

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE

USA – S&P 500 (USD)	3.58 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	0.61 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	4.88 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-2.52 %
Czechy – PX (CZK)	1.03 %
Polska – WIG30 (PLN)	6.19 %
Węgry – BUX (HUF)	2.28 %

**INDEKSY OBLIGACYJNE
Bloomberg Effas**

USA (USD)	-3.11 %
Europa (EUR)	-2.36 %
Czechy (CZK)	-4.02 %
Polska (PLN)	-4.57 %
Węgry (HUF)	-3.87 %
Turcja (TRY)*	0.14 %

* BofA Merrill Lynch index

**WALUTY
(spadek=wzmocnienie)**

USD/EUR	-1.35 %
CZK/USD	-1.68 %
CZK/EUR	-2.98 %
PLN/EUR	-1.13 %
HUF/EUR	-1.04 %
TRY/EUR	4.37 %

SUROWCE

Ropa Brent (USD)	6.85 %
Gaz (USD)	28.17 %
Fotowoltaika (EUR)	22.03 %
Złoto (USD)	2.55 %
Srebro (USD)	3.17 %
Miedź (USD)	4.57 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA
UGW

Chociaż inflacja przyspiesza, osiągając czterdziestoletni szczyt na przykład w Niemczech, i chociaż wydaje się, że EBC wreszcie dostrzega problem inflacji, na razie nie robi nic konkretnego, by ją okiełznać.

Dane o PKB za I kwartał nie zostały jeszcze opublikowane. Jednak w ostatnim kwartale ubiegłego roku gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW) nadal się rozwijała. Gospodarka niemiecka ucierpiała z powodu ujemnego wzrostu (-0,3 % q/q), ale dzięki wzrostowi w Hiszpanii (zrewidowanemu w marcu z 2 % do 2,2 % q/q), Francji (+0,7 % q/q) czy Włoszech (+0,6 % q/q), tempo wzrostu całej strefy euro wyniosło **+0,3 % q/q** w IV kwartale i tym samym +4,6 % r/r. w strukturze wzrostu kwartał do kwartału w IV kwartale dominowały inwestycje trwałe (+0,75 pkt proc.) i zapasy (+0,29 pkt proc.), natomiast popyt gospodarstw domowych (-0,3 pkt proc.) i eksport netto (-0,58 pkt proc.) były ujemne. w całym ubiegłym roku gospodarka strefy euro odnotowała wzrost 5,2 %.

Twarde dane opublikowane w krajach EMU w marcu 2022 r. były raczej słabsze, ale rynek pracy uległ dalszej poprawie. Wskaźniki wyprzedzające pogorszyły się w związku z inwazją Rosji na Ukrainę, niektóre dość znacznie.

Sprzedaż detaliczna. Po silnym spadku w grudniu (ostatecznie o 2,7 % m/m), rosła **w styczniu 2022 r.**, ale tylko w minimalnym tempie (+0,2 % m/m), jednak jej **roczne tempo** osiągnęło prawie **8 %** dzięki efektowi bazy (w styczniu 2021 r. sprzedaż spadła o 5 % m/m). Przyczyną, przynajmniej częściowo, spadku skumulowanej sprzedaży w grudniu i styczniu, pomimo silnych fundamentów (patrz poniżej), był z pewnością gwałtowny wzrost cen konsumpcyjnych, dla którego wzrost płac nominalnych jest po prostu niewystarczający.

Rynek pracy istotny z punktu widzenia konsumpcji gospodarstw domowych **w tym roku nadal się poprawiał.** Wyrównana sezonowo **stopa bezrobocia**, która jeszcze na początku 2021 r. wynosiła 8,2 %, na początku 2022 r. spadła poniżej 7 %: **w lutym 2022 r. osiągnęła nawet najniższy poziom w historii UGW - 6,8 %.** Spośród głównych krajów bezrobocie jest oczywiście najniższe w Niemczech (3,1 %), a najwyższe w Hiszpanii (12,6 %, ale nawet tam jest znacznie niższe niż 15,7 % w lutym 2021 r.). Wzrost kosztów pracy pozostaje na razie bardzo niski (inaczej niż w USA czy w naszym regionie) – [w czwartym kwartale 2021 r. nominalne godzinowe koszty pracy](#) w strefie euro wzrosły o niecałe dwa procent.

Produkcja przemysłowa w strefie euro uległa stagnacji w styczniu Po dwóch dobrych poprzednich miesiącach (+2,5 % m/m w listopadzie i +1,3 % m/m w grudniu). Wśród głównych gospodarek wynikało to przede wszystkim z ponad trzyprocentowego spadku w ujęciu miesięcznym we Włoszech, którego nie uratował wzrost we Francji (+1,6 % m/m) i Niemczech (+1,3 % m/m). Tempo wzrostu produkcji rok do roku wyniosło -1,3 %.

Indeks menedżerów ds. zakupów (PMI) w sektorze wytwórczym uległ dalszemu pogorszeniu w marcu 2022 r., spadając do 56,5 punktu, najniższego poziomu od stycznia 2021 r. Przyczynami spadku były rosnąca inflacja (wskaźnik cen czynników produkcji jest prawie na najwyższym poziomie w historii badania) oraz inwazja Rosji na Ukrainę, która spowodowała spadek subindeksu zaufania do przyszłości do najniższego poziomu od maja 2020 r.

Najwyższą wartość wskaźnika PMI wśród dużych krajów ponownie osiągnęły Niemcy (56,9 punktu), a następnie Włochy (55,8), Francja (54,7) i Hiszpania (54,2). Po kilku miesiącach poprawa w zakresie subindeksu określającego długość czasu dostawy uległa zahamowaniu z powodu niedoboru dostaw z Ukrainy.

