listopadzie spadła w takim samym stopniu (głównie z powodu spadku sprzedaży pojazdów mechanicznych). W ujęciu rok do roku sprzedaż była w listopadzie wyższa realnie o 1,6%, a w pierwszych 11 miesiącach ubiegłego roku o 5,4%. Jest to bardzo dobry (i z pewnością niespodziewany) wynik, biorąc pod uwagę inflację.

Ten wynik nie jest jednak tak dużym zaskoczeniem - sprzedaży pomaga rynek pracy, na którym jak na razie nie ma żadnych zmian. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska, w listopadzie wyniosła nieco ponad 5% (5,1%). Z pewnością nie dziwi fakt, że płace nadal rosną – **nominalny wzrost płac wyniósł w listopadzie prawie 14%**, co oznacza, że **realna dynamika płac pozostaje tylko nieznacznie ujemna** pomimo wysokiej inflacji.

**Inflacja nadal „kwitnie” w opisanym powyżej otoczeniu makroekonomicznym** Według ostatecznych danych, **inflacja zasadnicza wyniosła w listopadzie 17,5%** (wobec 17,9% w październiku), przy czym miesiąc do miesiąca wzrosła jeszcze o bardzo szybkie **0,7% m/m**. Ceny usług wzrosły o 0,6% m/m (usługi restauracyjne +1,2%), a ceny towarów o 0,7% m/m (wyposażenie gospodarstw domowych +1,2% m/m). Taki szeroki wzrost cen wskazuje, że w gospodarce występują szerokie presje popytowe. Faktycznie widać to po inflacji popytowej, która w listopadzie przyspieszyła do 11,4% (wobec 11% w październiku). Dobrą wiadomością jest to, że ceny producentów w końcu spadły w listopadzie: o ile w II kwartale ceny te wzrosły o 6%, w III kwartale o 2,5%, a w październiku jeszcze o 0,7% m/m, to w listopadzie (i po raz pierwszy od sierpnia 2020 r.) spadły o **0,5%**, jak wynika ze wstępnych raportów. Roczne tempo wzrostu cen producentów spadło z 22,9% w październiku do **20,9% w listopadzie**.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## ROPA

Od końca maja do końca września ubiegłego roku cena ropy spadła ze 120 dolarów za baryłkę, gdzie popchnęła ją rosyjska agresja na Ukrainie, do 80 dolarów za baryłkę, gdzie popchnęły ją obawy o zbliżającą się recesję z powodu zacieśniania polityki pieniężnej przez banki centralne pod koniec trzeciego kwartału. W październiku i listopadzie cena ropy naftowej oscylowała między 80 a 90 dolarów, po czym spadła do poziomu 70 dolarów za baryłkę na samym końcu listopada i na początku grudnia. W dalszej części grudnia nastąpiła jedynie niewielka korekta wzrostowa w kierunku 80 dolarów za baryłkę.

## RYNKI AKCYJNE

Rynki akcji zakończyły stratami ostatni miesiąc ubiegłego roku (indeks MSCI World  $-4,3\%$ ). Przyczyn spadków indeksów giełdowych krajów rozwiniętych było kilka. Banki centralne nadal przekonywały rynki do swojego głównego celu, jakim jest ujarzmienie inflacji poprzez zacieśnienie polityki pieniężnej. Komentarze zarówno ze strony EBC, jak i Fed oraz BOJ doprowadziły do wzrostu wymaganych rentowności obligacji, co wywarło negatywną presję na ceny akcji. W kolejnych kwartałach nastąpiły korekty oczekiwań dotyczących zysków przedsiębiorstw lub odzwierciedlające trwający spadek realnych dochodów gospodarstw domowych. Na rynkach akcji doszło więc do korekty po wzroście w listopadzie, także z powodu mniejszej przedsięwziętej płynności. Amerykański indeks giełdowy S&P 500 stracił  $-5,9\%$ , europejski indeks DJ STOXX 600 spadł o  $-3,4\%$ , a japoński indeks Nikkei 225 o  $-6,7\%$ . Wysokie straty w skali miesiąca poniosły głównie spółki wzrostowe i technologiczne (indeks Nasdaq  $-8,7\%$ ), na przykład akcje Tesli straciły  $-36,7\%$ .

