

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-4,76 %	USA (USD)	-1,08 %	USD/EUR	1,94 %	Ropa Brent (USD)	7,58 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-3,41 %	Europa (EUR)	-1,20 %	CZK/USD	1,70 %	Gaz (USD)	34,04 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	4,85 %	Czechy (CZK)	-1,47 %	CZK/EUR	0,27 %	Fotowoltaika (EUR)	48,82 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-4,25 %	Polska (PLN)	-1,20 %	PLN/EUR	1,83 %	Złoto (USD)	-3,33 %
Czechy – PX (CZK)	3,17 %	Węgry (HUF)	-1,55 %	HUF/EUR	2,94 %	Srebro (USD)	-7,98 %
Polska – WIG30 (PLN)	-2,09 %	Turcja (TRY)*	-0,49 %	TRY/EUR	4,88 %	Miedź (USD)	-6,14 %
Węgry – BUX (HUF)	1,70 %	* BofA Merrill Lynch index					

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka strefy euro spowalnia po wyjątkowo silnym drugim kwartale, ale nadal rozwija się dobrze - wynika z miesięcznych danych. Inflacja bazowa sięga 2 proc., ale EBC na razie beztrzesko ją ignoruje.

Gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW), po dwóch spadkach w poprzednich dwóch kwartałach, powróciła na ścieżkę wzrostu w drugim kwartale bieżącego roku w tempie 2,2% w ujęciu kwartał do kwartału (po korekcie w górę zgodnie z ostatecznymi danymi). Tempo to, z wyjątkiem wzrostu o 12,4% kw/kw po otwarciu się gospodarki po pierwszej fali pandemii w III kw. 2021 r., było najszybsze w historii. Struktura wzrostu opublikowana 7 września pokazała, że najważniejszym czynnikiem wzrostu był popyt gospodarstw domowych (1,9 p.p. q/q), a następnie inwestycje trwałe (+0,3 p.p.). Negatywny wpływ miały zapasy (ich ujemna kontrybucja wyniosła 0,3 p.p.) i oczywiście import (-1 p.p.). **Roczna tempo wzrostu wyniosło 13,6%**, w czym największy udział (6,5 p.p.) miał popyt gospodarstw domowych.

Dane opublikowane w UGW we wrześniu 2021 r. wskazują na lekką utratę dynamiki w porównaniu z (bezprecedensowo silnym) II kwartałem.

Sprzedaż detaliczna spadła w lipcu o **2,3% m/m**, co nie było dobrym początkiem trzeciego kwartału. Po dwóch silnych, prawie 5% wzrostach m/m w Niemczech, niemiecka sprzedaż detaliczna spadła o 4,5%, za czym stał spadek o prawie 6% m/m w Irlandii i prawie 4% w Austrii. Wskaźnik rok do roku już się normalizuje, a efekt bazy z 2020 roku odpada - o ile w kwietniu wynosił 23,6%, to w lipcu już tylko 3,1%. Spośród głównych gospodarek najlepsze wyniki rok do roku odnotowują Hiszpania (+7,8%) i Włochy (+6,8%), ale obie gospodarki zostały najbardziej dotknięte przez pierwszą falę pandemii w 2020 r.

Rynek pracy istotny dla konsumpcji gospodarstw domowych nadal **nieznacznie się poprawiał** w czerwcu, lipcu i sierpniu, co jest dobrą wiadomością dla popytu gospodarstw domowych pomimo słabego początku III kwartału. Wyrównana sezonowo **stopa bezrobocia** spadła z 8% w maju do **7,5% w sierpniu**, najniższego poziomu od kwietnia 2020 r. (7,3%). Gdyby nie rosnące ceny (i wciąż bardzo niska dynamika wynagrodzeń) byłoby to idealne warunki dla popytu gospodarstw domowych

Produkcja przemysłowa wzrosła o **1,5% m/m** w lipcu po dwóch wcześniejszych spadkach (maj -1,1%, czerwiec -0,1%), głównie dzięki 1% wzrostowi w Niemczech, których przemysł został mocno dotknięty ograniczeniami w dostawach komponentów w poprzednich miesiącach. **Roczna stopa wzrostu** jest nadal wysoka dzięki wciąż niskiej bazie z ubiegłego roku, ale już spada – **7,7% w lipcu** (Włochy nadal mają najwyższą stopę wzrostu wśród głównych krajów, na poziomie +7%).

Wiodące wskaźniki branżowe wskazują na ograniczenia po stronie podaży. **Wskaźnik Menadżerów Zakupów w przemyśle (PMI) pogorszył się** w sierpniu (61,4) i wrześniu, po tym jak w czerwcu (63,4 pkt) i lipcu (62,8) osiągnął nowy rekordowy poziom. **Wrześniowy wynik końcowy na poziomie 58,6 punktu** oznaczał największy spadek indeksu od kwietnia 2020 roku, głównie z powodu znacznych spadków w Niemczech i Francji (do ośmiomiesięcznego minimum odpowiednio 58,4 punktu i 55 punktów). Przyczyny były dwojakie - pogorszenie wskaźnika istniejącej produkcji (odzwierciedlające ograniczenia po stronie czynników produkcji) oraz pogorszenie wskaźnika nowych zamówień eksportowych (najwolniejsze od stycznia br.). Nadal rosły również ceny nakładów (w najniższym tempie od 5 miesięcy, ale jednocześnie najwyższym od 24 lat) oraz ceny produkcji (które jeszcze bardziej przyspieszyły w porównaniu z sierpniem).