Podobne zmiany do PMI zaobserwowano również w marcu w przypadku **indeksu IFO**, który określa warunki w największej gospodarce strefy euro. O ile wskaźnik oceniający obecną sytuację nie zmienił się znacząco w marcu (98,6 pkt. wobec 97 pkt.), o tyle **wskaźnik oceniający oczekiwania spadł w tempie spotykanym tylko kilka razy w historii.** Z 98,4 punktu w lutym spadł do 85,1 punktu, czyli tylko nieznacznie powyżej poziomu z marca 2020 r., kiedy

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

to wybuchła pandemia Covid-19. Wyraźnie odzwierciedla to obawy wynikające z ataku Rosji na Ukrainę.

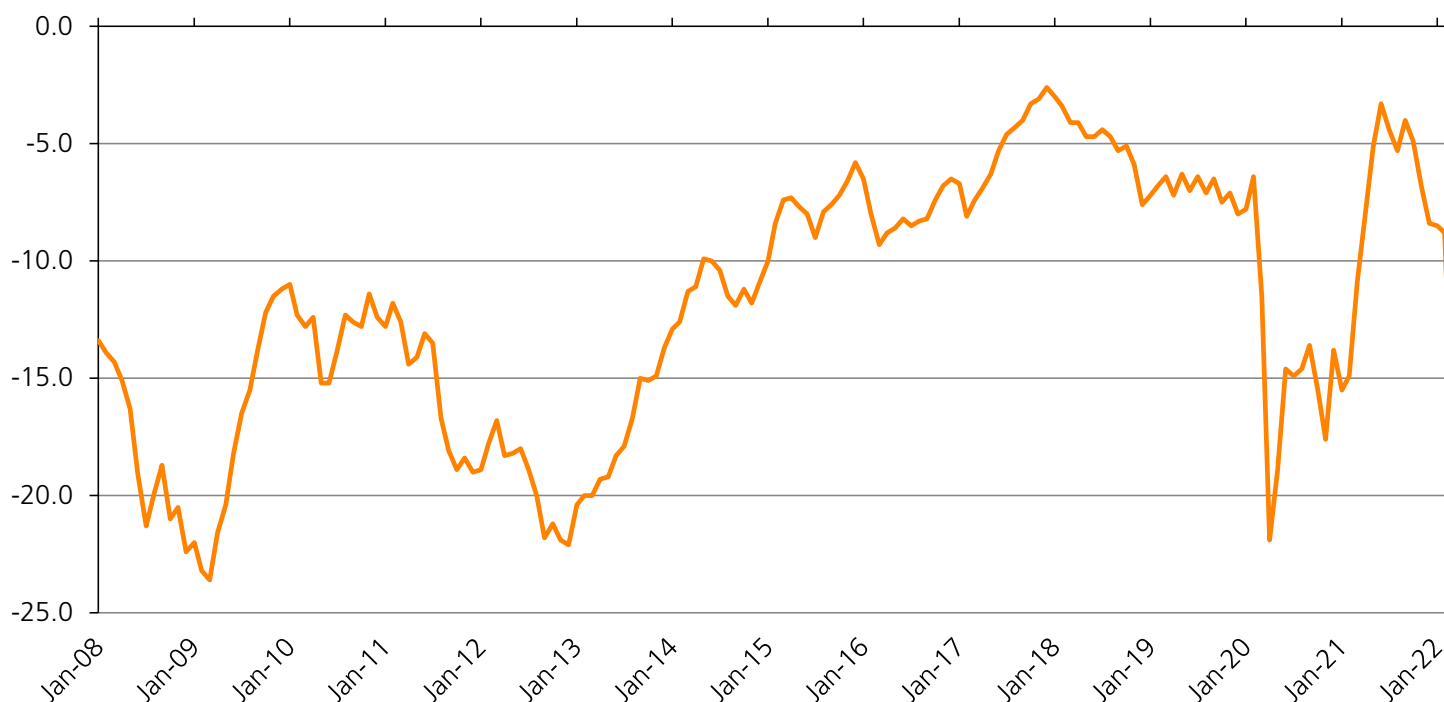
Sytuacja w dominującym sektorze usług również pogorszyła się w marcu 2022 roku, ale nie tak znacząco jak w przemyśle. Indeks PMI spadł w marcu o jeden punkt do 54,5 pkt. Z jednej strony firmy usługowe korzystają z szybkiego znikania ostatnich ograniczeń związanych z pandemią, a z drugiej strony obawiają się wzrostu cen (wskaźnik cen czynników produkcji wzrósł w marcu do rekordowego poziomu) i niepewności związanej z wojną na Ukrainie. Te negatywne czynniki dramatycznie odbiły się na **zaufaniu gospodarstw domowych**. w rzeczywistości **w marcu zaufanie to odnotowało drastyczny spadek, który był tylko nieznacznie mniejszy niż spadek wiosną 2020 r.** - z -8,8 punktu w lutym zaufanie gospodarstw domowych spadło do **-18,7 punktu w marcu** (w porównaniu do -21,9 punktu w kwietniu 2020 r.).