Akcje notowane na rynkach Europy Środkowej radziły sobie stosunkowo dobrze w porównaniu z ich rozwiniętymi odpowiednikami. Wyższe straty skumulowane w całym roku oraz atrakcyjne wyceny akcji skłoniły inwestorów do powolnego powrotu do naszego regionu. Pokud budeme abstrahovat od možného vývoje na Ukrajině, tak CEE region zažije zajímavý rok. Na scenie politycznej wybór prezidenta Czech i wybory parlamentarne w Polsce, kontury nadzwyczajnych podatków sektorowych są już w większości znane, natomiast presja inflacyjna powinna słabnąć. Doprowadziło to do grudniowego zwiększenia pozycji w akcjach i wzrostu cen akcji. Najlepiej radzącym sobie proxy dla naszego regionu był polski indeks giełdowy WIG 30, który wzrósł  $+3,3\%$  miesiąc do miesiąca. Prym wiodły głównie duże firmy i banki. Przykładowo akcje Allegro (właściciela Mallu) zyskały  $+12,5\%$ . Czeski indeks giełdowy stracił  $-1,1\%$ , a rumuński indeks BET  $-0,6\%$ .

W grudniu spadły również akcje rynków wschodzących - indeks MSCI Emerging Markets USD stracił  $1,64\%$ . Wynik ten tylko podkreślił bardzo słaby rok dla rynków wschodzących, które od stycznia straciły łącznie  $19,7\%$ . Jedynie chińskie akcje (indeks CSI300  $+0,5\%$ ), a zwłaszcza Hong-kong ( $+6,4\%$ ) zdołały osiągnąć dodatnie wartości na głównych rynkach. Rząd chiński, pod wpływem presji społecznej, ciągłych zamknięć i wpływu na gospodarkę, postanowił zakończyć politykę zerowej tolerancji

## INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCYJNE

dla Covid-19. Inwestorzy mają nadzieję na spodziewane ożywienie gospodarcze, ale w najbliższych dniach i tygodniach Chiny muszą poradzić sobie z ogromnym wzrostem zakażeń i presją na placówki służby zdrowia. Inne rynki azjatyckie traciły, np. akcje w Korei prawie 10%, a Indie -3,6%. Rynki w Ameryce Łacińskiej również kierowały się w dół, głównie z powodu obaw o kierunek polityki (starego) nowego prezydenta Brazylii Luli, kluczowe będzie uspokojenie inwestorów co do stabilności tamtejszych finansów publicznych. Grudniowe straty nie zmieniły faktu, że był to jeden z najlepiej radzących sobie rynków akcji w 2022 r.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku sytuacja na rynkach obligacji rządowych w grudniu była podobna - rentowność ponownie wzrosła po listopadowym spadku, ponieważ banki centralne zaostrzyły swoją retorykę wobec rynków sceptycznie nastawionych do zacieśniania polityki pieniężnej. W USA rentowności wzrosły w grudniu o 20 pb (do 4,4%) na krótkim końcu i o 40 pb (do 3,9%) na długim końcu, zasadniczo wracając do poziomów obserwowanych na przełomie października i listopada. Krzywa pozostaje więc odwrócona.

W strefie euro ruchy te były jeszcze bardziej wyraźne. Niemieckie obligacje rządowe wzrosły o trzy czwarte punktu procentowego zarówno na krótkim, jak i długim końcu (odpowiednio do 2,75% i 2,6% dla obligacji dwuletnich i dziesięcioletnich). Był to wyraźny wpływ retoryki i działań EBC, który w grudniu podniósł stopy i kilkakrotnie dał do zrozumienia rynkom, że mogą zapomnieć o luzowaniu polityki i że polityka pieniężna będzie zacieśniana pomimo spowolnienia gospodarczego lub łagodnej recesji.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPRACYJNE

Na rynku obligacji korporacyjnych sytuacja w grudniu przebiegała podobnie jak w przypadku obligacji skarbowych. Tzw. total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym denominowanych w euro spadł o 0,5% w porównaniu z końcem listopada, natomiast indeks denominowany w dolarach spadł o 1,1%. W przypadku tytułów o ratingu inwestycyjnym TRI spadł o 0,8% dla instrumentów denominowanych w dolarach i był de facto płaski dla tych denominowanych w euro (+0,15%). Spready kredytowe dla obligacji o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro były w grudniu w stagnacji po znacznym spadku w październiku i listopadzie (o prawie 70% dla papierów o ratingu spekulacyjnym i 40% dla papierów o ratingu inwestycyjnym).

