

# WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-1.77 %	USA (USD)	-0.52 %	USD/EUR	-1.40 %	Ropa Brent (USD)	1.52 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-2.79 %	Europa (EUR)	0.31 %	CZK/USD	2.19 %	Gaz (USD)	5.09 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-1.67 %	Czechy (CZK)	-0.88 %	CZK/EUR	0.76 %	Fotowoltaika (EUR)	-6.93 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-6.36 %	Polska (PLN)	0.15 %	PLN/EUR	1.60 %	Złoto (USD)	-1.19 %
Czechy – PX (CZK)	-1.45 %	Węgry (HUF)	2.52 %	HUF/EUR	-1.53 %	Srebro (USD)	-2.00 %
Polska – WIG30 (PLN)	-7.07 %	Turcja (TRY)*	-4.79 %	TRY/EUR	-2.10 %	Miedź (USD)	-4.53 %
Węgry – BUX (HUF)	4.49 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**Gospodarka rosła w drugim kwartale, ale wskaźniki wyprzedzające, szczególnie dla przedsiębiorstw, wskazywały na znaczną słabość gospodarczą w nadchodzących miesiącach. Pytanie brzmi, czy i w jakim stopniu można im ufać. Dynamika inflacji bazowej pozostaje wysoka.**

Według wstępnych informacji, **tempo wzrostu PKB kwartał do kwartału** wyniosło 0,3 % w II kwartale 2023 r., co oznacza, że gospodarka wzrosła o 0,6 % rok do roku. Dobrze poradziła sobie zwłaszcza Hiszpania, której gospodarka wzrosła o 0,4 % q/q (tj. w takim samym tempie jak w poprzednich trzech kwartałach), ale także Francja, która dodała 0,5 % q/q (a tym samym 0,9 % r/r) w II kwartale po identycznym wzroście o 0,1 % q/q w IV kwartale ubiegłego roku i w I kwartale tego roku. Niemiecka gospodarka znalazła się w stagnacji w II kwartale po dwóch poprzednich kwartałach lekkiego spadku, zaś gospodarka włoska skurczyła się o 0,3 % po mocnym pierwszym kwartale (+0,6 % q/q).

Struktura danych jest jak dotąd znana tylko dla Francji, gdzie wzrost był napędzany głównie przez wzrost eksportu o 2,6 %, wynikający z przyspieszenia eksportu sprzętu transportowego (+11,2 % q/q) dzięki ukończeniu budowy dużego statku oceanicznego. Pozostałe komponenty zagregowanego popytu były słabe: popyt krajowy spadł o 0,4 % q/q w 2Q23 po stagnacji w 1Q23, inwestycje brutto w środki trwałe o 0,1 % q/q w 2Q23.

Twarde dane opublikowane w sierpniu nadal dotyczyły drugiego kwartału, co oznacza, że ważniejsze były wskaźniki wyprzedzające opublikowane w sierpniu. A te były słabe, podobnie jak miesiąc wcześniej.

**Sprzedaż detaliczna w drugim kwartale ostatecznie wzrosła o 0,4 % q/q pomimo czerwcowego spadku (-0,2 % m/m).** Wśród głównych gospodarek największy wkład miały Niemcy (+1,9 % q/q) i Francja (+1,9 % q/q), z kolei negatywny wkład miały Włochy (-0,7 % q/q) i Hiszpania (-1,1 % q/q). W ujęciu rok do roku sprzedaż detaliczna spadła o 1,4 % na koniec drugiego kwartału, co jest doskonałym wynikiem, biorąc pod uwagę okoliczności (zwłaszcza inflację).

**Wynika to oczywiście z silnego rynku pracy. Stopa bezrobocia** była bliska historycznych minimów w pierwszej połowie 2023 r., wynosząc średnio 6,5 %. W czerwcu i lipcu **stopa bezrobocia spadła do najniższego w historii poziomu 6,4 %**. Wśród głównych krajów stopa bezrobocia jest nadal najniższa w Niemczech (utrzymując się na poziomie 2,9 % od kwietnia), a najwyższa w Hiszpanii (gdzie osiągnęła 11,6 % w lipcu). **Ku niezadowoleniu EBC, choć jest to całkiem zrozumiałe, biorąc pod uwagę stan rynku pracy, płace nadal rosną.** Indeks płac negocjowanych publikowany przez EBC wzrósł o 4,3 % rok do roku zarówno w pierwszym, jak i drugim kwartale, co stanowi jego najwyższy wzrost w historii. Nominalne koszty pracy wzrosły zatem o 5,3 % r/r w I kwartale (i 5,5 % w usługach), co oznacza spowolnienie w porównaniu z IV kwartałem 2022 r., ale tylko nieznaczne.

**Produkcja przemysłowa wzrosła o 1,7 % q/q w drugim kwartale** (po spadku o 2,2 % w pierwszym kwartale). Roczny wskaźnik osiągnął -1,3 % na koniec 2 kwartału. Spadek produkcji przemysłowej odnotowano w Niemczech i Hiszpanii w 2Q23, natomiast wzrosła ona we Francji i Włoszech. Jest zatem jasne, że nie można mówić o katastrofie w przemyśle, pomimo odczytu indeksu PMI. Co więcej, wskaźnik PMI nie był zbyt dobrym wyznacznikiem tego, co działo się w europejskim przemyśle w ostatnich miesiącach.

**Wskaźnik PMI** (Purchasing Managers' Index) w przemyśle spadł w drugim kwartale w porównaniu do pierwszego (w którym wyniósł średnio 48,2 punktu), a jego średnia wartość wyniosła 44,7 punktu. PMI również nie poprawił się na początku trzeciego kwartału: w lipcu indeks spadł do **najniższego od 38 miesięcy poziomu 42,7 punktu, a w sierpniu poprawił się tylko nieznacznie (do 43,7 punktu)**. Nowe zamówienia znacznie spadły: wyłączając pandemię, ich spadek jest najszybszy od października 2012 roku. Taka słabość powinna znaleźć odzwierciedlenie w twardej danych w nadchodzących miesiącach.