Było jasne, że wybuch wojny na Ukrainie przyczyni się do tego załamania. Jednak szybki wzrost inflacji również ponosi część winy za spadek zaufania obserwowany od września ubiegłego roku. Nie zatrzymał się on w marcu, wręcz przeciwnie. Według pierwszych danych, **marcowa inflacja wzrosła o 2,5 % m/m** i tym samym 7,5 % r/r. ze względu na znaczny wzrost cen paliw i żywności, inflacja bazowa była nieco lepsza (+1,2 % m/m i 3 % r/r), ale ten składnik inflacji również znajduje się wyraźnie powyżej celu EBC. Wśród głównych krajów najwyższa inflacja była w Hiszpanii (9,8 %), a najniższa we Francji (5,1 %); w marcu inflacja była podobna w Niemczech (7,6 %, 40-letni rekord) i we Włoszech (7 %). co więcej, ceny **producentów przemysłowych** szybko rosną - w styczniu wzrosły o 23,4 % w strefie euro, a sądząc Po lutowych danych dla niektórych krajów (Włochy +32,8 %, Francja +20,1 %, Hiszpania +33,7 %), w lutym nie będzie lepiej. Agresja Rosji na Ukrainie powoduje dalszy wzrost cen surowców energetycznych i innych towarów, co znajdzie odzwierciedlenie zarówno w cenach konsumpcyjnych, jak i cenach producentów w marcu i kwietniu.

Posiedzenie EBC w marcu pokazało, że wyraźnie przeważają już głosy jastrzębie. Chociaż „ryzyko jest wysokie, a utrzymująca się inflacja jest postrzegana jako zdecydowanie największe z nich” - w istocie, EBC został wystraszony oczekiwaniami dotyczącymi swapów inflacyjnych, które znacznie wzrosły - to wciąż za mało, by podjąć zdecydowane działania. w marcu EBC zobowiązał się do zakończenia skupu aktywów (!), ale nawet to nie nastąpi przed III kwartałem 2022 r. (!). Nie ma mowy o natychmiastowym zaostrzeniu polityki pieniężnej o 100 punktów, co jest zresztą zrozumiałe.

Zaufanie konsumentów otrzymuje kolejny cios w związku z inwazją Rosji na Ukrainę

Consumer confidence in EMU



Źródło: Komisja Europejska, dostępne [TUTAJ](#)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Dane makroekonomiczne są nadal proinflacyjne, a płace i inflacja szybko rosną. Fed zaczął zacieśniać politykę monetarną.

W czwartym kwartale ubiegłego roku gospodarka amerykańska powróciła do tempa wzrostu z pierwszej połowy 2021 roku. Według trzeciego szacunku, *zannualizowane* tempo wzrostu kwartał do kwartału wyniosło 6,9 %, czyli było na poziomie pierwszego lub drugiego kwartału ubiegłego roku (zannualizowane tempo wzrostu wyniosło odpowiednio 6,3 % i 6,7 %). do przyspieszenia wzrostu w porównaniu ze słabym trzecim kwartałem (+2,3 % q/q SAAR) najbardziej przyczyniły się zapasy (wkład 5,3 p.p.), popyt krajowy (+1,8 p.p. wobec 1,4 p.p. w 3Q21) i tylko nieznacznie ujemny wkład (-0,2 p.p.) eksportu netto (po 5 poprzednich kwartałach, w których eksport netto znacznie osłabiał wzrost).

Dane miesięczne opublikowane w marcu 2022 r. były proinflacyjne.

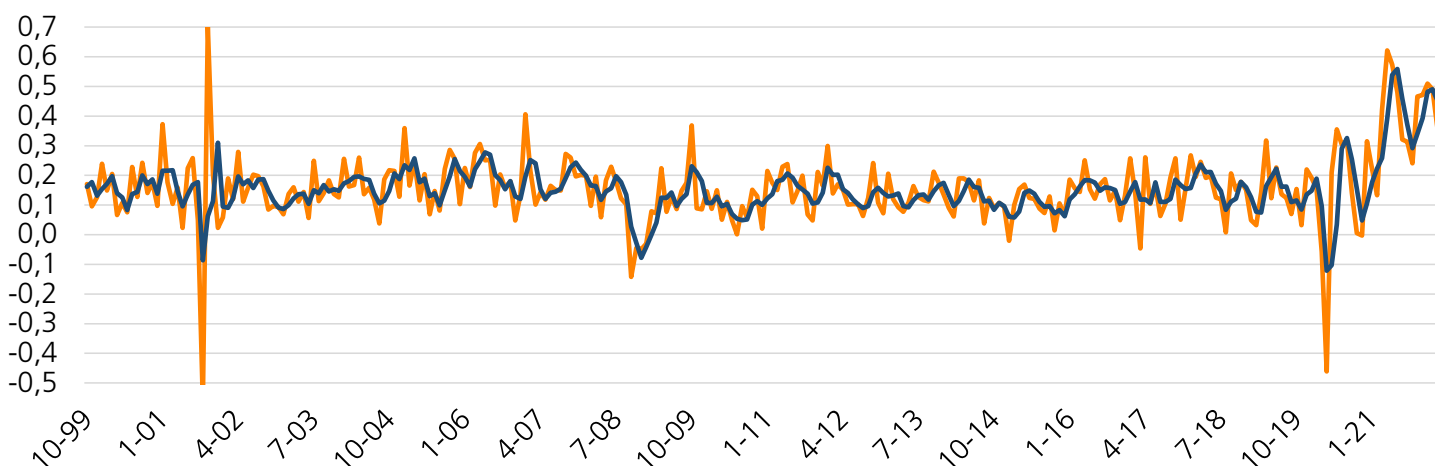
Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw wymazała gwałtowny spadek z grudnia (spadek o 3 % m/m), który był najszybszym spadkiem od lutego 2021 r. (-3,2 % m/m), dzięki wzrostowi w styczniu (zrewidowany wzrost o 4,4 % m/m) i **potwierdzeniu wzrostu w lutym (+0,2 % m/m)**. Roczna stopa wzrostu wyniosła 15,8 %. Jest to oczywiście wynikiem niezwykle luźnej polityki monetarnej i fiskalnej, ale także coraz lepszej sytuacji na rynku pracy. w **marcu stopa bezrobocia osiągnęła taki sam poziom (3,6 %)** jak na koniec 2019 roku (3,5 %), a więc stan pełnego zatrudnienia. Oczywiście inne monitorowane wskaźniki bezrobocia również spadły - **wskaźnik U6** (obejmujący, oprócz bezrobotnych, osoby, które pracują mniej niż by chciały oraz osoby, które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie), który jeszcze pod koniec ubiegłego roku wynosił prawie 12 %, w marcu 2021 r. spadł do 6,9 % (grudzień 2019 r.: 6,7 %). **Stabilną sytuację obserwujemy w „przeptywowych” danych z rynku pracy.** Średnia tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych spadła do 208 tys. w marcu 2022 r., a w połowie marca 2022 r. odnotowano spadek liczby wniosków o kontynuację zasiłki do 1,3 mln. **Nominalny wzrost płac** jest nadal silny - nominalne płace godzinowe w USA wzrosły o 2,6 % w ciągu 6 miesięcy poprzedzających luty 2022 r. i o 5,5 % w ujęciu rocznym. Biorąc pod uwagę napięty rynek pracy i duże zaufanie pracowników (w lutym [liczba osób dobrowolnie odchodzących z pracy osiągnęła najwyższy w historii poziom 4,4 mln](#)) nie jest to zaskakujące i można oczekiwać dalszego przyspieszenia wzrostu płac.