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

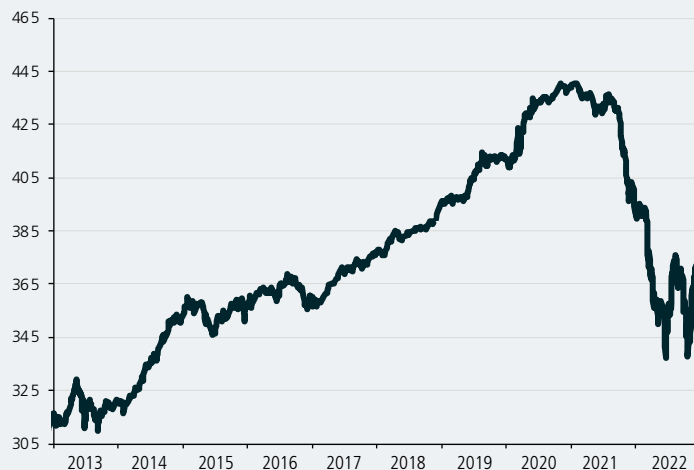
**Czeska krzywa dochodowości w grudniu wzrosła.** Częściowo z powodu wydarzeń za granicą, częściowo z powodu ponownego przyspieszenia czeskiej inflacji z miesiąca na miesiąc (po zaskakującym spadku w październiku), 10-letnie rentowności powróciły do poziomu powyżej 5% (wzrost o 50 punktów bazowych w porównaniu z końcem listopada), a 2-letnie do 5,6% (wzrost o 15 punktów bazowych).

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

**Polska krzywa dochodowości w grudniu częściowo skorygowała wcześniejsze listopadowe spadki.** Choć dwuletnia rentowność pozostała bez zmian w stosunku do początku grudnia i wynosiła 6,7%, to rentowność dziesięcioletnia wzrosła nieznacznie (o ćwierć punktu procentowego) do 6,9%.

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

O ile w trzecim kwartale front wojenny nie posunął się znacząco do przodu, to od początku ostatniego kwartału nastąpiła udana kontrofensywa w rejonie Charkowa, który zajęła armia ukraińska. Dzięki zaangażowaniu nowego sprzętu Ukrainie udało się znacznie zakłócić logistykę i zaplecze głęboko za linią frontu. Brak zaopatrzenia, brak amunicji, duże rozdrobnienie struktury oddziałów rosyjskich (nowi poborowi, milicja, zawodowi najemnicy) oraz rosnąca demotywacja przyczyniły się do szybkiego posuwania się na wschód do granic obwodu ługańskiego. Ukrainie udało się do tej pory odzyskać ok. 40% terytorium zajętego po lutym 2022 r. Postępy armii ukraińskiej trwały w kierunku okolic Bachmutu i Doniecka. To właśnie tam toczą się najcięższe walki, a zdobycze terytorialne dla obu stron są minimalne kosztem wysokich ofiar. Miasto Melitopol jest również punktem strategicznym, którego zdobycie znacznie utrudniłoby zaopatrywanie wojsk rosyjskich na Krymie.

Rosyjskie wojsko kontynuuje zmasowane ataki rakietowe na infrastrukturę cywilną i energetyczną. Zostały one częściowo wyeliminowane za pomocą sprzętu dostarczonego z Zachodu. Wraz z wydłużaniem się konfliktu największym zagrożeniem jest obecnie zmiana nastawienia Zachodu i spadek intensywności wsparcia materialnego oraz postulatów dyplomatycznych. W miarę upływu zimy możemy spodziewać się intensyfikacji ofensywy po obu stronach, gdzie trwają przygotowania do kolejnej kontrofensywy lub nowych rund mobilizacji w Rosji.