Inne wiodące wskaźniki również dają niejednoznaczny obraz sytuacji w przemyśle. Zaufanie w przemyśle mierzone przez KE było już lepsze w styczniu 2021 r. (-6,1 pkt) niż bezpośrednio przed rozpoczęciem pandemii w lutym 2020 r. (-6,2 pkt) i nadal rosło w kolejnych miesiącach, osiągając w lipcu poziom 14,5 pkt, co stanowi czwarty z rzędu nowy

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

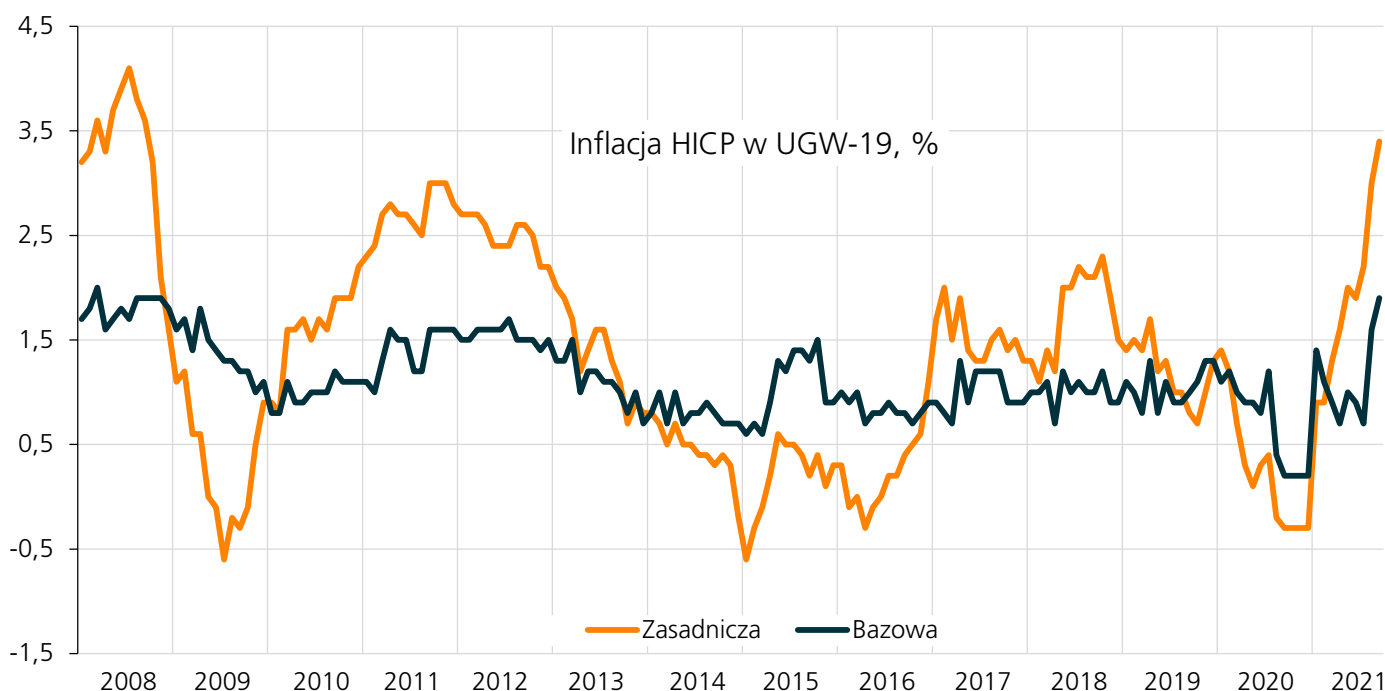
rekord (mierzony od stycznia 1985 r.). Po lekkim spowolnieniu w sierpniu (13,8 pkt.), powróciło w pobliże maksimum z lipca, osiągając **we wrześniu** poziom **14,1 pkt.** Według KE, zaufanie w przemyśle w największej gospodarce strefy euro osiągnęło nawet rekordowy poziom (25,6 pkt), co nie pokrywa się z indeksem PMI czy IFO. Ten alternatywny indeks mierzący warunki przemysłowe w największej europejskiej gospodarce **pogorszył się** nieznacznie we wrześniu czwarty miesiąc z rzędu (z 101,9 w czerwcu do **98,8 we wrześniu**). Wynika to przede wszystkim z gorszych oczekiwań, które spadły z 103,9 pkt. w lipcu do **97,3 pkt.** we wrześniu. Główną przyczyną tego spadku jest niedobór/zwiększająca się cena czynników produkcji; ocena obecnej sytuacji utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie (100,4 pkt., tyle samo co w lipcu 2021 r.).

Sytuacja w dominującym sektorze usług również uległa nieznaczniemu pogorszeniu, ale nadal należy do najlepszych w ciągu ostatnich 15 lat. We wrześniu **indeks PMI** według wstępnych danych (ostateczne wyniki będą dostępne 5 października) spadł o 2,3 pkt. do 56,3 pkt., czyli do najniższego poziomu od czterech miesięcy. Również tutaj, podobnie jak w przemyśle, wzrost nowych zamówień uległ spowolnieniu, ale zamówienia eksportowe na usługi, inaczej niż w przemyśle, nieznacznie wzrosły. Podobnie jak w przemyśle, ceny nakładów rosły w najszybszym tempie w historii badania, co przełożyło się na najszybsze tempo wzrostu cen produkcji dla usług od lipca 2008 r.

Utrzymujące się dobre nastroje w sektorze usług znajdują również odzwierciedlenie we wskaźnikach zaufania konsumentów mierzonych przez Komisję Europejską. W styczniu 2021 roku zaufanie gospodarstw domowych wyniosło -15,5 pkt. i niewiele różniło się od średniej z drugiej połowy ubiegłego roku (14,9 pkt.), ale od tego czasu stale się poprawia. Choć wydaje się, że **optymizm gospodarstw domowych** osiągnął swój szczyt w czerwcu (-3,3 pkt), **wrześniowy odczyt zaufania (-4 pkt) nie odbiega od szczytu z czerwca.** Złagodzenie restrykcji i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy mogą na razie dominować w świadomości gospodarstw domowych, ale tak się nie stanie, zwłaszcza w obliczu rosnących cen rynkowych energii (gaz, prąd).