Po dobrych trzech miesiącach (listopad: +3,2 % m/m, grudzień: +1,2 % m/m, styczeń: +1,6 % m/m), **zamówienia na dobra trwałe spadły w lutym 2022 r.** Po raz pierwszy od września ubiegłego roku, w najwyższym tempie (-2,2 %) od kwietnia 2020 r. Po wyłączeniu zmiennych kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, czyli Po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią dla większości firm wskaźnik zastępczy dla inwestycji trwałych, obraz jest lepszy: w lutym odnotowano pierwszy od lutego 2021 r., bardzo niewielki spadek (-0,3 % m/m). Ponadto, w ujęciu rok do roku, tak zdefiniowane zamówienia podstawowe były o 11 % wyższe na koniec lutego 2022 r. w porównaniu z lutym 2021 r. **Produkcja przemysłowa znacznie wzrosła na początku tego roku** (+1,4 % m/m w styczniu, +0,5 % m/m w lutym), osiągając **roczną stopę wzrostu na poziomie 7,5 %.**

Inflacja bazowa (PCE) utrzymuje się na wysokim poziomie, a jej dynamika nie zwalnia. w październiku, listopadzie, grudniu 2021 r. i styczniu 2022 r. wzrost wyniósł Po 0,5 % m/m, a w **lutym +0,4 % m/m.** w ciągu ostatnich sześciu miesięcy wzrosła ona o 2,6 %, a podstawowy poziom cen jest o 5,4 % wyższy w porównaniu z rokiem poprzednim. Inflacja zasadnicza wzrosła z 5,8 % w grudniu do 6,1 % w styczniu i **6,4 % w lutym.** A biorąc pod uwagę tendencję w cenach producentów (+10 % r/r), prawdopodobnie nie widać końca wzrostu cen konsumpcyjnych.

Inflacja konsumencka w Ameryce z miesiąca na miesiąc nie słabnie

Inflacja bazowa PCE (%) – m/m i średnia 3-miesięczna



Źródło: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPILFE#>

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Rezerwa Federalna USA zebrała się w połowie marca i podniosła stopy Po raz pierwszy od 2018 r., choć o standardowe 25 punktów bazowych (tj. w przedziale 0,25-0,5 %); tylko jeden członek FOMC, James Bullard, głosował za wyższą, półprocentową podwyżką stóp. Powell na konferencji prasowej Po posiedzeniu podał, że kluczem do podjęcia decyzji był „niezwykle napięty rynek pracy w warunkach wysokiej inflacji”. Prezes Fed nie wykluczył również, że dalsze zacieśnianie polityki będzie następowało w etapach większych niż standardowe ćwierć procenta. Nowa prognoza Fed również została podniesiona: na ten rok członkowie FOMC przewidują sześć kolejnych zacieśnień polityki pieniężnej (oprócz zacieśnienia dokonanego w marcu) oraz kolejne trzy zacieśnienia w 2023 r. O tym, jak wielką jastrzębią transformację przeszedł Fed w ciągu ostatnich sześciu miesięcy, świadczy fakt, że jeszcze we wrześniu ubiegłego roku członkowie FOMC byli podzieleni w kwestii tego, czy podnieść stopy (choćby raz) w 2022 r. .

CEE3

POLSKA

W marcu inflacja przekroczyła 11 %, bank centralny jest bardzo nerwowy. Gwałtownie ujemne stopy realne i dodatni wzrost płac realnych sugerują, że jest to uzasadnione zdenerwowanie, ponieważ jasne jest, że za wzrostem inflacji stoi nie tylko środowisko zewnętrzne, ale także środowisko wewnętrzne.

Według drugiego szacunku, **polaska gospodarka** wzrosła w ubiegłym roku o 5,7 %. w ostatnim kwartale ubiegłego roku wzrost gospodarczy wyniósł 1,7 % w ujęciu kwartalnym i 7,3 % w ujęciu rocznym. Struktura rocznego wzrostu w ostatnim kwartale była taka sama jak w poprzednich dwóch kwartałach - dominującym czynnikiem był popyt gospodarstw domowych i zapasy, natomiast eksport netto miał negatywny wpływ na wzrost.

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 1,8 % m/m i o 17,2 % r/r. **Indeks menedżerów ds. zakupów**, podobnie jak w Czechach, **pogorszył się w marcu** z powodu wydarzeń zewnętrznych - podczas gdy w grudniu 2021 roku indeks osiągnął 56,1 punktów, w marcu wyniósł tylko **52,7 punktów**. Tak więc, co zaskakujące, biorąc pod uwagę bliskość konfliktu do granicy z Polską, pozostaje on na terytorium wzrostu.