Jednak obecny kształt konfliktu i rosnące ryzyko ataku na krytyczną infrastrukturę europejską znacznie utrudniają wszelkie negocjacje dyplomatyczne. Choć w związku z niepowodzeniami militarnymi w wewnętrznych strukturach rosyjskiego wojska i kierownictwa politycznego w Moskwie zachodzą zmiany, nie widać znaczących pęknięć lub są to niepotwierdzone spekulacje. Można przypuszczać, że w miarę niepowodzeń rosyjskie wojsko będzie częściej sięgać po brutalną siłę w postaci wyrzutni rakietowych czy pocisków balistycznych, utrudniając jednocześnie ukraińskiemu wojsku utrzymanie dotychczasowego tempa działań.

## WALUTY

**Dolar w grudniu dalej osłabiał się wobec euro.** Po osłabieniu się z poziomu poniżej parytetu w listopadzie do poziomu powyżej 1,04 w stosunku do euro, w grudniu osłabił się jeszcze bardziej do poziomu w zasięgu wzroku 1,07. Stało się tak dlatego, że w relatywnej walce o to, kto będzie bardziej jastrzębi w 2023 r., w oczach rynku wygrywa obecnie EBC. W grudniu zresztą kilkakrotnie powtarzał, że podwyżki stóp będą kontynuowane w przyszłym roku w szybkim tempie. Nie dlatego, że Fed był retorycznie mniej jastrzębi per se w grudniu, ale rynek uważa, że jest bliżej szczytu stóp niż EBC - co zresztą jest prawdopodobnie prawdą, nawet jeśli Fed pójdzie wyżej ze stopami niż to, co teraz myśli według własnych prognoz.

**Waluty Europy Środkowej w grudniu radziły sobie różnie.** Najsłabszy był **polski złoty**, który przez cały grudzień wahał się w przedziale 4,65-4,7. **Węgierski forint** umocnił się z 415 forintów do euro do 400 po tym, jak w pierwszym tygodniu ubiegłego miesiąca Węgry uzgodniły z UE niższą kwotę zatrzymaną przez Komisję Europejską (początkowo ponad 7 mld euro, po porozumieniu około 6 mld euro) w zamian za pomoc dla Ukrainy. **Czeska korona** wypadła w grudniu najlepiej, umacniając się dalej i osiągając tym samym wartości nie widziane od 11 lat, kiedy to pod koniec grudnia na krótko zaatakowała poziom 24,10.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Polskie obligacje również mają potencjał do dalszego wzrostu rentowności. Inflacja jest bardzo wysoka, złoty pozostaje słaby, a polski rząd poszerza deficyt (i tym samym zwiększa podaż obligacji) swoimi pakietami antyinflacyjnymi. Bank centralny może być skłonny do dalszych podwyżek stóp.

## WALUTY

W przypadku **kursu euro w stosunku do dolara** od dawna uważamy, że EBC będzie musiał być bardziej agresywny niż Fed w zacieśnianiu warunków monetarnych w najbliższym czasie. Ponieważ w przeszłości to właśnie (oczekiwane) względne ustawienia polityki pieniężnej najbardziej poruszały kursem walutowym, od dłuższego czasu uważaliśmy, że kurs euro/dolara będzie w tym roku poruszał się powyżej 1,05 i w kierunku okolic 1,10. Jesteśmy nieco zaskoczeni, że stało się to na przełomie roku (wciąż oczekiwaliśmy powrotu dolara do parytetu lub poniżej), ale nic nie zmienia się w dłuższej perspektywie na ten rok (tj. mocniejsze euro).

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

**Zasadniczo korona czeska jest gotowa do deprecjacji** – znacznie bardziej ujemne realne stopy procentowe niż w USA czy strefie euro, utrzymująca się inflacja, CNB niechętny do dalszego podnoszenia stóp, duże deficyty na rachunku obrotów bieżących i ogromne deficyty publiczne. Gdyby nie CNB, korona z pewnością znalazłaby się dziś powyżej 25 koron za euro. Oczekujemy również, że różnica w stopach procentowych pomiędzy CNB a Fed czy EBC będzie się dalej stopniowo zmniejszać, co naszym zdaniem doprowadzi do presji na koronę. Tym samym korona osłabi się w tym roku do 25 koron za euro.