Według wstępnych danych, **we wrześniu inflacja zasadnicza** jeszcze bardziej wzrosła: podczas gdy w marcu wynosiła tylko 1,3%, w sierpniu już 3%, a we wrześniu nawet 3,4%, co oznacza wzrost o 3,7 punktu procentowego w porównaniu z tym samym miesiącem w 2020 roku. Wynika to nie tylko z cen energii, które wzrosły o 17,4% r/r, ale również z cen dóbr przemysłowych (2,1% r/r), usług (1,7%) oraz, co bardzo nieprzyjemne dla EBC, cen pozycji zaliczanych do inflacji bazowej. **Inflacja bazowa skoczyła** z 0,9% w lipcu i 1,7% w sierpniu **do 1,9% we wrześniu**, najwyższego poziomu od lipca 2012 r. Spośród dużych krajów najwyższą stopę inflacji mają Niemcy (4,1 %) i Hiszpania (4 %), natomiast Francja i Włochy mają tylko nieco niższe stopy inflacji (odpowiednio 2,7 % i 3,0 %).

Inflacja bazowa nadal rośnie, a EBC nadal ją ignoruje



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Jednak **na ostatnim posiedzeniu** (9 września), pomimo opisanego rozwoju sytuacji w zakresie inflacji, nie wydarzyło się nic istotnego. EBC potwierdził pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie, kontynuację zakupów aktywów w ramach programu APP w stałym tempie (20 mld EUR rocznie) oraz zasilenie płynności w ramach programu TLTRO III. Jediną zmianą było zatem (nieokreślone) „zmniejszenie tempa” zakupów aktywów w ramach PEPP („pandemic emergency purchase programme”), przy czym ogólna wielkość docelowa (1850 mld EUR) i najwcześniejszy możliwy termin zakończenia programu (marzec 2022 r.) pozostały niezmiennymi. Następnie, pod koniec września, prezes EBC Ch. Lagarde jeszcze bardziej zdystansowała się od (wprawdzie niewielkich) wrześniowych ruchów innych głównych banków centralnych (Bank of England, Fed) w kierunku zacieśnienia polityki monetarnej, wykluczając możliwość jakiegokolwiek zacieśnienia w strefie euro w najbliższym czasie.

USA

Wzrost gospodarczy nie zwalnia, polityka fiskalna jest i pozostanie wyjątkowo luźna, inflacja jest najwyższa od lat 80-tych. Bank centralny zrobił pierwszy (mały) krok w kierunku zacieśnienia polityki monetarnej.

Gospodarka USA rozwijała się w drugim kwartale, nawet według trzeciego szacunku opublikowanego we wrześniu, w niemal identycznym tempie (6,7% q/q annualizowane) jak w pierwszym kwartale (6,3%), a więc w tempie nieco wolniejszym niż w strefie euro, w przeciwieństwie do pierwszego kwartału. W porównaniu z drugim szacunkiem nastąpiła jedynie kosmetyczna korekta w górę o 0,1 punktu procentowego. Oczywiście w strukturze nic się nie zmieniło w stosunku do drugiego szacunku z drugiego kwartału. Największym pozytywnym kontrybutorem wzrostu były wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, które przyczyniły się do wzrostu o 7,8 p.p (1Q21 +7,4 p.p), a następnie inwestycje trwałe (+0,6 p.p vs. 1Q21 +2,2 p.p). Silne zagregowane wydatki gospodarstw domowych zostały następnie (co nie jest zaskakujące) odzwierciedlone przez dalszą, choć skromną, negatywną kontrybucję eksportu netto (-0,2 p.p) oraz, ze względu na brak podaży, również zapasów (-1,3 p.p). W szczególności znaczny spadek zapasów w pierwszej połowie bieżącego roku (skumulowany wkład -3,9 p.p) stwarza przestrzeń dla (jeszcze) szybszego wzrostu gospodarczego w przyszłości.

Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw **wzrosła o 2% m/m w sierpniu**, po słabym początku III kwartału (spadek o 1,4% w lipcu). Są one zatem o 14,3% wyższe rok do roku i nawet o ponad 17% wyższe niż na koniec ubiegłego roku. Jeśli chodzi o najbliższe miesiące, połączenie wciąż bardzo luźnej polityki monetarnej, ale przede wszystkim fiskalnej, jest pozytywne dla sprzedaży. Wrześniowe targowanie się Demokratów o to, czy propozycja planu infrastrukturalnego prezydenta Bidena o wartości około \$1,000 miliardów, zatwierdzona już przez Izbę (i poparta przez Senat w sierpniu), powinna być realizowana w pierwszej kolejności, czy też jeszcze większy program (\$3.5 biliona) inwestycji w infrastrukturę ludzką (opieka medyczna, edukacja, urlopy rodzicielskie), którego domaga się postępowe skrzydło Demokratów, powinien być traktowany priorytetowo, jest jedynie odłożeniem w czasie dalszego fiskalnego stymulowania, a nie jego uchyleniem. Dlatego też jedynym negatywnym czynnikiem wpływającym na przyszłą konsumpcję gospodarstw domowych są nadal zakłócenia w łańcuchach podaży i popytu, które ograniczają dostępność towarów w wielu sektorach.

Rynek pracy ma również pozytywny wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych. **W sierpniu stopa bezrobocia (5,2%)** spadła jeszcze bardziej w porównaniu z lipcem (5,4%), osiągając najniższy poziom od marca 2020 roku (4,4%). Oczywiście inne monitorowane wskaźniki bezrobocia także spadły - **stopa U6** (obejmujący nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z szukania pracy, bo nie mają nadziei na jej znalezienie), który jeszcze pod koniec ubiegłego roku wynosił prawie 12%, **w sierpniu spadł** poniżej 9% **(do 8,8%)**. **Poprawa**, choć oczywiście mniejsza w wielkościach bezwzględnych niż w poprzednich miesiącach, **jest jednak widoczna w danych „przeptywowych”**. Średnia tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych składanych po raz pierwszy spadła we wrześniu do 333 tys. (na koniec I kw. było to 720 tys.; na wiosnę 2020 r. będzie to już trudne do uwierzenia 5,5 mln), a w przypadku wniosków kontynuowanych odnotowano spadek poniżej 2,8 mln. **Nominalny wzrost płac powoli nabiera tempa**, co nadal nie wystarcza na pokrycie inflacji, ale **sierpniowy wzrost (4,3%) jest wyższy niż w ciągu 10 lat poprzedzających pandemię**. A jeszcze większym problemem dla banku centralnego jest **kwartalna dynamika wzrostu, która w sierpniu wyniosła 1,4%** (czyli prawie 6% annualizowane).