Wzrost realnej sprzedaży detalicznej pozostaje silny. Po wzroście o 10,6 % r/r w styczniu, sprzedaż detaliczna **wzrosła o 8,1 % r/r w lutym**. Nie dziwi więc fakt, że **stopa bezrobocia** utrzymała się na bardzo niskim poziomie zarówno w styczniu, jak i w lutym, wynosząc (po korekcie) **5,3 %** w obu miesiącach, czyli zaledwie 0,1 punktu procentowego powyżej poziomu z lutego 2020 r. Nie jest zaskoczeniem, że płace nadal rosną - **nominalny wzrost płac** wyniósł w lutym prawie 12 %, co sprawia, że realny wzrost płac pozostaje dodatni.

I oczywiście nie jest zaskakujące, że inflacja „kwitnie” w takim otoczeniu makroekonomicznym. Z płaskiego poziomu 5 % r/r w lipcu 2021 r. inflacja wzrosła w kolejnych miesiącach do 9,4 % w styczniu 2022 r. w **lutym 2022** roku, dzięki „antynflacyjnej” tarczy polskiego rządu (= niższe podatki od paliw, żywności), **spadła do 8,5 %, ale tylko chwilowo**. Wstępne dane za **marzec**, opublikowane 1 kwietnia, pokazały, że tarcza antynflacyjna mogła tylko na chwilę stłumić inflację - gospodarka nadal boryka się z własną presją inflacyjną, która, wraz z wpływem rosyjskiej inwazji na Ukrainę na ceny surowców, znalazła odzwierciedlenie we **wzroście cen konsumpcyjnych w marcu o 3,2 % miesiąc do miesiąca i prawie 11 % rok do roku**.

Inflacja bazowa pokazuje, że wzrost inflacji nie jest jedynie konsekwencją cen energii i surowców, a presja inflacyjna jest również dobrze widoczna (i, biorąc pod uwagę wzrost płac, zmiany na rynku pracy i politykę fiskalną, oczekiwana) Po stronie popytu. Chociaż dane za marzec nie są jeszcze dostępne, inflacja bazowa wzrosła w lutym do **6,7 %, czyli najwyższego poziomu od lat 90**. Marzec z pewnością przyniósł dalszy wzrost.

Bank centralny nadal będzie zacieśniał politykę w tym roku. Podwyższając stopy o 50 punktów bazowych zarówno w styczniu, jak i w lutym, doprowadziła kluczową stopę procentową do poziomu 2,75 %, a następnie **w marcu podniosła ją o trzy czwarte punktu procentowego do 3,5 %**. **co więcej, konferencja prasowa Po spotkaniu była bardzo jastrzębia**. Prezes Glapiński powiedział, że celem NBP jest obniżenie inflacji do „normalnego i akceptowalnego poziomu” oraz że bank centralny jest „bardzo zaniepokojony znacznym niedowartościowaniem złotego”. Zaznaczył też, że NBP będzie kontynuował zacieśnianie polityki na kolejnych posiedzeniach i że stopy mogą wzrosnąć powyżej 4,5 %. Ostatecznie Glapiński powiedział, że preferuje „wczesne i duże zacieśnienie” (tj. „frontloading” zacieśniania polityki pieniężnej), aby wesprzeć złotego i okiełznać inflację.

ROPA

Po miesiącach powolnego wzrostu, cena ropy osiągnęła poziom niewidziany od ponad 10 lat z powodu ataku Rosji na Ukrainę. na początku marca cena baryłki ropy wynosiła 113 USD, a w ciągu miesiąca nawet 120 USD. Pod koniec miesiąca cena spadła do 100 USD.

RYNKI AKCYJNE

Rynki akcji odreagowały spadki z końca lutego i początku marca i odnotowały pozytywne wyniki za marzec. Po początkowej negatywnej reakcji na agresję militarną Rosji na Ukrainę, na początku marca indeksy giełdowe odnalazły lokalne dno i stopniowo zaczęły odrabiać wcześniejsze straty. Rynkom nie zaszkodziły silne wzrosty cen towarów rolnych, energetycznych i przemysłowych, które zwiększyły i tak już silną presję inflacyjną. Bankierzy centralni ostrożnie zaostrzają swoją retorykę monetarną w świetle spodziewanych problemów z inflacją. Odnotowano niewielkie negatywne korekty wskaźników wzrostu gospodarczego, przy czym coraz częściej cytuje się obawy związane ze stagflacją. w szczególności Europa może w najbliższych miesiącach stanąć w obliczu niedoborów towarów rolnych, żelaza, niklu, gazu, ropy i niezbędnych półproduktów z Ukrainy, co będzie miało wpływ na już skomplikowane łańcuchy dostaw i produkcji. Z tych powodów wymagana rentowność obligacji rośnie. To, w połączeniu z utrzymującym się wysokim poziomem pieniądza w gospodarce, przyczyniło się do wzrostu cen akcji. Amerykański indeks S&P500 wzrósł w marcu o +3,6 %, a zachodnioeuropejski indeks DJ STOXX 600 o 0,6 %.