**Indeks IFO**, który odzwierciedla warunki w największej gospodarce strefy euro, również pogorszył się tego lata. Po inwazji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. oczekiwania mierzone tym indeksem załamały się i zaczęły spadać; następnie spadały przez większą część ubiegłego roku, aż w październiku osiągnęły najniższy w historii poziom 76,5 punktu. Zmiany te szły jednak w parze z bardzo stopniowym pogarszaniem się oceny bieżącej sytuacji: firmy były po prostu pesymistycznie nastawione do przyszłości, mimo że obecny kierunek rozwoju nie był taki zły.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

Od listopada ubiegłego roku indeks zaczął się stale poprawiać w komponencie oczekiwań, osiągając 92,2 punktu w kwietniu, tj. tylko 6 punktów poniżej wartości sprzed inwazji z lutego 2022 roku. Od maja br. obserwujemy jednak powrót do pesymizmu - z 91,9 pkt w kwietniu, subindeks oczekiwań systematycznie spadał do 82,6 pkt w sierpniu, najniższego poziomu od listopada 2022 r. Jednak w przeciwieństwie do ubiegłego roku, ocena bieżącej sytuacji w ostatnich miesiącach podąża za trendem subindeksu oczekiwań: **w sierpniu wskaźnik oceniający bieżącą sytuację osiągnął najniższą wartość (89 pkt) od sierpnia 2020 r.**

**Pogorszenie wskaźnika PMI nastąpiło również w sektorze usług.** Po odczycie na poziomie 56,2 punktu w kwietniu tego roku, wskaźnik PMI dla usług osiągnął najwyższy poziom od kwietnia 2022 r., ale **w kolejnych miesiącach tylko spadał. W sierpniu**, według wstępnych danych, spadł poniżej 50 punktów po raz pierwszy od grudnia ubiegłego roku: sierpniowy odczyt na poziomie 48,3 punktu jest najniższy od 2,5 roku. W sektorze usług zamówienia spadły drugi miesiąc z rzędu, w najszybszym tempie od maja 2013 r. (z wyłączeniem okresu pandemii).

Słabość sygnalizowana przez przedsiębiorstwa została w końcu odzwierciedlona w zaufaniu gospodarstw domowych, choć na razie tylko kosmetycznie (dzięki silnemu rynkowi pracy i wzrostowi płac). Od września ubiegłego roku zaufanie gospodarstw domowych poprawiało się praktycznie bez przerwy. Od najniższego poziomu w historii osiągniętego we wrześniu 2022 r. (-28,7 pkt), wskaźnik ten stale rósł do **-15,1 pkt w lipcu**. Chociaż poziom ten był nadal rekordowo niski (średnia długoterminowa wynosi -10 punktów), to był już powyżej poziomów obserwowanych podczas kryzysu finansowego z lat 2008-9 lub kryzysu zadłużenia z lat 2011-13 (kiedy zaufanie gospodarstw domowych wynosiło około -20 do -22 punktów) i tylko około 5 punktów poniżej poziomu sprzed inwazji z lutego 2022 roku. **W sierpniu** nastąpił jednak **spadek**, co prawda niewielki: **zaufanie gospodarstw domowych spadło do -16 punktów**. Biorąc pod uwagę to, co wskazuje PMI, spodziewamy się, że ten indeks (który patrzy wstecz, a nie w przyszłość) również pogorszy się w nadchodzących miesiącach.

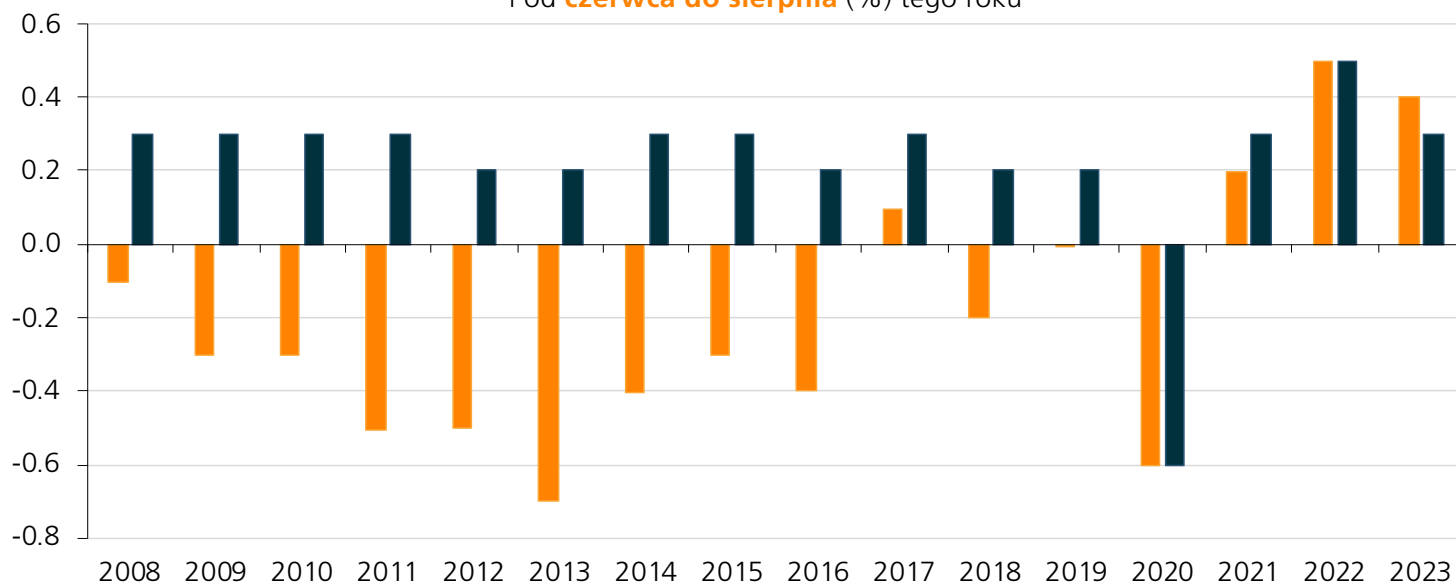
**Inflacja osiągnęła wprawdzie w sierpniu swoje typowe sierpniowe tempo, ale przez ostatnie trzy miesiące utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie.** Inflacja bazowa osiągnęła w sierpniu typowy poziom 0,3 % m/m, natomiast w okresie czerwiec-sierpień wzrosła o 0,4 %. Jest to niezwykle wysoka wartość, ponieważ w ciągu tych trzech letnich miesięcy inflacja bazowa zwykle spadała o około 0,3 % do 0,4 % w okresie, gdy EBC nie miał problemu z osiągnięciem celu inflacyjnego. Roczna stopa inflacji zasadniczej i bazowej wyniosła w sierpniu 5,3 %.