Zamówienia na dobra trwałego użytku wzrosły o +1,8% m/m w sierpniu po zrewidowanym w górę wzroście (0,5% m/m) w lipcu. Po wyłączeniu zmiennych kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią odzwierciedlenie inwestycji trwałych większości firm, obraz jest jeszcze lepszy: wzrost w każdym miesiącu tego roku z wyjątkiem lutego (-0,3% m/m), wzrost o 0,3% m/m w lipcu i 0,5% w sierpniu; w porównaniu do końca ubiegłego roku te „podstawowe” zamówienia są więc wyższe o prawie 11% (i prawie 14% r/r). **Produkcja przemysłowa** wzrosła o 0,9% m/m w lipcu i **0,4% w sierpniu**, a więc była już nieznacznie (0,3%) powyżej poziomu sprzed pandemii z lutego 2020 r. na koniec sierpnia.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

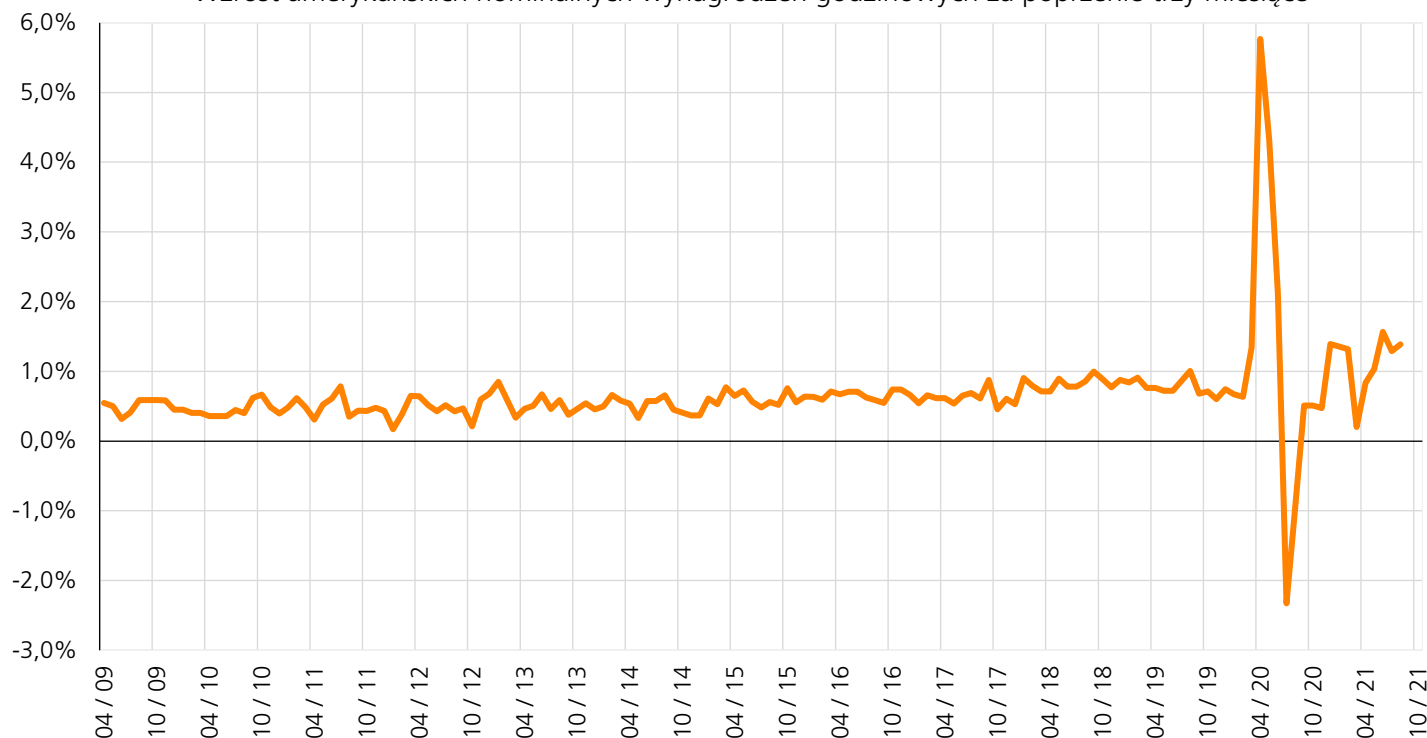
USA

Inflacja bazowa PCE nadal rośnie. W porównaniu do II kwartału (04/21: 0,6% m/m, 05/21: 0,5%, 06/21: 0,4%), tempo inflacji bazowej w III kwartale spadło, ale nadal pozostaje na poziomach (annualizowanych), które nie powinny ułatwiać pracy Fed. Inflacja bazowa wzrosła o 0,3% m/m zarówno w lipcu, jak i w sierpniu, implikując roczną inflację na poziomie 3,7%. Wobec trwającej ekspansji fiskalnej dziwi więc, że bank centralny (ale także, co widać na przykładzie rentowności obligacji czy kursu dolara, rynek finansowy) nie ocenia tych liczb znacznie bardziej negatywnie. **Roczna inflacja bazowa PCE osiągnęła poziom 3,6%, natomiast inflacja zasadnicza 4,3%.**

Rezerwa Federalna USA zebrała się w dniach 21-22 września i zgodnie z oczekiwaniami nie zmieniła nastawienia w polityce monetarnej. Nowa prognoza Fed przyniosła jednak pewne zmiany, np. obecnie 9 członków FOMC oczekuje, że stopy będą musiały wzrosnąć już w 2022 r. (wobec 7 członków, którzy spodziewali się tego samego w czerwcu). Prezes Fed J. Powell powiedział również, że jego zdaniem warunki do rozpoczęcia procesu zmniejszenia zakupów aktywów zostały już spełnione i jeśli nie wydarzy się nic nieoczekiwanego, to ogłoszenie „taperingu” nastąpi na kolejnym (tj. listopadowym) posiedzeniu. Wrześniowe posiedzenie było więc pierwszym krokiem w kierunku normalizacji polityki pieniężnej.