Rynki akcji w Europie Środkowej również dobrze sobie radziły, ale nie tak dobrze jak rynki rozwinięte od początku roku. Wynika to przede wszystkim z bliskości regionu, w którym toczy się wojna na Ukrainie. Istniało wiele scenariuszy rozwoju konfliktu pod koniec marca, z bardzo trudnym do oszacowania terminem jego wyciszenia. Ta niepewność będzie miała oczywiście wpływ na kraje lokalne, od skutków gospodarczych Po kwestie migracji. Zmiany w wynikach akcji były widoczne głównie w poszczególnych sektorach, przy czym dobrze radziły sobie spółki wydobywcze i detaliczne. w ten sposób górnicy węgla energetycznego i koksowego, tacy jak JSW (+58 %) i Bogdanka (+55 %) przeżyli reinkarnację. w gorszej sytuacji znalazły się banki, których ekspozycje kredytowe na Rosję i Ukrainę są szacowane lub które zamknęły swoje filie w tych krajach. na praskiej giełdzie dobrze radziły sobie akcje defensywne spółek CEZ (+8,4 %), Česká Zbrojovka (+8,1 %) i Philip Morris (+7,4 %), natomiast Komerční banka straciła na wartości (-3 %). w marcu czeski indeks PX zyskał +1 % miesiąc do miesiąca, polski indeks WIG30 +6,2 %, węgierski indeks BUX +2,3 %.

W marcu akcje rynków wschodzących ponownie odnotowały gorsze wyniki, a indeks MSCI Emerging Markets USD Index stracił nieco ponad 2,5 %. Negatywne nastroje są w dużej mierze spowodowane wojną na Ukrainie. Chińskie akcje nie radziły sobie najlepiej, tracąc ponad 7,8 % (A-Shares), natomiast akcje z Hongkongu straciły „tylko” 3,15 %. Główną przyczyną jest gwałtowny wzrost (w porównaniu z wcześniejszymi danymi w Chinach) liczby zakażeń wirusem Covid-19, który doprowadził do częściowego zamknięcia 25-milionowego centrum finansowego w Szanghaju. Inne rynki azjatyckie odnotowały lepsze wyniki, a akcje w Indiach i Korei zyskały na wartości. Najlepsze wyniki osiągnęły akcje z Ameryki Łacińskiej (MSCI Latin America USD +12,3 %), głównie dzięki dalszemu gwałtownemu wzrostowi cen surowców. Dobrze radzili sobie również inni eksporterzy, tacy jak Ameryka Południowa i Arabia Saudyjska. Rosyjskie akcje zostały usunięte z indeksu MSCI Emerging Markets Index w dniu 9 marca.

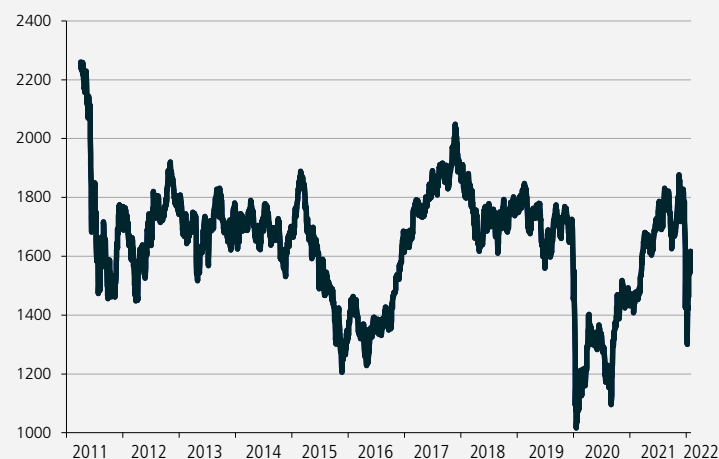
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W odpowiedzi na szybko rosnącą inflację i początek zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed, krzywa rentowności amerykańskich obligacji rządowych znacznie wzrosła i spłaszczyła się. Krótkoterminowe stopy zwrotu wzrosły o prawie jeden punkt procentowy od końca lutego do końca marca (z 1,4 % do 2,3 %), a na długim końcu o pół punktu procentowego (z 1,8 % do 2,3 %).

Obserwowaliśmy również wzrost rentowności niemieckich obligacji rządowych, a jedyną różnicą w porównaniu z krzywą rentowności w USA był fakt, że wzrost rentowności był zasadniczo taki sam dla wszystkich terminów zapadalności. w krótkim terminie rentowność wzrosła o 45 pb do -0,1 %, a w długim o 40 p.b. do 0,55 %.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Rynek obligacji korporacyjnych w strefie euro i USA przez większą część marca był zaskakująco spokojny, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji na rynku obligacji rządowych. Trwający konflikt na Ukrainie nie ma znaczącego negatywnego wpływu na obligacje korporacyjne.

Wskaźnik total return index (TRI) praktycznie nie zmienił się w porównaniu z końcem lutego w przypadku obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowanych w euro. w przypadku ich odpowiedników dolarowych nastąpił spadek (2,4 % dla klasy inwestycyjnej i 0,4 % dla klasy spekulacyjnej), ale był on spowodowany głównie wzrostem stóp procentowych w USA.

Spready kredytowe dla obligacji inwestycyjnych denominowanych w euro spadły w marcu o 12 %. Po wzroście o 24 % w styczniu i o kolejne 21 % w lutym (co czyni je najwyższymi od czerwca 2020 r.). Zmiany premii kredytowych za obligacje o ratingu spekulacyjnym były jakościowo takie same: Po wzroście o 33 % w styczniu i 37 % w lutym (do najwyższego poziomu od jesieni 2020 r.), w marcu spadły o 29 %.

