

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-9,34 %	USA (USD)	-3,45 %	USD/EUR	-2,51 %	Ropa Brent (USD)	-8,84 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-6,57 %	Europa (EUR)	-3,83 %	CZK/USD	2,92 %	Gaz (USD)	-25,87 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-7,67 %	Czechy (CZK)	-2,06 %	CZK/EUR	0,30 %	Fotowoltaika (EUR)	-21,05 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-11,90 %	Polska (PLN)	-2,60 %	PLN/EUR	2,81 %	Złoto (USD)	-3,17 %
Czechy – PX (CZK)	-4,30 %	Węgry (HUF)	-3,08 %	HUF/EUR	5,61 %	Srebro (USD)	7,19 %
Polska – WIG30 (PLN)	-10,17 %	Turcja (TRY)*	4,85 %	TRY/EUR	-0,80 %	Miedź (USD)	-2,03 %
Węgry – BUX (HUF)	-9,64 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Inflacja przyspiesza, a perspektywy dla przemysłu i usług pogarszają się (w dużej mierze z jej powodu). Ale rynek pracy pozostaje silny.

Trzeci szacunek dynamiki PKB w II kwartale zrewidował tempo wzrostu gospodarki do 0,8 % w ujęciu kwartalnym (drugi szacunek był o 0,2 pkt. proc. niższy). Był to najszybszy wzrost od III kwartału 2021 roku (+2,3 % q/q). Spośród głównych gospodarek najlepiej poradziły sobie Włochy i Hiszpania, które wzrosły odpowiednio o 1,1 % i 1,5 % q/q. Francja zyskała 0,5 % q/q, podczas gdy Niemcy dodały ledwie zauważalne 0,1 %. w zakresie struktury, która również została opublikowana w trakcie września, dane były również dobre. Najbardziej znaczący był wkład popytu gospodarstw domowych, który dodał do wzrostu 0,65 p. p., a następnie nakłady brutto na środki trwałe (+0,2 p. p.). Silny popyt krajowy znalazł oczywiście odzwierciedlenie we wzroście importu: wkład importu do kwartalnego wzrostu wyniósł -0,8 p. p.

Dane opublikowane w UGW we wrześniu 2022 roku były mieszane - z jednej strony stosunkowo dobra sprzedaż detaliczna i silny rynek pracy, z drugiej słabe wskaźniki wyprzedzające.

Sprzedaż detaliczna wzrosła na początku trzeciego kwartału. Wzrost był co prawda tylko umiarkowany (+0,3 % m/m), ale w sytuacji szybko rosnących cen każdy dodatni wynik realny jest sukcesem; roczna stopa pozostała lekko ujemna (-0,9 %). Spośród głównych gospodarek strefy euro roczne tempo wzrostu sprzedaży jest dodatnie tylko we Francji (+1,9 %), w pozostałych jest ujemne, najwięcej w Niemczech (-2,3 %). To, że sprzedaż nadal radzi sobie stosunkowo dobrze, wynika oczywiście z faktu, że rynek pracy jest w doskonałej kondycji. Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia spadła o 1 p. p. r/r i pozostaje poniżej 7 %: od kwietnia do sierpnia br. włącznie stopa bezrobocia była na najniższym poziomie (**6,6 %**) w historii UGW. Najniższe bezrobocie jest oczywiście w Niemczech (2,8 %), a najwyższe w Hiszpanii (12,4 %). Wzrost wynagrodzeń pozostaje stosunkowo ograniczony: [indeks dla wynegocjowanych wynagrodzeń](#), który jest monitorowany przez EBC, wzrósł o 3 % r/r w pierwszym kwartale, ale tylko o 2,4 % r/r w drugim. Scenariusz rozlewania się inflacji na płace nie znajduje więc jeszcze odzwierciedlenia w danych, ale tego zapewne nie można było się tak szybko spodziewać. Widzimy jednak pierwsze oznaki przyspieszenia płac: niemiecki IG Metall domaga się [wzrostu płac o co najmniej 8 %](#), [piloci Lufthansy dostali 5,5 %](#) i [domagają się automatycznej indeksacji płac w 2023 r.](#)

Produkcja przemysłowa spadła na początku III kwartału po zaskakująco silnym II kwartale. Po wzroście o 2,5 % w drugim kwartale, w lipcu spadła o 2,3 %, a w podsektorze produkcyjnym o 2,1 %. Roczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej ogółem wyniosło na początku III kwartału -2,4 %, a w sektorze produkcyjnym -2,8 %. Z głównych gospodarek najgorzej w lipcu poradziły sobie Włochy (-1,2 % r/r), najlepiej Hiszpania (+2,5 % r/r).