Przyspieszenie wzrostu płac nominalnych w USA

Wzrost amerykańskich nominalnych wynagrodzeń godzinowych za poprzednie trzy miesiące



Źródło: bls.gov

CEE3

POLSKA

Gospodarka nadal się rozwija, bezrobocie jest niskie, a inflacja sięga 5%. Jednak w przeciwieństwie do banków węgierskiego czy czeskiego, NBP tylko czeka.

Polska gospodarka odnotowała wzrost o 2,1% q/q w II kwartale. Wynikające z tego roczne tempo wzrostu (11,1% r/r) było najszybsze w historii Polski. Największy wkład miał popyt gospodarstw domowych, który przyczynił się do wzrostu rocznego o 7,4 p.p., a następnie zapasy brutto (+3,7 p.p., głównie za sprawą zapasów, które dodały 2,9 p.p., prawdopodobnie w wyniku wzrostu produkcji w toku). Jest więc już niemal pewne, że wzrost w tym roku nieznacznie przekroczy 5%.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Dane opublikowane we wrześniu wskazują na dalszy wzrost gospodarki, który generuje presję inflacyjną.

Produkcja przemysłowa zanotowała w sierpniu spadek (o 1,1% m/m), co zniwelowało wzrost z lipca (+0,9%). Jej wskaźnik w ujęciu rocznym wynosi nieco poniżej 11%, co oznacza wzrost o prawie 9% w stosunku do lutego 2020 r. (tj. w stosunku do poziomu sprzed pandemii) i o ponad 6% w stosunku do końca ubiegłego roku. Gdyby nie spadek produkcji samochodów (spowodowany niedoborem elementów półprzewodnikowych), wynik byłby lepszy.

Pokazuje to również **indeks menedżerów ds. zakupów**, który po rekordowo wysokich wynikach w maju i czerwcu (odpowiednio 57,2 i 59,4), w kolejnych trzech miesiącach **zwołał do 53,4 punktów na koniec trzeciego kwartału**, co jest najniższym odczytem od lutego tego roku. Podobnie jak w innych przypadkach, głównymi winowajcami spowolnienia były subindeksy produkcji istniejącej i nowych zamówień. W obu przypadkach polskie firmy jako główny problem podawały trudności w pozyskaniu i wysokie koszty czynników produkcji. Problemem jest również zatrudnianie pracowników, a zapasy, z których polskie firmy starają się zaspokoić popyt, również spadły najbardziej od 4 lat. Podczas gdy ceny produkcji i nakładów wycofały się z czerwcowych maksimów, pozostają one bardzo wysokie z perspektywy historycznej.

Realna sprzedaż detaliczna wzrosła o **5,4% r/r w sierpniu** (realnie i wyrównana sezonowo). Sprzedaży nadal pomaga zarówno rynek pracy (**stopa bezrobocia** spadła w sierpniu do **5,9%**, czyli jest tylko 0,7 pkt. proc. powyżej poziomu z lutego 2020 r.), jak i **wzrost płac**, który w połowie 3Q wyniósł 9,5% r/r.

Inflacja, po tym jak w lipcu wyniosła nieco ponad 5%, a w sierpniu skoczyła do 5,5%, najwyższego poziomu od 20 lat, przyspieszyła jeszcze bardziej **we wrześniu do 5,8%**, według pierwszego szacunku. Wynika to z połączenia silnego wzrostu płac (niskie bezrobocie), utrzymujących się ograniczeń po stronie podaży oraz dalszego wzrostu cen regulowanych (gaz ziemny dla gospodarstw domowych wzrósł o 12 % od sierpnia 2021 r., co wraz z cenami paliw spowodowało wzrost przedziału cen energii o 6,1 %). Rośnie jednak również **inflacja bazowa** - nie mamy jeszcze danych o inflacji bazowej za wrzesień, ale sierpniowa inflacja bazowa (3,9%) i wrześniowa inflacja zasadnicza sugerują, że we wrześniu sytuacja nie była dużo lepsza. Raczej przeciwnie.

Podczas gdy bank centralny nie zmienił stóp procentowych na posiedzeniu 9 września, prezes Glapiński powiedział przynajmniej, że obecne odczyty inflacji są „powodem do niepokoju”. Aby nie zabrzmieć zbyt jastrzębio, natychmiast dodał, że większość inflacji jest spowodowana przez pozycje niezwiązane z podstawową działalnością („ceny energii, ceny towarów, produkcja rolna”) i że polityka monetarna nie powinna reagować na szoki podaży. Zgadza się z tym, ale nie jest prawdą, że nie ma inflacji bazowej: inflacja bazowa, jak wspomniano powyżej, wynosi blisko 4%. Glapiński powiedział, że bank centralny spodziewa się spadku inflacji w przyszłym roku, kiedy usunięte zostaną te rzekome „ograniczenia w łańcuchach dostaw”. Kluczowe będzie zatem posiedzenie listopadowe, na którym zostanie przedstawiona nowa prognoza. W normalnych warunkach zwiększyłyby to prawdopodobieństwo (przynajmniej niewielkiego, być może 15-punktowego) zacieśnienia polityki, ale gołębia retoryka na wrześniowym posiedzeniu praktycznie wyklucza taką ewentualność. Tym samym pierwsza podwyżka stóp procentowych jest prawdopodobna w 1Q22.

ROPA

Wzrost cen ropy naftowej (WTI), który rozpoczął się w ostatnich dwóch miesiącach ubiegłego roku, trwał w tym roku do połowy lipca, napędzany otwarciem gospodarek i rosnącym popytem na surowce, wynikającym również z chęci zabezpieczenia się przed inflacją. O ile w listopadzie 2020 roku baryłka ropy kosztowała około 40 dolarów, to pod koniec czerwca 2021 roku jej cena przekroczyła 75 dolarów. W pierwszej połowie lipca cena ropy naftowej nadal rosła i prawdopodobnie nadal by rosła w drugiej połowie, gdyby nie decyzja OPEC+ o zwiększeniu produkcji od sierpnia br. Doprowadziło to do spadku ceny baryłki ropy do przedziału 65-67 dolarów za baryłkę. Cena ropy naftowej również wahała się między 65 a 70 USD za baryłkę przez cały sierpień, a we wrześniu wzrosła do 76 USD za baryłkę, co było spowodowane wzrostem cen gazu, energii elektrycznej i ogólnie towarów energetycznych.