**EBC nie zebrał się w sierpniu, w lipcu podniósł stopy o kolejne 0,25 p.p. do najwyższego poziomu od 2001 r.** (tj. stopa depozytowa na poziomie 3,75 %). Lagarde złożyła również «obietnicę», że EBC będzie nadal monitorował dane i podejmował decyzje na ich podstawie. Konferencja prasowa po posiedzeniu była bardziej gołębia niż poprzednie spotkania, na których EBC wielokrotnie utrzymywał, że stopy procentowe mogą iść tylko w jednym kierunku: w górę. Z kolei na lipcowym posiedzeniu Lagarde powiedziała, że stopy mogą wzrosnąć na wrześniowym posiedzeniu lub pozostać bez zmian.

Decyzja o przyszłym kierunku stóp nie będzie łatwa, gdyż sygnały są mieszane. Co prawda wskaźnik PMI sugeruje, że gospodarka już spowalnia, ale nie widzimy jeszcze nic takiego w przypadku inflacji, a co więcej, wskaźnik PMI nie odzwierciedlał zbyt wiele twardych liczb w rzeczywistości w ciągu ostatniego roku. Z drugiej jednak strony nastąpił pierwszy w historii strefy euro spadek agregatu pieniężnego M2. Nastąpił jednak również wzrost do 13-letniego [maksimum długoterminowych oczekiwań inflacyjnych](#). Nie, EBC nie będzie miał łatwo.

## Inflacja bazowa w strefie euro pozostaje wciąż wysoka

Inflacja bazowa HICP w strefie euro w **sierpniu** (% m/m)  
i od **czerwca do sierpnia** (%) tego roku



Źródło: ECB (dostępne TUTAJ)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Gospodarka wciąż rośnie, rynek pracy się ochładza, ale na razie powoli. FED pozostawia otwarte drzwi do dalszych podwyżek stóp procentowych.**

**Wzrost w amerykańskiej gospodarce ponownie utrzymał się na dodatnim poziomie w drugim kwartale**, a annualizowana stopa wzrostu wyniosła **2,1 %** według drugiego szacunku. Był on o 0,3 p.p. niższy niż w pierwszym szacunku, ale wynikało to jedynie z mniejszego wkładu inwestycji. Ponownie, jak w pierwszym kwartale, struktura wzrostu była zdominowana przez wkład popytu gospodarstw domowych (po 2,8 p.p. w 1Q23, popyt wniósł 1,1 p.p. w 2Q23), a następnie wkład inwestycji (0,7 p.p.). Po znacznym spadku zapasów prywatnych w 1Q23 (wkład -2,1 p.p.), ich wkład był ponownie ujemny w 2Q23, choć tylko nieznacznie (-0,1 p.p.). Tak więc, opublikowane dane o wzroście PKB w USA w drugim kwartale potwierdzają obraz wciąż silnej gospodarki amerykańskiej, pomimo podwyżek stóp procentowych przez FED.

Miesięczne dane opublikowane w sierpniu 2023 r. były mieszane.

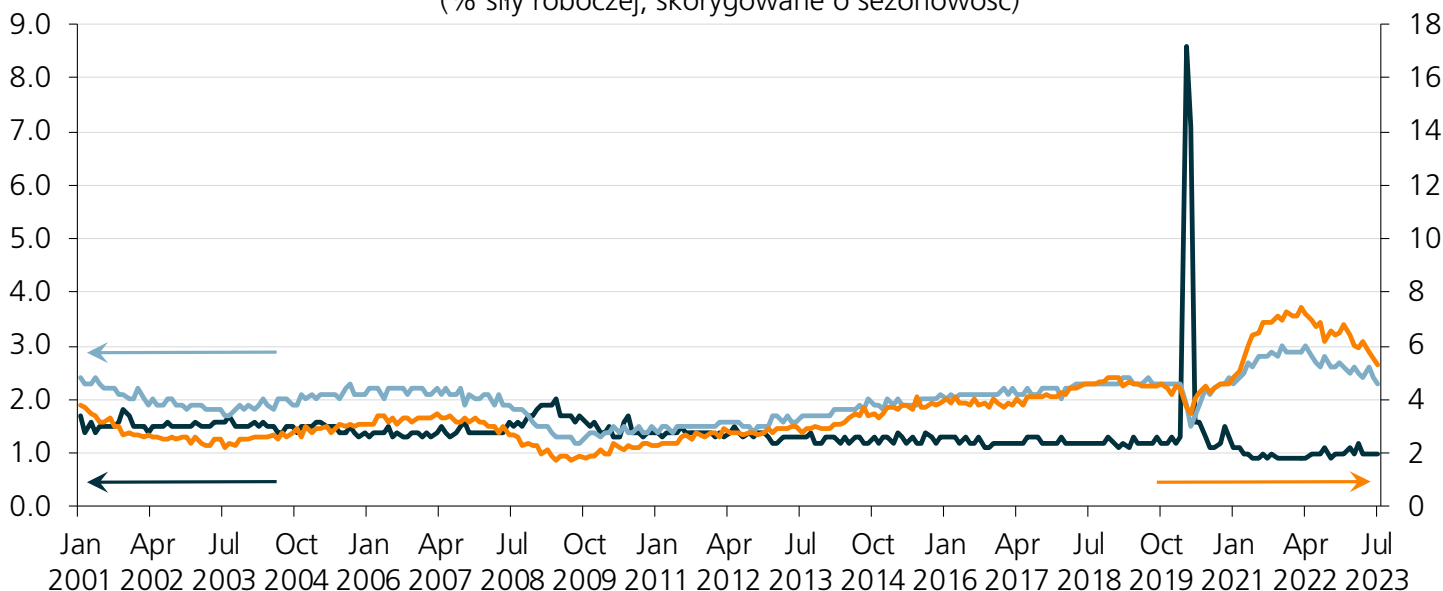
**Realna sprzedaż detaliczna**, po wzroście w pierwszym kwartale, utrzymała dodatnie tempo wzrostu w drugim kwartale i na początku trzeciego kwartału. Tym samym wzrosła ona o 0,7 % q/q w II kwartale i **o 0,6 % m/m w samym lipcu**