Jednak perspektywy dla branży nie są dobre. Indeks Menadżerów Produkcji (PMI) uległ dalszemu pogorszeniu **we wrześniu 2022 r.:** z 49,8 pkt w lipcu do 49,6 pkt w sierpniu i do **48,5 pkt we wrześniu**, najniższy od 27 miesięcy. Powodem ponownego spowolnienia był dalszy spadek nowych zamówień (najniższy od maja 2020 r.). Jedyną pozytywną wiadomością było to, że firmy były w stanie zaspokoić zamówienia nagromadzone z przeszłości. Mimo wszystko wzrost zatrudnienia był kontynuowany (choć w najwolniejszym tempie od lutego 2021 r.). Po raz pierwszy od kwietnia nastąpiło ponowne przyspieszenie zarówno inflacji cen surowców, jak i inflacji cen produkcji, spowodowane droższą energią, którą firmy nie mogły nie przenieść na konsumentów.

Podobne pogorszenie perspektyw i postrzegania obecnej sytuacji widzimy w **indeksie IFO**, który odzwierciedla warunki panujące w największej gospodarce strefy euro. Subindeks oceniający bieżącą sytuację spadł we wrześniu (94,5 pkt) poniżej długoterminowej średniej (96,7 pkt). Subindeks **oceniający oczekiwania spadł we wrześniu** jeszcze bardziej (do 75,2 pkt.), by znaleźć się **poniżej minimum z grudnia 2008 roku (79,2)** i tym samym jest tuż w zasięgu historycznego minimum (71,9 pkt.) z kwietnia 2020 roku.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

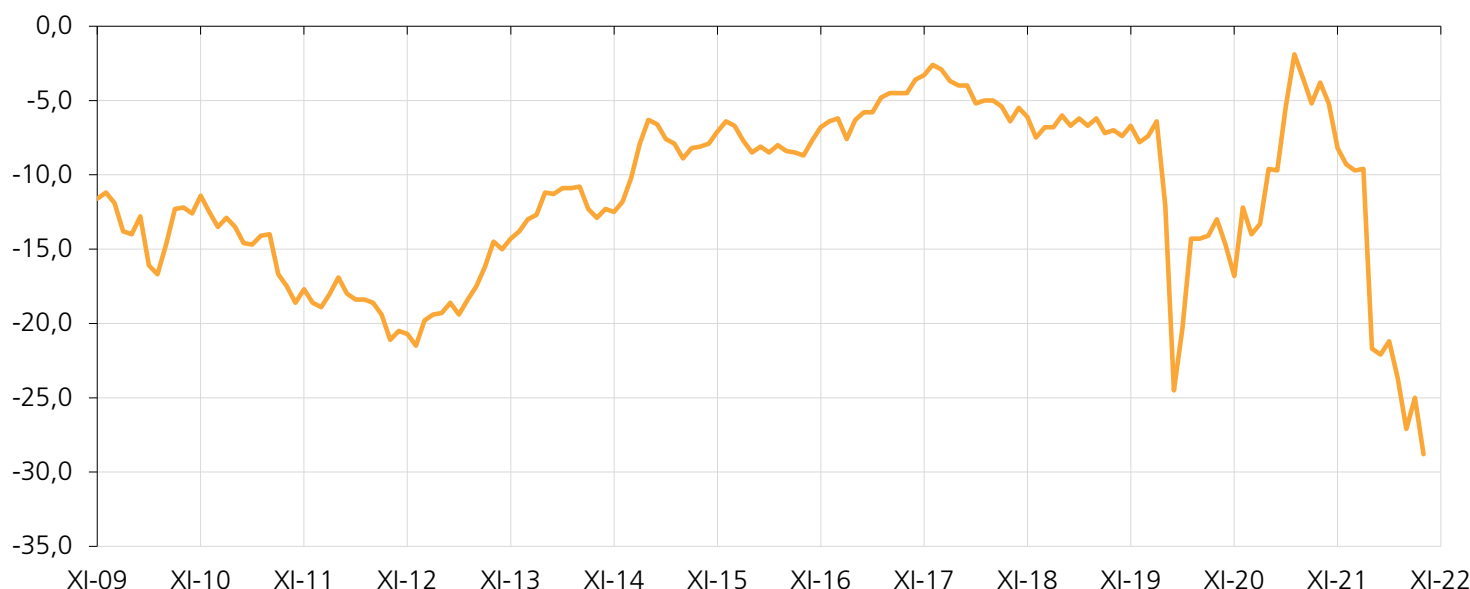
UGW

W dominującym sektorze usług, sytuacja w strefie euro po pogorszeniu się w lecie, również uległa dalszemu osłabieniu we wrześniu. Usługowy PMI spadł do najniższego poziomu (48,9 pkt) od 19 miesięcy. Wyłączając spadki covidowe, spadek w sektorze był najbardziej gwałtowny od 2013 r., a największy wkład w to miały turystyka, podróże i nieruchomości. Najgorsza sytuacja wśród największych gospodarek panuje w Niemczech, gdzie indeks załamał się do poziomu 45,4, najniższego od 28 miesięcy. Z kolei francuski wskaźnik PMI w sektorze usług pozostał powyżej poziomu 50 punktów, wzrastając nawet z 51,2 w sierpniu do 53 we wrześniu. **Zaufanie konsumentów** mierzone przez Komisję Europejską również sugeruje, że sytuacja w usługach nie ulegnie poprawie. Wrześniowy spadek do -28,8 pkt. sprowadził indeks na **nowe historyczne minimum** (o ponad 4 pkt. niższe od poprzedniego minimum z kwietnia 2020 r., -24,7 pkt.).