RYNKI AKCYJNE

Globalne rynki akcji uległy we wrześniu korekcie (indeks rynków rozwiniętych MSCI World -4,3%). Po silnych wzrostach na rynkach akcji w tym roku, niektórzy inwestorzy zaczęli zamykać solidne zyski przed końcem roku. Inne powody ostrożności i zmniejszenia zaangażowania w akcje wynikały z obaw o wzrost inflacji i możliwe reakcje banków centralnych. We wrześniu amerykańska Rezerwa Federalna ogłosiła, że decyzja o ewentualnym zacieśnieniu polityki pieniężnej zostanie ogłoszona w listopadzie. Ogólnie rosnące wskaźniki inflacyjne dla producentów i konsumentów nie są dobrym środowiskiem dla rynków akcji. Rosły również ceny energii i niektórych towarów. Doprowadziło to na przykład w Zjednoczonym Królestwie do przerwania działalności niektórych fabryk. Zwiększona niepewność i ostrożność doprowadziły zatem do spadków na rozwiniętych rynkach akcji: amerykański indeks S&P 500 -4,8% miesiąc do miesiąca, europejski indeks DJ STOXX 600 -3,4%.

RYNKI AKCYJNE

Relatywnie dobrze radziły sobie akcje spółek notowanych na giełdach w Europie Środkowej. W porównaniu z rynkami rozwiniętymi, lepsze wyniki rynków lokalnych wynikały głównie z wyższego udziału tytułów uczestnictwa banków. Rosnąca presja inflacyjna skłania banki centralne do podnoszenia stóp procentowych, co powinno mieć pozytywny wpływ na zyski z oprocentowania banków komercyjnych. Znalazło to następnie odzwierciedlenie w dobrych wynikach akcji banków: Erste Bank (+11,8 %), Komerční banka (+7,1 %), OTP (+2 %), Nova Ljubljanska Banka (+4,3 %) itd. Na korzyść CEZ-u działały rosnące ceny energii elektrycznej. Dobre wyniki po przejęciu spółki Colt oraz optymistyczne perspektywy na przyszłe miesiące oznaczały doskonały wzrost wartości akcji Česká Zbrojovka w ujęciu miesiąc do miesiąca (+25,2%). W Polsce słabo wypadł internetowy portal Allegro (oferent czeskiej spółki Mall), który musi stawić czoła rosnącej konkurencji ze strony rozwijającego się Amazona i AliExpress. Czeski indeks giełdowy zyskał we wrześniu +3,2%, węgierski indeks BUX +1,7%, rumuński indeks BET +3,8% i niestety polski indeks giełdowy WIG 30 stracił -2,1%.

Akcje rynków wschodzących podążają za globalnym sentymentem i kontynuują słabe wyniki w tym roku. Indeks MSCI Emerging Markets USD stracił we wrześniu 4,25%, od początku roku jest już na minusie, a od szczytu z połowy lutego skorygował się o ponad 13%. Chińskie akcje nadal znajdują się w centrum uwagi, a problemy finansowe gigantycznego dewelopera Evergrande (i kilku innych) z realną możliwością bankructwa odbiły się szerokim echem na światowych rynkach finansowych. Akcje w Hongkongu spadły o 5%, podczas gdy akcje krajowe (on-shore) zakończyły na plusie, zyskując 1,2% (indeks CSI 300). Indyjskie akcje nadal dobrze prosperują, notując piąty miesiąc z rzędu wzrostów. Najgorzej radziły sobie akcje z Ameryki Łacińskiej, a cały indeks stracił ponad 11% (w USD). Winę za to ponosi przede wszystkim umacniający się dolar amerykański, rosnąca inflacja i związane z nią zaostrzenie warunków monetarnych, a także ogólne spowolnienie aktywności gospodarczej w regionie. Rekordowa susza w Brazylii ma również znaczący wpływ na tegoroczne zbiory i ceny energii. Z drugiej strony, wzrost cen surowców pomógł rosyjskim akcjom (+4,8%)

RYNEK OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W ciągu ostatniego roku na amerykańskim rynku obligacji mieliśmy do czynienia z trzema wyraźnymi okresami. Począwszy od końca lipca 2020 r. rentowność amerykańskich obligacji długoterminowych zaczęła powoli rosnąć, ponieważ stało się jasne, że pandemia nie będzie miała większych długotrwałych skutków, a rynek zaczął się (nieco) zastanawiać, czy bezprecedensowa ekspansja fiskalna nie przełoży się ostatecznie na wzrost inflacji. W ten sposób do końca ubiegłego roku rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosła z 0,5% w lipcu 2020 r. do około 0,9% do końca

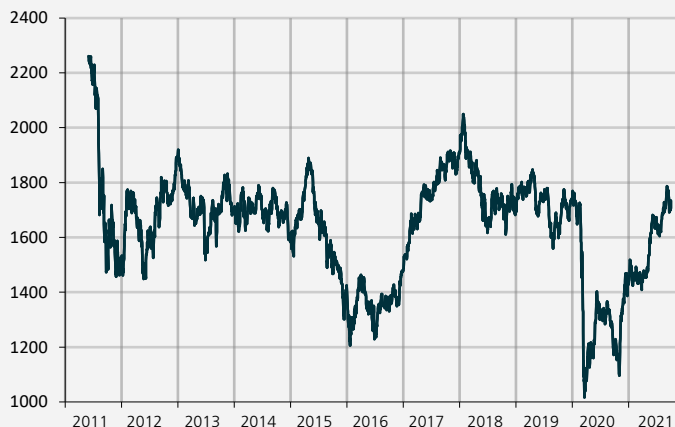
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