Utrzymująca się siła rynku pracy, który wciąż jest najsilniejszy od 50 lat, choć w danych widać już pierwsze oznaki ochłodzenia, jest odpowiedzialna za fakt, że sprzedaż jest tylko o 0,1 % niższa rok do roku. **W lipcu stopa bezrobocia** ponownie spadła do **3,5 %** (podobnie jak rok temu, w lipcu 2022 r.), czyli tylko o 0,1 p.p. więcej niż w kwietniu, kiedy to osiągnęła najniższy poziom od 50 lat. Tak niska stopa bezrobocia utrzymuje się nawet w sytuacji, gdy współczynnik aktywności zawodowej osiągnął szczyt po pandemii Covid-19 (62,6 %) od marca (z wyłączeniem lipca). Inne monitorowane stopy bezrobocia są również bardzo niskie – **Wskaźnik U6** (który obejmuje nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, ponieważ nie mają nadziei na jej znalezienie) wyniósł w lipcu 6,7 % (+0,1 pp w porównaniu z kwietniem). Tempo tworzenia nowych miejsc pracy również utrzymywało się na stosunkowo wysokim poziomie - **w ciągu 3 miesięcy poprzedzających czerwiec** gospodarka tworzyła średnio **185 tys. miejsc pracy miesięcznie**. Chociaż jest to znacznie poniżej zarówno średniej z drugiej połowy ubiegłego roku (317 000 miesięcznie), jak i średniej z pierwszego kwartału tego roku (234 000), jest to również zgodne ze standardowymi liczbami w fazie ekspansji w czasach przed pandemią: średnia w latach 2011–2019 wynosiła 190 000 miesięcznie. Według sondażu JOLTS, **wskaźnik wolnych miejsc pracy spadł** jeszcze bardziej w lipcu, osiągając (wyrównany sezonowo) poziom 5,5 %. Chociaż jest to zauważalnie niższy poziom niż lokalne maksimum po pandemii (7,4 % w marcu 2022 r.), to jest on o 2 p.p. wyższy od 20-letniej średniej sprzed pandemii. Wskaźnik dobrowolnych odejść z pracy również uległ spowolnieniu (ale nadal utrzymuje się powyżej średniej historycznej), natomiast wskaźnik wymuszonych odejść z pracy pozostał niezmienny (i jest o jedną trzecią niższy od średniej historycznej). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** pozostaje niska: ze średnio 255 tys. w czerwcu i 228 tys. w lipcu, osiągnęła 238 tys. w sierpniu. Z historycznego punktu widzenia jest to bardzo dalekie od typowych poziomów recesyjnych (> 450 tys.).

Wzrost płac pozostaje relatywnie szybki, choć i tutaj spowalnia. Według danych [Atlanta FED](#) (na podstawie Current Population Survey, czyli CPS), wzrost płac w **lipcu 2023 r. wyniósł 5,7 % r/r** (wobec 6,7 % w czerwcu 2022 r.), zgodnie z danymi z Current Employment Statistics (CES) w okresie trzech miesięcy do lipca kwartalna stopa wzrostu wyniosła 1,1 % (lub 2,1 % w ujęciu półrocznym), co oznacza, że kwartalne tempo jest takie samo jak w III czy IV kwartale 2022 r. Tempo rok do roku, według CES, wyniosło zatem 4,2 %.

## Rynek pracy zwalnia, choć na razie tylko nieznacznie

Wskaźnik **wymuszonych** i **dobrowolnych** odejść z pracy i liczba **wolnych miejsc pracy** w USA, (‰ siły roboczej, skorygowane o sezonowość)



Źródło: bls.gov (dostępne TUTAJ)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Zamówienia na dobra trwałe** spadły w lipcu o 5,2 % m/m, ale było to oczekiwane po prawie 8 % wzroście w 2Q23 dla tej niestabilnej kategorii, która obejmuje również samoloty i broń. Zamówienia z wyłączeniem tych niestabilnych kategorii są lepszym wskaźnikiem: rosły one w tempie 0,8 % kwartał do kwartału w 2Q23, a na początku trzeciego kwartału zamówienia te wzrosły o 0,1 % m/m. W ujęciu rok do roku zamówienia te są zatem o niecały punkt procentowy wyższe. **Realna produkcja przemysłowa ostatecznie wypadła słabo w drugim kwartale:** po wzroście o 1,2 % w pierwszym kwartale, straciła 0,4 % w drugim. W lipcu wzrost wyniósł prawie jeden procent w ujęciu miesiąc do miesiąca, a zatem był tylko nieznacznie (0,2 %) niższy w ujęciu rok do roku.