Według wstępnych danych, **we wrześniu inflacja przyspieszyła do 10 % rok do roku.** Ścisłe obserwowana **inflacja bazowa przyspieszyła z 4,3 % r/r w sierpniu do 4,8 % r/r we wrześniu;** w ujęciu miesięcznym, inflacja bazowa pobiła oczekiwania (+0,9 % m/m) i sierpniowy wskaźnik (+0,6 % m/m) o **1,2 % m/m.** Wśród głównych krajów, we wrześniu inflacja była najwyższa w Niemczech (10,9 %), a najniższa we Francji (6,2 %). Ponadto, **cenę producentów przemysłowych** również szybko rosła w ujęciu rok do roku, a ich roczne tempo wzrostu uległo dalszemu przyspieszeniu w lipcu i prawdopodobnie również w sierpniu: **w lipcu ceny producentów w strefie euro dodały 29,5 % r/r i 2,9 % m/m,** natomiast w sierpniu według danych z Włoch (+2,8 % m/m), Francji (+2,3 % m/m) czy Niemiec (+5,3 % m/m) roczne tempo wzrostu cen z pewnością przekroczyło 30 %.

Po tym, jak na lipcowym posiedzeniu EBC podniósł stopy o pół punktu procentowego, na posiedzeniu 8 września bank centralny jeszcze głośniej uderzył w stół: wrześniowa podwyżka stóp wyniosła 75 punktów bazowych, najwięcej (+0,75 %) od 2011 r. Ch. Lagarde powiedziała na konferencji prasowej, że polityka będzie dalej zacieśniana i że choć podwyżki takie jak ta we wrześniu nie są „nową normą”, to inwestorzy powinni przygotować się na to, że „co najmniej dwie”, ale też „prawdopodobnie mniej niż pięć” podwyżek stóp jeszcze przed nimi... Biorąc pod uwagę, że Lagarde jeszcze w grudniu uznała jakąkolwiek podwyżkę stóp w 2022 roku za „ekstremalnie mało prawdopodobną”, nie przywiązywałbym dużej wagi do tych zapewnień. Szczególnie nie w świetle wrześniowych danych o inflacji.

Zaufanie konsumentów na historycznym minimum.
Zaufanie konsumentów w UGW



Źródło: EC, dostępne [TUTA!](#)

USA

Gospodarka USA wciąż wykazuje bardzo silną inercję, a rynek pracy pozostaje ciasny. Fed kontynuuje zacieśnianie w krokach, o których jeszcze pół roku temu nikt nie śmiał pomyśleć. Inflacja pozostaje wysoka.

Nawet trzeci szacunek wzrostu PKB w drugim kwartale tego roku potwierdził, że gospodarka USA jest w recesji. Drugi z rzędu spadek (po spadku o 1,6 % q/q annualizowanym w pierwszym kwartale o 0,6 % w drugim) spełnił techniczne wymogi recesji. Struktura danych nie jest jednak straszna - wkład popytu gospodarstw domowych pozostał dodatni dzięki wydatkom na usługi (+1,4 pp), natomiast **spadły „tylko” inwestycje trwałe (-0,9 pp) i zapasy (-1,9 pp).** Wysoki dodatni wkład eksportu netto (+1,2 pp) wynikał nie tyle ze spadku importu, co z pierwotnego wzrostu eksportu. Wniosek jest taki, że ta recesja nie wystarczyła jeszcze, by wygenerować armię bezrobotnych.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Dane miesięczne opublikowane we wrześniu 2022 roku były dość mocne.

Realna sprzedaż detaliczna po zrewidowanym spadku w lipcu (-0,4 % m/m), **wzrosła w sierpniu (+0,2 % m/m)**, potwierdzając, że popyt gospodarstw domowych (co nie jest zaskoczeniem, biorąc pod uwagę rynek pracy) ma się dobrze również w III kwartale. Ich roczne tempo było więc dodatnie w obu letnich miesiącach (1,5 % w lipcu i 0,8 % w sierpniu). Czyli na rynku pracy jest jak zwykle. W **sierpniu stopa bezrobocia** wzrosła o 0,2 punktu procentowego do 3,7 % z 3,5 % w lipcu, czyli z poziomu na koniec 2019 roku (3,5 %). Było to jednak spowodowane jedynie wzrostem współczynnika aktywności zawodowej do najwyższego poziomu (62,4 %) od marca 2020 roku (62,6 %). Osoby, które wypadły z rynku pracy w okresie Covidu, wydają się wracać na rynek pracy, przyciągnięte przez rosnące płace i sytuację pełnego zatrudnienia. Niskie są także inne monitorowane stopy bezrobocia - **stopa U6** (obejmująca oprócz bezrobotnych także osoby pracujące mniej niż by chciały oraz osoby, które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) wyniosła w sierpniu 7 % (6,7 % w lipcu; grudzień 2019: 6,7 %). Trwa szybkie tworzenie miejsc pracy – **w okresie czerwiec-sierpień gospodarka USA stworzyła 1,46 mln nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym (308 tys. w samym sierpniu)**. na rynku pracy USA nie widać w tej chwili recesji.