grudnia 2020 r. Od stycznia tego roku obawy o inflację stały się bardziej dotkliwe, powodując wzrost rentowności obligacji 10-letnich do 1,8% w pierwszym kwartale. Jednak od końca marca tego roku, nie wyłączając miesięcy letnich, rynki obligacji (lub to, co z nich zostało po inwazji banków centralnych) zaczęły (dość irracjonalnie w świetle danych o inflacji) porzucać te obawy. W lipcu rentowności 10-letnie spadły poniżej 1,20%, a w sierpniu wzrosły, ale tylko nieznacznie (1,3%). Dopiero po wrześniowym posiedzeniu Fed, na którym Powell de facto zapowiedział, że Fed wkrótce zacznie zmniejszać tempo skupu aktywów, rentowności wzrosły, choć nie drastycznie: na koniec września rentowność 10-latek była nieco powyżej 1,50%, a rentowność 2-latek utrzymywała się na poziomie 0,3%.

W strefie euro obserwujemy stopniowy wzrost rentowności od lipca, kiedy to rentowność w Niemczech osiągnęła poziom -50 p.b. I tak w sierpniu niemieckie rentowności 10-letnie wzrosły do -40 punktów bazowych, a we wrześniu, szczególnie w ostatniej dekadzie i w ślad za wzrostem rentowności w USA, „wzrosły” do -20 punktów bazowych.

RYNEK OBLIGACJI -OBLIGACJE KORPORACYJNE

Podobnie jak w poprzednich sześciu miesiącach, we wrześniu na rynku obligacji korporacyjnych panował dość spokojny klimat. Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym denominowane w euro pozostały bez zmian w ciągu miesiąca, podczas gdy ich spekulacyjne odpowiedniki odnotowały jedynie minimalny spadek o 0,1% w indeksie całkowitego zwrotu (TRI). W przypadku instrumentów dolarowych rozwój sytuacji był nieco paradoksalny - podczas gdy obligacje o ratingu inwestycyjnym zanotowały spadek TRI o 1,3% po posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej, obligacje o ratingu spekulacyjnym zanotowały spadek jedynie o 0,2%.

We wrześniu po raz pierwszy od dłuższego czasu wzrosło postrzeganie ryzyka rynkowego, aczkolwiek w nieco paradoksalny sposób. Podczas gdy premie za ryzyko (CDS) w przypadku obligacji inwestycyjnych denominowanych w euro wzrosły o 11,9 %, wzrost w przypadku obligacji spekulacyjnych był znacznie mniejszy, prawie nieistotny (0,3 %). Ponadto, o ile premie za ryzyko dla instrumentów inwestycyjnych są o 4,5% wyższe niż na koniec ubiegłego roku, o tyle dla instrumentów spekulacyjnych są one o 31,1% (!) niższe.

We wrześniu EBC zakupił na rynku wtórnym największą ilość obligacji korporacyjnych od końca pierwszego kwartału (5,7 mld. EUR) w ramach programu CSPP (Corporate Sector Purchase Programme). W kolejnych miesiącach również nie powinno być spadku aktywności, a miesięczne zakupy będą zbliżać się do górnej granicy ustalonego wolumenu (8 mld EUR/miesiąc). Łączna wartość zakupów wyniosła prawie 300 mld EUR.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

We wrześniu wzrosły również rentowności polskich obligacji długich. Rentowność obligacji dwuletnich wzrosła powyżej 1% (+65 punktów bazowych w porównaniu z końcem sierpnia), a rentowność obligacji dziesięcioletnich zbliżyła się do poziomu 2,3% (+50 punktów bazowych w porównaniu z końcem sierpnia), w obu przypadkach są to najwyższe poziomy od marca 2020 r. Wzrost ten jest napędzany przez rozwój sytuacji inflacyjnej w Polsce, gdzie rynek nie wierzy, że bank centralny w dłuższym okresie czasu podniesie stopy - kontrakty FRA 6x9 wzrosły w sierpniu do 1,3%, co sugeruje, że rynek oczekuje obecnie czterokrotnego wzrostu stóp w stosunkowo niedalekiej przyszłości.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

WALUTY

Dolar umocnił się wobec euro we wrześniu do poziomu poniżej 1,16 z powodu rosnących oczekiwań, że Fed będzie w końcu zmuszony do zacieśnienia polityki monetarnej ze względu na utrzymującą się wysoką inflację w USA, a EBC nie będzie musiał tego robić natychmiast.

Korona czeska, mimo zaskakująco szybkiej podwyżki stóp CNB, umocniła się tylko do 25,30 i mimo kilku prób nie zdołała przebić się poniżej tego poziomu. Jest to oczywiście nieprzyjemna wiadomość dla CNB, który w przeszłości w dużym stopniu polegał na kanale kursowym w celu tłumienia inflacji.

Złoty ponownie osłabił się w stosunku do euro pod wpływem (unikającego informacji o inflacji) banku centralnego i zawirowań na rynku pod koniec września, osiągając na krótko poziom 4,64. Choć pod koniec miesiąca powrócił do poziomu 4,60, pozostaje bardzo słaby.

Węgierski forint osłabił się z poziomu około 348 forintów za euro pod koniec sierpnia, w związku ze słabszym niż oczekiwano zaostrzeniem polityki przez węgierski bank centralny i wydarzeniami za granicą pod koniec września, do 360 forintów za euro.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Biorąc pod uwagę, że inflacja w Polsce jest bardzo wysoka i uważamy, że interwencja banku centralnego będzie musiała nastąpić wcześniej niż twierdzi bank centralny (a więc bardziej zgodnie z oczekiwaniami rynku terminowego), oczekujemy, że rentowności w Polsce będą nadal rosły, podobnie jak w Czechach.

WALUTY

W przypadku **kursu euro do dolara**, ubiegłoroczny trend deprecjacji dolara, który wynikał z antydolarowej narracji inflacyjnej, został w tym roku zatrzymany. Jest to zaskakujące w świetle rozwoju inflacji w USA w tym roku, ale jest to prawda. Mimo że we wrześniu dolar umocnił się do 1,16 w stosunku do euro, nadal uważamy, że Fed pozostanie za krzywą, że tak powiem, przez dłuższy czas, a zatem inflacja pozostanie wyższa przez dłuższy czas. W związku z tym, w dłuższym terminie, z powodu wyższej inflacji, uważamy, że dolar będzie cierpiał.