**Inflacja bazowa PCE spadła w czerwcu do 0,2 % m/m**, co jest najniższym odczytem w tym roku. Po osiągnięciu 0,5 % m/m w styczniu i minimalnej zmienności na poziomie 0,33 % średniej miesięcznej wartości w kolejnych 4 miesiącach, w pierwszej połowie roku dodała ponad 2 %. Dobrą wiadomością jest to, że **inflacja cen usług rynkowych** spowolniła jeszcze bardziej w ostatnich miesiącach, osiągając 0,8 % w ostatnim kwartale (w pierwszej połowie roku wynosiła jeszcze 1,3 %). Czy jest to trwała dezinflacja, czy nie, jest zbyt wcześnie, aby powiedzieć: napięty rynek pracy i gigantyczny deficyt budżetowy sugerują, że nie.

Amerykańska Rezerwa Federalna nie obradowała w sierpniu. Podniosła ona stopy procentowe w lipcu, po wcześniejszej krótkiej przerwie w czerwcu, do najwyższego poziomu od 22 lat (w przedziale 5,25 %–5,5 %). W protokole po posiedzeniu FED stwierdził, że inflacja pozostaje „podwyższona”, tworzenie miejsc pracy było „solidne” w ostatnich miesiącach, a aktywność gospodarcza nadal „rozwija się w umiarkowanym tempie”. Na kolejnym posiedzeniu FED zapowiedział, że będzie uważnie monitorował i oceniał dane, a następnie na ich podstawie podejmie decyzję. Prezes FED z Bostonu Susan Collins w sierpniu powiedziała, że stopy procentowe mogą jeszcze wzrosnąć. Prezes Fed, Jay Powell, pozostawił uchylone drzwi do dalszych podwyżek stóp procentowych na regularnym posiedzeniu w Jackson Hole, mówiąc w dość jastrzębim przesłaniu na tej konferencji, że inflacja jest „nadal zbyt wysoka” i że jest przygotowany do „dalszego podnoszenia stóp i utrzymywania restrykcyjnej polityki tak długo, jak to konieczne, aby upewnić się, że inflacja będzie stale zbliżać się do celu inflacyjnego”.

## CEE3

## POLSKA

**Inflacja dalej spowalnia, ale rynek pracy pozostaje bardzo napięty, a wzrost płac jest dwucyfrowy.**

**Polska gospodarka skurczyła się w II kwartale o 2,2 % kwartał do kwartału, po korekcie sezonowej.** Stopa spadku rok do roku wyniosła 0,6 %. W ujęciu kwartalnym wzrósł zarówno popyt gospodarstw domowych (+0,6 % q/q), jak i inwestycje stałe (+2 % q/q), natomiast zapasy spadły (podobnie jak w poprzednim kwartale). Może to być korzystne w przyszłości, ponieważ popyt gospodarstw domowych wzrósł drugi kwartał z rzędu, a inwestycje stałe systematycznie rosną. Rzeczywiście, jeśli popyt jest zaspokajany z zapasów, zapasy te będą musiały zostać w pewnym momencie uzupełnione.

Miesięczne dane opublikowane w sierpniu były mieszane.

**Produkcja przemysłowa spadła o 1 % miesiąc do miesiąca na początku trzeciego kwartału i była niższa o 2 % rok do roku.** Największy wpływ na spadek rok do roku miała produkcja dóbr trwałych dla gospodarstw domowych (–12,4 %) i energii (–10,5 %), natomiast produkcja dóbr kapitałowych wzrosła (+10,2 %). Indeks PMI jakościowo odpowiadał tym trendom – po tym jak w drugim kwartale jego średnia wartość wyniosła 46,2 punktu, na początku trzeciego kwartału jego wartość uległa dalszemu pogorszeniu, a ogólny wskaźnik spadł do 43,5 punktu (tj. najniższego poziomu od listopada ubiegłego roku) ze względu na największy od listopada spadek liczby nowych zamówień i najbardziej znaczący od roku spadek wolumenu produkcji w toku. W związku z powyższym, w lipcu można było spodziewać się nawet ponad dwuprocentowego spadku produkcji rok do roku. Być może zobaczymy to w sierpniu, ponieważ w sierpniu indeks PMI spadł jeszcze bardziej za sprawą wszystkich komponentów, a zwłaszcza komponentu nowych zamówień (który spadł najbardziej od października 2022 r.), do najniższego poziomu (43,1 pkt.) od października ubiegłego roku.

**Realna sprzedaż detaliczna wzrosła na początku trzeciego kwartału o 1,3 % m/m.** Jest to kolejna dobra wiadomość po wzroście o 0,6 % m/m w drugim kwartale. **Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska, a jej średnia wartość w drugim kwartale (5 %) jest równa historycznemu minimum z października 2019 r. (5 %). Choć na początku trzeciego kwartału nieznacznie wzrosła, jej skorygowana względem sezonu wartość w lipcu (5,1 %) pozostaje jedną z najniższych w historii. Z pewnością nie jest zaskoczeniem, że płace nadal rosną – **nominalny wzrost płac** osiągnął w lipcu ponad 10 % r/r.

Dynamika inflacji znacząco spowolniła. **Inflacja bazowa w lipcu** wzrosła o 0,2 % m/m po wzroście o 0,4 % w maju i 0,3 % m/m w czerwcu, co oznacza skumulowany wzrost o 1 % w ciągu ostatnich trzech miesięcy. Według wstępnych danych, **inflacja zasadnicza pozostała w sierpniu w stagnacji**, głównie dzięki spadkowi cen żywności o ponad 1 % m/m (inflacja bazowa zostanie opublikowana później, wraz z ostatecznymi danymi o inflacji). Stopa r/r w sierpniu wyniosła wstępnie 10,1 %.