W przypadku wynagrodzeń nadal obserwujemy różne sygnały w zależności od tego, z którego badania korzystamy. Według danych [Atlanta Fed](#) (bazujących na Current Population Survey, czyli CPS) w sierpniu 2022 roku płace wzrosły o 6,7 % r/r, zaś według danych tzw. Current Employment Statistics, do którego często odwoływaliśmy się w poprzednich numerach tego materiału, pokazuje „tylko” 2,4 % wzrost w ostatnim półroczu (i 5,2 % r/r). Należy dodać, że [wzrost wskaźnika kosztów zatrudnienia](#) (tzw. Employment Cost index - ECI) wyniósł w II kwartale 1,3 % q/q i 5,1 % r/r, czyli tyle samo co w I kwartale (1,4 % q/q). Jednak to również jest badanie, a nie dane zagregowane dla całej gospodarki.

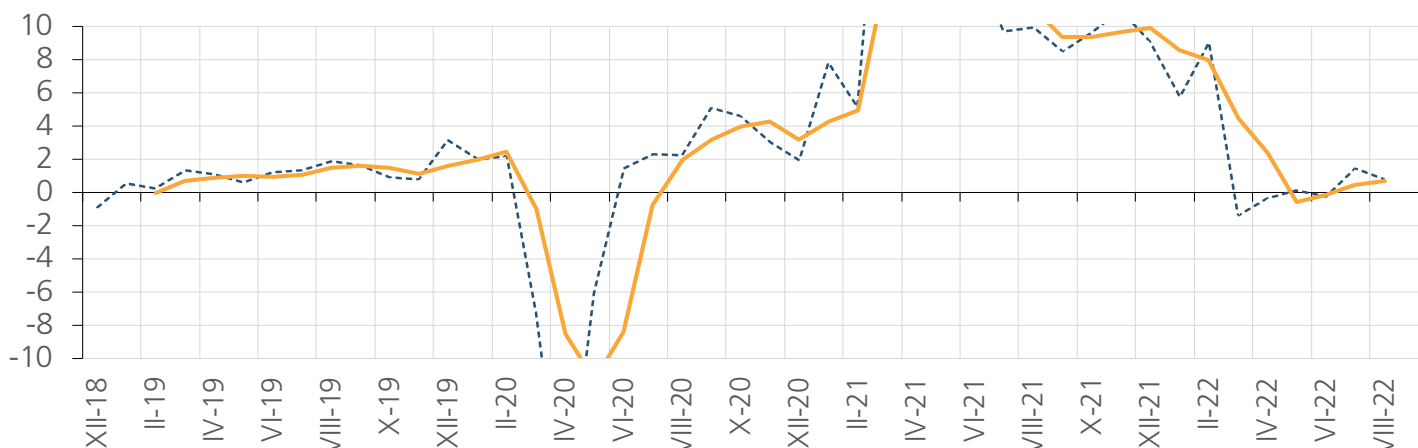
Zamówienia na dobra trwałe spadły m/m w połowie III kwartału (-0,2 % m/m). Jednak po wyłączeniu zmiennych kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią dla większości firm odzwierciedlenie inwestycji trwałych, mamy lepszy obraz: wzrost o ponad 2 % w I kwartale, 1,8 % w II kwartale i **2 % w pierwszych miesiącach III kwartału**. Choć są to dane nominalne, to fakt, że rok do roku zamówienia są wyższe o 8,8 % jest bardzo dobrym wynikiem z punktu widzenia realnego (stagnacyjnego). Nie jest to jednak takie zaskoczenie, gdyż **produkcja przemysłowa** nadal osiąga dobre wyniki. Przy silnym wzroście (realnym) w każdym miesiącu z wyjątkiem maja (-0,1 %) i **sierpnia (-0,2 % m/m)**, **w sierpniu** osiągnięto roczną realną stopę wzrostu na poziomie **3,7 %**.

Po wyhamowaniu **inflacji bazowej** (PCE) w lipcu – o ile w ostatnich czterech miesiącach do maja 2022 r. włącznie wzrastała ona każdorazowo o +0,3 % m/m, o tyle w lipcu znalazła się w stagnacji miesiąc do miesiąca - **w sierpniu** obserwowaliśmy ponowne **przyspieszenie**. **w sierpniu** ten składnik inflacji wzrósł o **0,6 proc. m/m**, co wraz z czerwcem było najszybszym tempem od kwietnia 2021 r. (a wcześniej od września 2001 r.); roczne tempo inflacji bazowej PCE wyniosło 4,9 %. **Inflacja bazowa PCE** wzrosła o 0,3 proc. m/m, dzięki czemu w ujęciu rocznym wyniosła **6,2 %**.