Jak już pisaliśmy w poprzednich wydaniach tego materiału, uważamy, że **korona** wyczerpała już swój potencjał do dalszej aprecjacji w tym roku, umacniając się w maju. Potwierdził to również rozwój sytuacji w miesiącach letnich, a nawet we wrześniu. Nie spodziewamy się jednak jego osłabienia - rynki nie przejmują się złym fiskusem, a wariant delta koronawirusa prawdopodobnie nie doprowadzi do zamknięcia gospodarki na tak dużą skalę jak w zeszłym roku - innymi słowy, ewentualne osłabienie będzie epizodyczne i krótkotrwałe. W pozostałej części tego roku spodziewamy się oscylacji głównie pomiędzy 25,30 a 25,50 CZK, a w przyszłym roku, ze względu na znacznie pogłębiającą się różnicę w stopach procentowych pomiędzy CNB a ECB, aprecjacji nieco poniżej 25 CZK. Bardzo niezrównoważony budżet, ataki polityków na CNB oraz wykupiona korona w wyniku interwencji walutowych przemawiają przeciwko większej aprecjacji.

Z fundamentalnego punktu widzenia, **złoty** skorzystałby na silniejszych wartościach niż te, które obserwujemy obecnie. Naszym zdaniem, nawet w Polsce zbliżamy się stopniowo do punktu, w którym polityka banku centralnego zacznie się zacieśniać. W Polsce, podobnie jak w Czechach, takiego ruchu nie ogranicza sytuacja budżetowa (w przyszłym roku budżet ma osiągnąć 5-proc. deficyt, dług spadnie nawet poniżej 43 proc.), a polski bank centralny, który wcześniej był najbardziej jastrzębim w regionie, teraz jako jedyny nie zacieśnia polityki. Jeśli rozpocznie się zacieśnianie polityki pieniężnej, złoty w przyszłym roku zbliży się do poziomu 4,40. Polska waluta raczej nie będzie miała energii do większego umocnienia z powodu niechętnego tempa zacieśniania polityki pieniężnej przez polski bank centralny.

Do niedawna **węgierski forint**, podobnie jak jego polski odpowiednik, był krzywdzony przez bank centralny, który chciał utrzymać jak najbardziej luźną politykę monetarną. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, poprawa sytuacji w czerwcu i dalsze zacieśnianie w lipcu znalazły odzwierciedlenie w umocnieniu w kierunku poziomu 345 w sierpniu. Naszym zdaniem wrześniowa deprecjacja będzie szybko zanikać, a ponieważ wiceprezes zapowiedział dalsze podwyżki stóp, spodziewamy się umocnienia forinta do 340 do końca roku. Następnie w przyszłym roku spadnie poniżej tego poziomu.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK AKCYJNY

Wraz ze zbliżaniem się niepewnych miesięcy jesiennych, w przypadku niskiego poziomu szczepień ludności, może nastąpić kolejna fala wzrostu liczby zakażeń COVID-19. Oznaczałoby to dalsze możliwe środki ograniczające, mające wpływ na gospodarkę, gospodarstwa domowe i firmy. Dlatego też jesteśmy ostrożni na niektórych rynkach akcji, zwłaszcza północnoamerykańskich. Do głównych powodów naszej ostrożności należą wysokie poziomy globalnych indeksów akcji, przy czym w przypadku rynku amerykańskiego niektóre wskaźniki wartości globalnych indeksów akcji znajdują się na rekordowo wysokich poziomach. Inne obawy obejmują możliwość znacznego wzrostu inflacji w związku z wciąż bezprecedensowymi bodźcami monetarnymi i fiskalnymi w głównych gospodarkach, zwłaszcza w USA, strefie euro i Japonii. Ryzyko widzimy również w potencjalnym wzroście podatków od przedsiębiorstw, ze względu na utrzymywanie się wysokiego deficytu budżetowego, czy ryzyka geopolitycznego. Dlatego uważamy, że obecne ceny akcji już teraz wyceniają oczekiwania na bardzo pozytywny rozwój sytuacji w przyszłości, a możliwości dalszego znacznego wzrostu akcji są już znacznie ograniczone.

Z drugiej strony musimy podkreślić, że ogólna przecena światowych rynków akcji wynika głównie z przewartościowania akcji amerykańskich. W związku z tym są one znacznie niedoważone w naszej alokacji akcji globalnych w stosunku do benchmarków. Jeśli nasze oczekiwania się spełnią, w najbliższych miesiącach amerykańskie akcje będą osiągać znacznie gorsze wyniki niż reszta świata.

Uważamy jednak, że niektóre regiony rynków wschodzących nadal są wyceniane bardzo atrakcyjnie. Dotyczy to w szczególności regionu Europy Środkowej, który w ostatnich latach pozostawał w bardzo dużym stopniu w tyle za światowymi indeksami giełdowymi. Europa Środkowa pozostaje obecnie jednym z najtańszych regionów (P/E 12; P/S 1,3; EV/EBITDA 7,5). Największy potencjał wzrostu w średnim terminie widzimy w regionie Europy Środkowej, szczególnie w przypadku akcji słoweńskich, czeskich i niektórych polskich. Rynki lokalne charakteryzują się wysokimi stopami dywidendy (dotyczy tylko częściowo roku 2021) i stosunkowo niskim zadłużeniem. Natomiast tytuły bankowe cechuje wysoka kapitalizacja, dobra oczekiwana rentowność kapitałów własnych i marża odsetkowa.

Kolejnym regionem, który oceniamy pozytywnie, jest wschodząca Azja, z Chinami na czele. Wschodząca Azja jest obecnie motorem gospodarczym świata. Powinno to oczywiście mieć znaczący pozytywny wpływ na dynamikę rentowności lokalnych spółek giełdowych, a tym samym na wyniki akcji.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

www.conseq.pl