**Rada Polityki Pieniężnej nie zebrała się w sierpniu. W lipcu pozostawiono kluczową stopę referencyjną na niezmiennym poziomie 6,75 %.** Nie było to zaskakujące; oświadczenia przed spotkaniem wyraźnie to sygnalizowały. Nowa prognoza również nie uległa znaczącym zmianom. W porównaniu z poprzednią prognozą, oczekiwana inflacja była taka sama w 2023 i 2025 r., a w 2024 r. nieco niższa. Natomiast wzrost w kolejnych latach został przesunięty w górę. Szacuje się, że inflacja bazowa w 2024 r. znajdzie się w przedziale 3,7 %–6,8 %.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## ROPA

Ropa naftowa rosła nieprzerwanie przez cały lipiec, wzrastając z 70 USD za baryłkę pod koniec czerwca aż o 10 dolarów pod koniec lipca. Wynikało to głównie z utrzymującego się stosunkowo silnego wzrostu gospodarczego i rosnącego przekonania rynku, że gospodarka USA uniknie recesji. Wszystko to działo się w kontekście oczekiwań dotyczących uzupełnienia rezerw strategicznych w USA i napiętej sytuacji na fizycznym rynku ropy naftowej. W sierpniu na krótko zbliżyła się do granicy 70 USD, ale ze względu na decyzję Arabii Saudyjskiej o przedłużeniu okresu zmniejszonej produkcji (o milion baryłek) co najmniej do końca września oraz porozumienie zawarte pod koniec miesiąca między OPEC a Rosją w sprawie ograniczenia produkcji, osiągnęła poziom 85 USD za baryłkę.

## RYNKI AKCJI

W sierpniu nastąpił wzrost zmienności na rynkach akcji, odzwierciedlający podwyższone ryzyko związane z chińskim rynkiem nieruchomości, słabszymi danymi gospodarczymi publikowanymi w tym kraju oraz wysokimi stopami procentowymi. W związku z tym, przy rosnących wymaganych rentownościach amerykańskich i europejskich obligacji skarbowych, rynki akcji doświadczyły niewielkiej korekty w warunkach niższej wakacyjnej płynności. Globalny indeks MSCI All Country World spadł o 2,8 %, głównie za sprawą rynków wschodzących (indeks MSCI EM -6,1 %). Dane makroekonomiczne z USA okazały się słabsze, ale nie podważyły oczekiwań co do łagodnego lądowania amerykańskiej gospodarki. Wrzask z obniżeniem przez agencję Fitch ratingu kredytowego Stanów Zjednoczonych z AAA do AA+ i ostrożną retoryką przewodniczącego Powella w Jack Hole dotyczącą dalszej trajektorii podstawowych stóp procentowych, akcje zbliżyły się do przyzwoitych zysków w tym roku. Amerykański indeks S&P 500 spadł w sierpniu o 1,6 %. Europejskie akcje również zakończyły notowania na minusie (MSCI Europe ex UK -2,2 %). Banki były jednym z głównych czynników, które przyczyniły się do ujemnych wyników, po tym jak włoski rząd ogłosił nałożenie podatku sektorowego na banki (0,1 % od aktywów). Posunięcie to nie musi stanowić lokalnego precedensu.

Sierpień był również słabszym miesiącem dla regionu Europy Środkowej. W szczególności spadły najbardziej płynne akcje na polskim rynku, takie jak spółki z grupy PKN Orlen, banki PKO i PEKAO SA, spółki z sektora konsumenckiego Dino Polska, CCC i LPP. Głównym powodem było spowolnienie gospodarcze i globalna niepewność. Pozytywne zyski odnotowała firma ubezpieczeniowa PZU, korzystająca z wyższych stóp procentowych, oraz spółka energetyczna Tauron, która ma uzyskać zgodę na pozytywny wykup brudnych aktywów przez Skarb Państwa. W regionie dobrze radziła sobie spółka energetyczna OMV, której akcje pozytywnie zareagowały na wzrost cen gazu. Chociaż europejskie magazyny gazu są już „pełne” przed 1 listopada, strajk w trzech rafineriach skroplonego gazu ziemnego (LNG) w Australii spowodował wzrost cen gazu w Europie o 23 % miesiąc do miesiąca.

Akcje z rynków wschodzących radziły sobie gorzej niż akcje z innych regionów, a indeks MSCI Emerging Markets USD spadł o niecałe 6,4 %. Wszystkie główne rynki azjatyckie odnotowały straty. Tradycyjnie najważniejszym czynnikiem były

## INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCJI

Chiny - gospodarka nie radzi sobie najlepiej, problemy w sektorze nieruchomości (i produkcyjnym) nie ustają, a inwestorzy obawiają się także braku wsparcia ze strony rządu. Niemniej jednak władze przygotowują jakąś formę pomocy, o czym przekonamy się w nadchodzących miesiącach. Akcje w Hongkongu spadły o 8,5 %, natomiast w Chinach (indeks CSI 300) spadły o 6,2 %. Akcje koreańskie, indyjskie i tajwańskie odpisały około 3 %. Odwrot inwestorów od ryzyka był również widoczny na rynkach Ameryki Łacińskiej, gdzie akcje brazylijskie straciły ponad 5 %, pomimo zatwierdzenia przez Kongres nowych zasad budżetowych i obniżenia stóp procentowych przez bank centralny.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku sytuacja na rynkach obligacji skarbowych w sierpniu nie wyróżniała się niczym szczególnym, a ruchy były niewielkie. Na krótkim końcu rentowności w strefie euro i USA nieznacznie spadły - dwuletnie rentowności w Niemczech o około 9 pb poniżej 3 %, w USA o mniej niż 5 pb do 4,85 %. Na długim końcu, sytuacja w strefie euro różniła się od sytuacji w USA, ale w obu przypadkach zmiany były nieznaczne: o ile 10-letnie rentowności w USA wzrosły w sierpniu o około 9 punktów bazowych do 4,1 %, o tyle rentowności w Niemczech spadły o taką samą wartość (do 2,45 %).