Fakt, że takie ponowne przyspieszenie inflacji przyniesie kolejną znaczącą podwyżkę stóp przez Fed był oczywisty. Zresztą aluzję do tego dał już szef Fedu J. Powell podczas regularnego sierpniowego spotkania w Jackson Hole, gdzie wypowiedział się krótko, ale wyraźnie jastrzębim głosem: stwierdził, że do okiełznania inflacji potrzebny będzie dłuższy okres wzrostu poniżej trendu oraz że do przywrócenia stabilności cen potrzebny będzie „ból” wśród gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. **Następnie, na posiedzeniu 20–21 września, Fed podniósł stopy po raz trzeci z rzędu o 0,75 p. p. i powiedział, że recesja jest prawdopodobna** („szanse na miękkie lądowanie prawdopodobnie zmniejszą”) ponieważ „polityka monetarna będzie musiała być zacieśniona lub restrykcyjna przez dłuższy czas”. Nastąpią kolejne podwyżki stóp o co najmniej 75 pb.

Realna sprzedaż detaliczna pozostaje dodatnia w III kwartale pomimo wysokiej inflacji

Realna sprzedaż detaliczna w USA, % r/r i średnia 3-miesięczna



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Dane miesięczne pozostają mocne, inflacja nadal rośnie. Naszym zdaniem zaskakująco małe zacieśnienie polityki we wrześniu nie wskazuje na wczesne zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych.

Polska gospodarka zaskoczyła negatywnie w II kwartale. Wiadomo było, że tempo wzrostu z pierwszego kwartału (+2,5 % q/q) na pewno nie zostanie powtórzone, ale to, że **gospodarka skurczy się o 2,1 % q/q**, nie było oczekiwane. **w ujęciu rok do roku wzrost wyniósł 5,5**. Struktura wzrostu pokazała jednak, że spadek z I kwartału wynikał głównie z zapasów: popyt gospodarstw domowych dodał 2,1 % q/q, natomiast popyt rządowy 0,7 % q/q. Inwestycje stałe spadły wprawdzie o 7 % q/q, ale inwestycje ogółem (czyli z uwzględnieniem zapasów) spadły o 28 %. Wskazuje to na znaczny spadek zapasów.

Produkcja przemysłowa, po trzech miesiącach spadku miesiąc do miesiąca (-0,4 %, -0,7 % i -0,2 % odpowiednio za kwiecień, maj i czerwiec), **wzrosła w lipcu i sierpniu (0,5 % i 0,3 % m/m)**. w sierpniu wskaźnik **rok do roku** wyniósł **11,4 %**, a w pierwszych 8 miesiącach tego roku produkcja była o prawie 13 % wyższa niż w tym samym okresie 2021 r. **Indeks PMI** zupełnie z tym nie koresponduje. w istocie, w sierpniu załamał się on do 40,9 pkt, najślabiej od 27 miesięcy, a we wrześniu również niewiele się poprawił (**43 pkt**). na wrześniowy wynik, piąty z rzędu poniżej 50, ponownie wpłynął (zgłoszony) spadek produkcji i głęboki spadek nowych zamówień. Podobnie jak w innych miejscach, nastąpiło ponowne przyspieszenie inflacji czynników produkcji, głównie z powodu energii.

Realna sprzedaż detaliczna w sierpniu ponownie szybko wzrosła miesiąc do miesiąca. Po wzroście o 1,2 % w lipcu, **w sierpniu dodała 1 % m/m**, a więc ich roczne tempo pozostało dodatnie (**4,2 %**) dzięki silnemu efektowi bazy. w pierwszych 8 miesiącach sprzedaż była więc o 7,3 % wyższa w porównaniu do analogicznego okresu 2021 roku, co częściowo odzwierciedla efekt bazy, ale biorąc pod uwagę, że (wyrównany sezonowo i realny) wzrost m/m w styczniu, lutym i marcu wyniósł 1, 4 % (oraz że lipiec i sierpień również, zgodnie z powyższą interpretacją, były powyżej odsetka m/m), to widać, że silne tempo wzrostu r/r wynika głównie z solidnego tempa wzrostu popytu gospodarstw domowych w tym roku. Ostatecznie potwierdziły to zagregowane dane o wzroście strukturalnego PKB w II kwartale.

Nic dziwnego - sprzedaży pomaga rynek pracy, na którym na razie nie widać zmian. **Stopa bezrobocia** utrzymywała się w tym roku na bardzo niskim poziomie: w 1Q22 wyniosła 5,3 % (po korekcie), w 2Q22 - 5 %, a **w sierpniu spadła do 4,8**, co było nowym historycznym minimum. Nie dziwi fakt, że płace nadal rosną - **nominalny wzrost płac** wyniósł w sierpniu prawie **13 %**, co oznacza, że **realna dynamika płac** pozostaje tylko **nieznacznie ujemna** pomimo wysokiej inflacji.