**Polski złoty** znajduje się w podobnej sytuacji makroekonomicznej jak CZK, z wyjątkiem nieco mniejszego deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz, co najważniejsze, banku centralnego zdeterminowanego i zdolnego do obrony swojej waluty. Spodziewamy się zatem kontynuacji presji na złotego i oscylowania pomiędzy 4,8 a 5 w przewidywalnej przyszłości.

**Węgierski forint** znajduje się pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i w finansach publicznych), niezwykle wysokiej inflacji oraz złej sytuacji politycznej spowodowanej sympatią reżimu Orbana do Rosji: sympatia ta w naturalny sposób prowadzi do konfliktów w stosunkach z UE. Wydaje się, że skrajne zacieśnienie polityki w październiku i wielokrotnie deklarowana determinacja węgierskiego banku centralnego do obrony waluty poprzez podnoszenie stóp procentowych skutecznie ustabilizowały forinta w okolicach poziomu 400, ale znacząca aprecjacja trendu nie wydaje się być w zasięgu wzroku i naszym zdaniem na pewno nie nastąpi w pierwszej połowie 2023 roku.

## RYNEK AKCYJNY

W ciągu ostatnich kilku lat światowe gospodarki i rynki finansowe przeżyły kilka wstrząsów. Trzy lata temu globalna pandemia Covid-19 przyniosła szoki podażowe w postaci przerwanych łańcuchów dostaw i popytu. Zaczął się trend wojen „taryfowych” i łagodnej deglobalizacji. Banki centralne i rządy nie stały z boku i wspierały większość gospodarek niezwykle hojnymi bodźcami monetarnymi i fiskalnymi. Inwazja Rosji na Ukrainę zaakcentowała wówczas poprzednie zjawiska, które objawiły się znacznym wzrostem inflacji, zwłaszcza w krajach rozwiniętych. Rok 2023 może być, delikatnie mówiąc, rokiem normalizacji, ze stopniową poprawą łańcuchów dostaw, spadkiem presji inflacyjnej, powrotem do rozsądnych cen towarów i energii oraz stosunkowo silnym rynkiem pracy. Oczywiście globalne ryzyko geopolityczne i trudności dla niektórych firm i gospodarstw domowych będą się utrzymywać.

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

Europejskie akcje są tańsze pod względem wartości niż akcje amerykańskie, gdzie Europa może skorzystać z wycofania produkcji z bardziej „ryzykownych” regionów w określonych warunkach, a jednocześnie w wielu sektorach potrzebne będą nowe inwestycje. Skorzysta na tym również region Europy Środkowej, który jest wciąż tanim regionem pod względem kosztów produkcji. Region CEE doświadczył już wstępnego szoku związanego z rosnącymi stopami procentowymi, na czym skorzystają silne banki. Amerykańskie akcje również przeszły korektę, ale wyższe stopy procentowe nadal będą negatywnie wpływać na zadłużone i droższe spółki wzrostowe. Z tego powodu wierzymy w tańsze akcje wartościowe notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja, napędzana przez gospodarkę chińską, doświadczy ożywienia gospodarczego po obecnych blokadach kowbojskich. Chiński konsument nie został tak mocno wynagrodzony jak gospodarstwa domowe w Europie czy USA. Ożywienie nie będzie więc szybkie i nastąpi dopiero po zakończeniu pierwszego kwartału tego roku. Jednak potencjał wzrostu gospodarczego Chin jest nadal wyższy niż w gospodarkach zaawansowanych.

Przy powszechnie wyższych stopach procentowych oczekujemy zwiększonej zmienności na rynkach akcji, którą lepiej wykorzystają zarządzający funduszami aktywnymi niż zorientowane na indeksy strategie pasywne. Skończyła się era zerowych odsetek i taniego pieniądza. Strategie inwestycyjne muszą się do tego dostosować.

## 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)