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Na rynku obligacji korporacyjnych sytuacja w sierpniu była dość spokojna. Pod koniec sierpnia tak zwany indeks całkowitej stopy zwrotu („total return index”, TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym i inwestycyjnym denominowanych w euro nieznacznie wzrósł (odpowiednio o 0,5 % i 0,4 %) w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca. W przypadku instrumentów dolarowych zmiany były bardziej rozbieżne: instrumenty o ratingu inwestycyjnym spadły w sierpniu o 1,2 %, podczas gdy instrumenty o ratingu spekulacyjnym wzrosły o 0,2 %. Spreads kredytowe, po znacznym spadku w 4Q22 (o prawie 70 % dla instrumentów o ratingu spekulacyjnym i 40 % dla instrumentów o ratingu inwestycyjnym) oraz w 1H23 (odpowiednio o 16 % i 19 %), nadal spadały w pierwszych dwóch miesiącach drugiej połowy roku, chociaż spadek ten był jedynie umiarkowany ze względu na sierpniowe wzrosty: premie od obligacji o ratingu spekulacyjnym były na koniec sierpnia o 1 % niższe w porównaniu z końcem pierwszego półrocza, a w przypadku instrumentów o ratingu inwestycyjnym - o 4,4 % niższe.

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

**Czeska krzywa dochodowości nieznacznie zwiększyła swoje nachylenie w sierpniu.** Na krótkim końcu rentowności pozostały praktycznie niezmienione na poziomie nieco powyżej 5,6 % dla dwuletniego terminu zapadalności i wzrosły o około 20 punktów bazowych do 4,45 % dla dziesięcioletniego terminu zapadalności. Obrót był typowo wakacyjny.

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

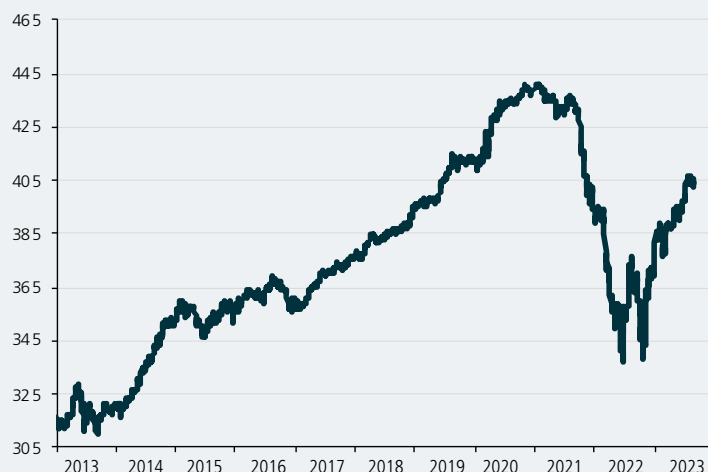
**Podobne trendy jak w Czechach odnotowano również w Polsce w sierpniu:** dwuletnie rentowności spadły o 5 punktów bazowych do 5,35 %, ale siedmio- i dziesięcioletnie rentowności wzrosły o około 15 punktów bazowych do odpowiednio 5,4 % i 5,6 %. Obrót charakteryzował się również niższą letnią płynnością.

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ceny ukraińskich obligacji skarbowych (zwłaszcza w USD) powoli rosły w ostatnich miesiącach. W sierpniu nastąpiła pewna korekta, ale stale potwierdza się, że dostosowanie lokalnej gospodarki, stopniowe łagodzenie ograniczeń monetarnych i warunków polityki pieniężnej (obniżka stóp o 300 punktów bazowych w odpowiedzi na spadającą inflację), wraz ze wzrostem rezerw walutowych banku centralnego, powoli postępującą udaną ofensywą i trwałym wsparciem zagranicznym, dają przestrzeń do wzrostu cen obligacji skarbowych.

## WALUTY

**Kurs dolara wobec euro** nieznacznie umocnił się w sierpniu, przesuwał się z początkowego poziomu 1,10 pod koniec miesiąca do 1,08. Do tego ruchu w największym stopniu przyczyniło się uświadomienie sobie przez rynki, że FED nie będzie spieszył się z cięciem stóp procentowych, jak początkowo przewidywało wielu inwestorów.

**Waluty środkowoeuropejskie nie wykazywały większych ruchów w sierpniu. Polski złoty** osłabił się nieznacznie z 4,40 do 4,45 w sierpniu, ale obrót był stopniowy i powolny. **Węgierski forint** umocnił się nieznacznie z 390 do 382 forintów za euro. **Korona czeska** przez większą część miesiąca notowana była bezkierunkowo w bardzo wąskim przedziale 24–24,10.

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Polskie obligacje są skłonne do dalszego wzrostu rentowności. Dynamika inflacji jest słaba i bardziej przypomina Węgry niż Czechy. Wzrost płac jest również podobny do Węgier - i całkowicie oderwany od wzrostu wydajności pracy. Złoty pozostaje stosunkowo słaby pomimo tegorocznej aprecjacji. Dlatego też, naszym zdaniem, problem inflacji w Polsce będzie jeszcze bardziej długotrwały niż w Czechach, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w przesunięciu dłuższych rentowności na wyższe poziomy.