W opisanym powyżej otoczeniu makroekonomicznym inflacja bez zaskoczenia „kwitnie”. we wrześniu, według wstępnych danych, **inflacja zasadnicza wzrosła do 17,2 %** (wobec 16,1 % w sierpniu), co wskazuje, że inflacja popytowa prawdopodobnie przyspieszyła jeszcze bardziej w stosunku do ostatecznego odczytu z sierpnia (9,9 %). Miesiąc do miesiąca inflacja zasadnicza wzrosła we wrześniu bardzo szybko o **1,6 % m/m**. Dobrą wiadomością jest zatrzymanie przyspieszenia rocznego tempa wzrostu cen producentów w lipcu i sierpniu: po wzroście o 25,5 % r/r w lipcu, **cen producentów dodały w sierpniu tyle samo 25,5 % r/r**. Tempo wzrostu cen producentów miesiąc do miesiąca oscyluje obecnie wokół 1 %.

Rada Polityki Pieniężnej nie spotkała się w sierpniu. Podnosząc stopy o 50 punktów bazowych zarówno w styczniu jak i w lutym, doprowadziła swoją kluczową stopę do poziomu 2,75 %, następnie podniosła stopy o trzy czwarte punktu procentowego do 3,5 % w marcu i o taki sam punkt procentowy do 4,50 % w kwietniu. na posiedzeniach w maju, czerwcu i lipcu stopy wzrosły dalej, za każdym razem o 0,75 punktu procentowego do poziomu 6,5 %, a we wrześniu **RPP podniosła stopy o 0,25 punktu procentowego do poziomu 6,75 %**. RPP próbowała sugerować, że koniec zacieśniania jest bardzo bliski, ale biorąc pod uwagę fundamenty (zwłaszcza rynek pracy i wzrost płac) nie jesteśmy tego pewni i uważamy, że zacieśnianie polityki jest dalekie od zakończenia.

ROPA

Po miesiącach stopniowego wzrostu, w pierwszym kwartale 2022 roku cena ropy osiągnęła poziom niewidziany od ponad 10 lat z powodu ataku Rosji na Ukrainę. Baryłka ropy na początku marca była notowana po 113 dolarów za baryłkę, a w ciągu miesiąca spoglądała również na 120 dolarów za baryłkę. Pod koniec marca jego cena spadła do poziomu 100 dolarów, a następnie w kwietniu oscylowała wokół tego poziomu w wąskim przedziale ±5 dolarów. od początku maja do mniej więcej połowy czerwca cena ponownie wzrosła, do 120 USD za baryłkę. Jednak w związku z obawami, że zacieśnianie polityki przez banki centralne spowoduje spowolnienie światowej gospodarki, a nawet recesję, spadła ona w czerwcu do przedziału 105–110 USD za baryłkę, a następnie w lipcu do poziomu 90 USD za baryłkę. w sierpniu ropa notowana była w wąskim paśmie ±7 dolarów wokół tego poziomu, **we wrześniu spadła do poziomu poniżej 80 dolarów za baryłkę, ponieważ banki centralne nadal zacieśniały politykę pieniężną.**

RYNKI AKCYJNE

Rozwinięte rynki akcyjne osiągnęły we wrześniu gorsze wyniki. Amerykański indeks S&P 500 spadł o 9,3 %, europejski indeks DJ STOXX 600 o 6,6 %, a japoński Nikkei 225 o 7,7 %. Główną przyczyną spadków akcji były obawy o zacieśnienie polityki pieniężnej banków centralnych w postaci podwyżek stóp procentowych oraz zmniejszenie ilości skupowanych obligacji. Podwyżki stóp procentowych następują z powodu rosnącego poziomu cen i to w warunkach bardzo niskiego bezrobocia i spowalniającej gospodarki. w ramach rynków akcji słabsze wyniki osiągały sektory: konsumencki, stalowy i nieruchomości. Dobrze radziła sobie branża farmaceutyczna, która z reguły jest bardziej odporna na cykl gospodarczy. Największe spadki na giełdzie nastąpiły pod koniec miesiąca, przed rozpoczęciem nowego kwartału i publikacją wyników spółek. Generalnie spółki o niskich marżach i wysokim zadłużeniu, których wrażliwość na koszt długu jest wysoka, nie radziły sobie w tym roku i prawdopodobnie nie będą sobie radzić w najbliższych miesiącach. Doprowadziło to już do spadku indeksu technologicznego Nasdaq o 32,4 % w tym roku.