RYNEK OBLIGACJI CZECHY

Czeska krzywa dochodowości wzrosła jeszcze bardziej w marcu i pozostała znacząco odwrócona. Marcowa podwyżka stóp procentowych o pół punktu procentowego i oczekiwania, że nie będzie to ostatnia podwyżka, sprawiły, że krótki koniec znalazł się w zasięgu 5 % (tj. +45 punktów bazowych w porównaniu z końcem lutego). Rentowność na długim końcu wzrosła jeszcze gwałtowniej - rentowność 10-letnia wzrosła o prawie 60 punktów bazowych, a pod koniec marca była już tylko o 20 punktów bazowych niższa od poziomu 4 %. Tak więc rynek (i jest to widoczne w stopach swapowych) wyraźnie nie wierzy, że stopy procentowe NBCZ nie powinny dalej rosnąć, a tym bardziej spadać w najbliższym czasie.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

W marcu polska krzywa dochodowości uległa silnemu przesunięciu w górę przy jednoczesnym odwróceniu nachylenia. w marcu wskaźnik krótkoterminowy wzrósł o 1,5 p.p. do 5,5 % pod wpływem dalszego zacieśniania polityki pieniężnej i perspektywy dalszych podwyżek stóp. na dłuższym końcu, w związku z rosnącym przekonaniem, że wysoka inflacja i wysokie stopy nie są zjawiskiem przejściowym, obserwowaliśmy wzrost rentowności 10-letnich obligacji powyżej 5,2 %, tj. o 1,1 p.p. w porównaniu z końcem lutego.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

W marcu i na początku kwietnia dynamika wojny na Ukrainie przeszła, przynajmniej na razie, na stronę Ukrainy. ze względu na niemożność zajęcia (lub nawet okrążenia) stolicy, utrzymujące się problemy logistyczne i twardy opór armii ukraińskiej, wojska rosyjskie zostały zmuszone do wycofania się z Kijowa i obecnie przegrupowują się. Można się spodziewać pełnej redyspozycji w południowo-wschodniej części kraju w celu utrzymania obwodu doniecko-ługańskiego i wybrzeża Morza Czarnego. Rozwój sytuacji (zwłaszcza w najbliższych kręgach Kremla) jest jednak niejasny i istnieje kilka możliwych scenariuszy.

Ceny obligacji ukraińskich (w USD) wahały się w marcu w przedziale 25-45 % wartości nominalnej. w ramach lokalnych emisji rządowych w UAH aktywny był jedynie rynek pierwotny w postaci emisji obligacji wojennych, jednak na poziomie rentowności sprzed wybuchu agresji wojennej.

WALUTY

Przez większą część marca **dolar** oscylował w wąskim przedziale 1,09-1,11 **w stosunku do euro**. Ani pierwsza podwyżka stóp procentowych w Ameryce, ani trwająca wojna na Ukrainie, ani znaczący wzrost inflacji w strefie euro nie miały istotnego wpływu na kurs walutowy.

W przypadku walut środkowoeuropejskich rozwój sytuacji w marcu charakteryzował się normalizacją lutowej deprecjacji spowodowanej inwazją wojsk rosyjskich na Ukrainę. na początku marca **korona czeska** nadal się osłabiała i przekroczyła poziom 25,80, ale potem stale się umacniała i pod koniec marca osiągnęła poziom 24,40 dzięki podwyżce stóp procentowych przez Narodowy Bank Czeski. Podobnie zachowywał się **polski złoty**, z tą jednak różnicą, że daleko mu jeszcze do poziomu sprzed wojny - Po osłabieniu do 5 złotych za euro w pierwszej dekadzie marca, w pozostałej części ubiegłego miesiąca powrócił do poziomu zaledwie 4,65 w marcu **forint węgierski** znajdował się w takiej samej sytuacji pomimo znacznego wsparcia ze strony polityki pieniężnej. Najpierw zanotował najniższy poziom w historii (prawie 400 forintów za euro), a następnie umocnił się do 370 forintów za euro.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYBEK OBLIGACJI POLSKA

Polskie obligacje również mają szansę na dalsze wzrosty rentowności. Inflacja jest wysoka i wzrosła jeszcze bardziej Po inwazji Rosji na Ukrainę. Bank centralny zapowiada dalsze podwyżki stóp procentowych nawet powyżej 4,5 % i ostrzega, że mogą być one jeszcze wyższe, jeśli złoty i inflacja nie będą się osłabiać. I nie wydaje się, by miało się to stać od razu.

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

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

Wycena rynkowa obligacji ukraińskich (w USD) wynosi około 25-40 %, natomiast obligacje lokalne (w UAH) są obecnie w ogóle niehandlowe lub aktywne tylko na rynku pierwotnym. Ministerstwo Finansów emituje specjalne obligacje wojenne, których stała rentowność wynosi około 11 %. Od początku wojny banki krajowe i niektóre podmioty zagraniczne ulokowały w ten sposób ponad 1,7 mld USD. Biorąc pod uwagę wsparcie Zachodu i ponadnarodowych instytucji monetarnych, możemy realistycznie oczekiwać (jeśli Ukraina przetrwa jako niepodległe państwo) normalizacji wycen i powrotu aktywności także na rynku wtórnym. Ożywienie gospodarcze i powrót do normalności będą jednak miały miejsce w dłuższym okresie. w tej chwili najważniejsze jest ciągłe, bezprecedensowe wsparcie materialne i finansowe oraz, oczywiście, przetrwanie niepodległej Ukrainy.

Na razie infrastruktura państwowa działa i nie planuje się restrukturyzacji ani odroczenia spłaty zobowiązań wymagalnych. w marcu dokonano dwóch płatności kuponowych. Funkcjonują zarówno Ministerstwo Finansów, jak i bank centralny. Trwa pobór podatków i płatności z budżetu państwa. Problemem jest oczywiście ograniczona aktywność gospodarcza. Wprowadzono jednak tymczasowe kontrole kapitałowe, aby zapobiec odpływowi kapitału z kraju. Ministerstwo planuje kolejne aukcje pierwotne i posiada wystarczające środki na wypłatę kuponów obligacji. Jednocześnie z bankiem centralnym uzgodniono tymczasowy program awaryjny na rzecz zapewnienia płynności.