## RYNEK OBLIGACJI - UKRAINA

Ataki raketowe są kontynuowane na terytorium całej Ukrainy, nie tylko na infrastrukturę strategiczną, ale także cywilną. Pomoc finansowa i ogólne wsparcie Zachodu jeszcze nie ustały. W 2022 r. kwota ta wyniosła około 30 mld USD. Na ten rok zaplanowano pomoc zagraniczną w wysokości około 42 mld USD i zatwierdzono nowy program MFW. Ożywienie gospodarcze będzie jednak kwestią wielu lat, a raczej dziesięcioleci. Chociaż stopniowo wdrażana kontrofensywa ukraińskiej armii przebiega w wolniejszym tempie niż stosunkowo optymistyczne oczekiwania, pojawiają się pierwsze sukcesy i przełamywanie rosyjskich linii obronnych. Niemniej jednak Fitch Ratings spodziewa się kontynuacji konfliktu do 2024 r. i pomimo dobrze rozwiniętych fundamentów gospodarczych, przewiduje przedłużenie obecnych środków restrukturyzacyjnych dla ukraińskiego długu państwowego.

## WALUTY

Jeśli chodzi o **kurs euro do dolara**, uważamy, że w tym roku euro nie umocni się znacznie powyżej 1,10. Spodziewamy się nieco większego zacieśnienia polityki przez EBC niż Fed, ale bezwzględne różnice są obecnie niewielkie. W drugiej połowie roku spodziewamy się wahań bez istotnego kierunku w przedziale 1,05 - 1,10.

**Zasadniczo korona czeska nadal jest gotowa na deprecjację** - dysharmonia w relacjach wewnętrznych i zewnętrznych, rosnące stopy za granicą, które mogą być kontynuowane (zwłaszcza w EBC). Oczekujemy, że stopniowe zmniejszanie się różnicy stóp procentowych między CNB z jednej strony a FED i EBC z drugiej strony będzie miało negatywny wpływ na koronę. Spodziewamy się jednak również, że CNB będzie chciał zapobiec bardziej znaczącej deprecjacji. Naszym zdaniem korona osłabi się w tym roku do poziomów między 24,50 a 25 CZK za euro.

**Polski złoty** znajduje się w podobnej sytuacji makroekonomicznej jak korona czeska, z wyjątkiem nieco mniejszego deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, ale z drugiej strony bez bardziej aktywnej obrony ze strony banku centralnego. Spodziewamy się więc raczej osłabienia i powrotu złotego powyżej 4,70 w drugiej połowie roku.

**Węgierski forint** znajduje się pod presją podwójnego deficytu (na rachunku obrotów bieżących i finansów publicznych), niezwykle wysokiej inflacji. Stopniowe i naszym zdaniem przedwczesne łagodzenie polityki pieniężnej na Węgrzech w ostatnich miesiącach powinno znaleźć odzwierciedlenie w osłabieniu forinta w drugiej połowie roku.

## RYNEK AKCJI

Obecnie mamy nieco negatywny pogląd na rynki akcji w perspektywie krótkoterminowej, spodziewając się zwiększonej zmienności w drugiej połowie roku z powodu realizacji zysków i rosnących rentowności obligacji. Ryzyka związane z wciąż wysoką inflacją, niższą siłą nabywczą gospodarstw domowych, słabszą sytuacją gospodarczą niektórych przedsiębiorstw, wysokimi stopami procentowymi, wzrostem płac, geopolityką itp. pozostają wysokie. Z czasem jednak podmioty gospodarcze dostosują się do wyższych stóp procentowych, a wiele z wyżej wymienionych ryzyk będzie powoli wycenianych w wartościach akcji.

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

Większość firm przestawiła się już na wysokie stopy procentowe, a dzięki zyskom były one w stanie zmniejszyć zadłużenie, kontrolując w ten sposób koszty odsetkowe. Marże zysku są zatem nadal wysokie, w czym pomaga silny rynek pracy i ciągły wzrost płac. W ujęciu wartościowym, rynki akcji notowane są na różnych poziomach, a każdy region odzwierciedla określoną premię za ryzyko. W związku z tym mamy różne oczekiwania dotyczące wyników dla różnych rynków akcji.

Europejskie akcje są tańsze pod względem wartości niż akcje amerykańskie, gdzie Europa może skorzystać na wycofaniu produkcji z bardziej ryzykownych regionów w pewnych warunkach, a jednocześnie w wielu sektorach potrzebne będą nowe inwestycje. Ponadto obecnie dokonywane są znaczne redukcje kosztów w obszarze towarów i energii. Będzie to również korzystne dla regionu Europy Środkowej, który jest nadal tanim regionem pod względem kosztów produkcji. Region Europy Środkowo-Wschodniej doświadczył już wstępnego szoku związanego z rosnącymi stopami procentowymi, na czym skorzystają bogate kapitałowo banki. Amerykańskie akcje korzystają obecnie z boomu związanego ze sztuczną inteligencją (AI) i związanymi z nią firmami, takimi jak Nvidia, Microsoft, Google. Jednak naszym zdaniem obecny wzrost cen akcji jest przesadzony i w nadchodzących miesiącach nastąpi pewna korekta. Naszym zdaniem pozostałe sektory są bardziej atrakcyjnie wyceniane, ponieważ w większości przypadków nie przyczyniły się do wzrostu indeksów giełdowych od początku roku, a jednocześnie są notowane na interesujących poziomach. Z tego powodu wierzymy w ważne wartości tańsze akcje notowane w Europie i na rynkach wschodzących. Azja, napędzana przez gospodarkę chińską, doświadczy ożywienia gospodarczego po trwających blokadach covidowych. Chiński konsument nie otrzymał tak silnej rekompensaty 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 w Chinach jest wciąż wyższy niż w gospodarkach zaawansowanych.

Przy ogólnie wyższych stopach procentowych spodziewamy się zwiększonej zmienności na rynkach akcji, którą lepiej wykorzystają zarządzający funduszami aktywnymi niż zorientowane na indeksy strategie pasywne. Era zerowych stóp procentowych i taniego pieniądza już minęła. Strategie inwestycyjne muszą się do tego dostosować.

**Ważna informacja:**

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Dokumentem zawierającym kluczowe informacje 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 oraz Dokumenty zawierające kluczowe informacje, 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](mailto:fundusze@conseq.pl)

+48 22 208 99 49

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