Europa Środkowa podążała za rozwojem sytuacji na rynkach rozwiniętych. Utrzymująca się presja inflacyjna, restrykcyjna polityka pieniężna banków centralnych i słabnący konsument doprowadziły do spadków na lokalnych rynkach akcji. Dobrze dokapitalizowane banki radziły sobie lepiej, korzystając obecnie z wysokich stóp procentowych i, jak na razie, niskich odpisów od niespłaconych kredytów. Znacznie straciły spółki użyteczności publicznej oraz polskie spółki energetyczne PKN Orlen czy PiGNIG, którym grozi wprowadzenie (lub już wprowadzono) podatków sektorowych lub limitów cen energii elektrycznej, gazu czy paliw. Podatek sektorowy grozi również sektorowi bankowemu, ale znaczna część wpływu jest już wyceniona po spadkach cen akcji, a przy obecnych wycenach oferuje interesujący potencjał. Czeski indeks PX spadł we wrześniu o 4,3 %, polski indeks WIG30 stracił 10,2 %, a rumuński indeks BET 11,8 %.

Duże straty poniosły również akcje rynków wschodzących. MSCI Emerging Markets USD Aggregate Index stracił prawie 12 %, notując najgorszy miesiąc w tym roku i największą stratę od marca 2020 r. Spadki aktywów ryzykownych ponownie wynikały głównie z obaw o wysoką inflację, spowalniający wzrost gospodarczy i niższy popyt na eksport. Główne rynki azjatyckie, na czele z Chinami, zanotowały spadki, a zmarszczki na czołach inwestorów spowodowane były obostrzeniami antycovidowymi oraz chińskim rynkiem nieruchomości. Akcje na Tajwanie, w Hongkongu i Korei Południowej straciły ponad 10 %. Stosunkowo lepiej radziły sobie chińskie akcje krajowe (-6,7 %, A-Shares) oraz indyjskie (-3,5 %). Rynki Ameryki Łacińskiej nadal osiągają dobre wyniki, a brazylijskie akcje zdołały zyskać we wrześniu pół procent. Pozytywnym czynnikiem była spadająca inflacja i oczekiwany koniec zacieśniania polityki pieniężnej. Tureckie akcje również zdołały odnotować wzrost, a krajowi inwestorzy kupowali akcje, próbując zabezpieczyć swoje oszczędności przed ogromną inflacją, pchając ceny w górę. Negatywnym czynnikiem dla rynków wschodzących pozostaje silny dolar.

INDEKS RYNKÓW AKCYJNYCH

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Po obu stronach Atlantyku rozwój sytuacji na rynkach obligacji rządowych był we wrześniu podobny. Niemal do samego końca miesiąca rentowność rosła, napędzana obawami o inflację. w Stanach Zjednoczonych rentowność 10-letnia osiągnęła aż 4 %, najwięcej od 2010 roku, natomiast w strefie euro rentowność 10-letnia obligacji niemieckich przekroczyła w pewnym momencie 2,30 %. Po słabszych danych z USA (spadek liczby otwieranych miejsc pracy o milion do wciąż silnego poziomu 10,1 mln, słabszy PMI) pod koniec września 10-letnie rentowności wróciły do poziomu odpowiednio 3,6 % i 1,8 %. na krótkim końcu ruchy były oczywiście takie same: dwuletnie rentowności niemieckie spadły z 2 % do 1,6 %, a amerykańskie z 4,30 % do 4,10 %.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJA KORPORACYJNE

Opisane powyżej zmiany na rynku obligacji rządowych znalazły oczywiście odzwierciedlenie na rynku obligacji korporacyjnych. Tak zwany indeks całkowitego zwrotu (total return index - TRI) dla obligacji korporacyjnych o spekulacyjnym ratingu denominowanych w euro spadł o 3,8 % w porównaniu z końcem sierpnia, natomiast indeks denominowany w dolarach spadł o 3,7 %. w przypadku ratingu inwestycyjnego tendencja była nieco inna - spadek o 6,1 % na instrumentach denominowanych w dolarach i stagnacja na instrumentach denominowanych w euro. Spready kredytowe obligacji o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro, po znacznym wzroście w sierpniu, we wrześniu ponownie wzrosły, zarówno w przypadku instrumentów o charakterze spekulacyjnym (+12 %), jak i inwestycyjnym (+12,7 %).

RYNEK OBLIGACJI CZECHY

Czeska krzywa dochodowości we wrześniu podążała za rozwojem sytuacji za granicą. Najpierw długie rentowności wzrosły do 5,40 %, by zakończyć miesiąc tuż powyżej 5 %. Żadne dane krajowe nie wpłynęły na rentowność, krótki koniec pozostał zakotwiczony na poziomie 6 % przez niechęć CNB do dalszego podnoszenia stóp.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polska krzywa dochodowości wzrosła we wrześniu i nieznacznie zmniejszyła swoje nachylenie. Niewielki wzrost stóp na krótkim końcu i nieodrzućenie możliwości dalszych podwyżek pchnęło krótki koniec w górę o około 30 pb (do 7,4 %). na długim końcu wzrost rentowności był znacznie większy - przesunięcie o około 1 pb w stosunku do końca sierpnia wyniosło 10-letnią rentowność do 7,2 %..