Jednocześnie trwają rozmowy z MFW i międzynarodowymi instytucjami finansowymi na temat uwolnienia obecnych lub nowych środków (1,4 mld USD z SDR). w ostatnich tygodniach natychmiast zadeklarowano pożyczki o wartości ponad 20 mld USD (Kanada, USA, UE, EBOR, EBI, Bank Światowy i inne).

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

WALUTY

W kursie wymiany **euro do dolara** obserwujemy kilka sprzecznych czynników. Względne zmiany w polityce pieniężnej mogą w najbliższym czasie bardziej sprzyjać dolarowi, ponieważ rynek zdaje sobie sprawę, że obecne oczekiwania co do tego, gdzie zatrzymają się stopy Fed w tym cyklu zacieśniania (2,5 %-2,8 %), są najprawdopodobniej zaniżone. EBC również zaostry politykę pieniężną poprzez podwyżki stóp w tym roku, a tym samym wyraźnie zaostry swoje obecne bardzo gołębie nastawienie, ale w krótkiej perspektywie spodziewana różnica stóp procentowych prawdopodobnie wzrośnie na korzyść dolara. Stopniowo jednak EBC może zacząć zaskakiwać dynamiką swojej polityki monetarnej. Ponadto euro jest zasadniczo niedowartościowane w perspektywie średnioterminowej, a udział inwestorów międzynarodowych w portfelach w euro jest obecnie poniżej średniej. W połączeniu ze stopniowym zmniejszaniem się podwyższonego ryzyka geopolitycznego związanego z wojną na Ukrainie, czynniki te będą naszym zdaniem stopniowo przeważać w dłuższej perspektywie i prowadzić do stopniowego umacniania się euro względem dolara z powrotem do poziomów około 1,20.

Korona niespodziewanie szybko powróciła do poziomu 24,50, do czego przyczyniła się informacja NBCZ, że pięcioprocentowy próg dla dwutygodniowej stopy repo nie jest „sztywno ustalony”. Innymi słowy, stawki mogą znacznie przekroczyć 5 %. Ponieważ jednak spodziewamy się, że rynek znacząco zrewiduje prognozy dotyczące stóp procentowych Fed i EBC w tym roku, oczekujemy, że oczekiwana różnica w wysokości stóp procentowych między koroną a dolarem lub euro zmniejszy się w drugiej połowie roku. Dlatego też widzimy, że możliwości dalszej aprecjacji korony są obecnie ograniczone.

Polski złoty jest w gorszej sytuacji niż korona czeska - w czasie wojny, która jest znacznie bliższa Polsce niż na przykład Czechom, będzie szukał tylko mocniejszych poziomów, ale przed osłabieniem powstrzymają go interwencje NBP (interwencje walutowe) i jego jastrzębi zwrot w polityce pieniężnej (dalszy znaczny wzrost stóp procentowych). Gdy tylko zakończy się agresja na Ukrainie lub przynajmniej sytuacja ulegnie poprawie, widzimy możliwość odegrania w tym roku roli przez dyferencjał stóp procentowych i umocnienia się złotego poniżej 4,50.

Chociaż **węgierski forint** jest obecnie walutą o najwyższej stopie procentowej, bliskość reżimu Orbána z Rosją w kontekście rosyjskiej agresji na Ukrainie będzie w tym roku negatywnie wpływać na forinta. Nawet jeśli sytuacja się uspokoi, spodziewamy się powrotu do poziomu 350-360 forintów za euro w najlepszym przypadku.

RYNEK AKCYJNY

Przyszły rozwój sytuacji na rynku akcji będzie zależał przede wszystkim od rozwoju wojny na Ukrainie i reakcji banków centralnych, które będą balansować między ograniczaniem inflacji a wzrostem gospodarczym. Istnieje wiele scenariuszy dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie, a także możliwego wpływu na rynki akcji. Statystycznie rzecz biorąc, rynki akcji zwykle odbijają się po sześciu miesiącach od podobnych wydarzeń, co właśnie miało miejsce. Będzie to również zależało od tego, kiedy zakończą się walki i zostanie osiągnięte ostateczne porozumienie między Rosją a Ukrainą. Wpływ na więzi gospodarcze między Europą, Ukrainą i Rosją będzie znaczący, co stworzy możliwości dla wielu firm. Jednak będziemy również świadkami negatywnych skutków, głównie po stronie łańcucha dostaw, w postaci wzrostu cen towarów oraz innych ograniczeń w eksporcie i imporcie. Świat zachodni zdał sobie sprawę z zagrożeń, jakie niosą ze sobą reżimy autorytarne, których fundamenty będą z czasem nastawione na większą lokalizację produkcji. Z tych powodów jesteśmy pozytywnie nastawieni do zachodnioeuropejskich rynków akcji, które również notują interesujące wskaźniki wartościowe.

Wiele akcji spadło poniżej ich wartości wewnętrznej bez wyraźnego powodu, dlatego preferujemy aktywną selekcję akcji niż inwestowanie pasywne. W ciągu dwóch lat gospodarstwa domowe zgromadziły solidne oszczędności, ale w najbliższych miesiącach będą się one kurczyć kosztem rosnących cen towarów, energii, żywności i innych dóbr. Wpływ na poszczególne gospodarki i społeczeństwa będzie miał charakter indywidualny. Gospodarka amerykańska, która jest bardziej oddalona od europejskiej, może radzić sobie lepiej. Z drugiej strony, Europa może w perspektywie średnioterminowej skorzystać na niedawnym „zjednoczeniu” swoich obywateli i polityków, a jednocześnie w wielu sektorach pojawią się nowe i potrzebne inwestycje. Skorzysta na tym również region Europy Środkowej, który wciąż jest tanim regionem pod względem kosztów produkcji, z bardzo wykwalifikowanym kapitałem ludzkim i instytucjami europejskimi.

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