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

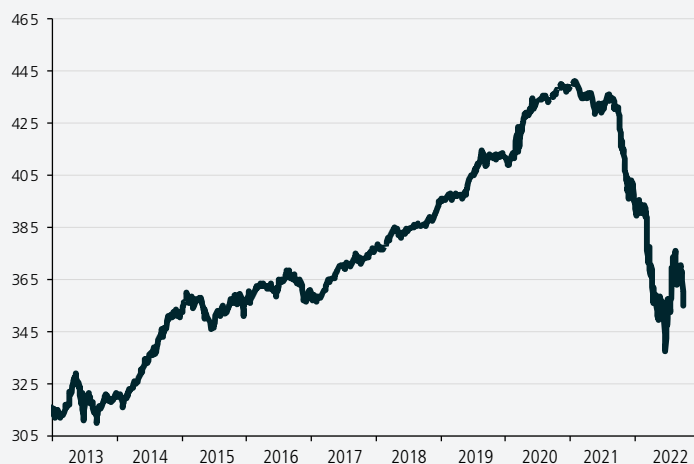
O ile w lipcu i sierpniu front wojenny nie posunął się w żaden sposób do przodu, o tyle we wrześniu przeprowadzono udaną kontrofensywę w rejonie Charkowa, który to rejon armia ukraińska niemal w całości kontrolowała. Dzięki udanemu

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

wprowadzeniu nowego sprzętu, Ukrainie udało się znacznie zakłócić logistykę i zaplecze głęboko za linią frontu. Malejące zapasy, braki amunicji, bardzo rozdrobniona struktura sił rosyjskich (ochotnicy, milicja, zawodowi najemnicy) oraz rosnąca demotywacja przyczyniły się do szybkiego posuwania się na wschód do granicy obwodu ługańskiego. Dotychczas Ukrainie udało się odzyskać ok. 15 % terytorium zagarniętego po lutym 2022 r. Rosja nadal zajmuje niecałe 20 % (100 % Krymu, obwody chersoński i ługański oraz ok. 60–70 % obwodów donieckiego i zaporoskiego; ok. 110 tys. km²) kraju.

Już w sierpniu formalnie zatwierdzono warunki restrukturyzacji walutowych ukraińskich obligacji rządowych - zawieszenie płatności kuponowych od ukraińskich obligacji rządowych i przedłużenie terminu zapadalności o dwa lata. Celem jest zmniejszenie presji na przepływy pieniężne z budżetu państwa i kupienie czasu. Rząd Ukrainy stara się na czas zająć się presją na stronę wydatkową budżetu w związku z trwającą wojną i rozpoczął otwartą komunikację z pożyczkodawcami obligacji. Trwają negocjacje nad ogromnym programem MFW, a jednocześnie trwa nieustanna dystrybucja pomocy zagranicznej (rządu 1–5 mld USD miesięcznie). Ceny obligacji znalazły się poniżej 30 % poziomu nominalnego.

WALUTY

Dolar we wrześniu najpierw oscylował wokół parytetu **względem euro**, ale potem zanurzył się poniżej niego i po krótkim flircie z poziomem 0,96 zakończył miesiąc w okolicach 0,98. Wynika to głównie z perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej w USA, gdzie inflacja nie ustępuje (a przynajmniej nie wystarczająco szybko).

Bardzo podobnie radziły sobie we wrześniu waluty środkowoeuropejskie, czyli te, na których kurs nie ma wpływu bank centralny. Polski złoty początkowo pozostawał stabilny w przedziale 4,70–4,75 w pierwszej połowie miesiąca, ale osłabił się do 4,85 w ostatniej dekadzie września wraz z umacniającym się dolarem i zawirowaniami na funcie brytyjskim po ogłoszeniu przez brytyjski rząd planu dużej, finansowanej z długu, obniżki podatków. Podobny rozwój sytuacji obserwowaliśmy w przypadku **węgierskiego forinta**, który w ostatniej dekadzie września osiągnął nowe historyczne minimum (425 forintów za euro), pomimo podwyżki stóp węgierskiego banku centralnego. Jediną stabilną walutą była korona czeska, której kurs bez kierunku oscylował w granicach 24,5–24,70. w tym przypadku jednak Czeski Bank Narodowy interweniował przynajmniej częściowo.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Również polskie obligacje mają jeszcze potencjał do dalszego wzrostu rentowności. Inflacja jest bardzo wysoka, złoty pozostaje słaby, polski rząd swoimi pakietami antyinflacyjnymi powiększa deficyt (i tym samym zwiększa podaż obligacji).

RYNEK OBLIGACJI UKRAINA

Zachód nadal jest mocno zaabsorbowany skutkami kryzysu energetycznego, wynikającymi z ograniczonych lub przerwanych dostaw gazu, co zakłóca koncentrację na sprawnym i szybkim wdrażaniu pomocy. w miarę zbliżania się zimy, kryzys energetyczny będzie się nasilał, zasilając partie populistyczne, osłabiając spójność polityczną Europy i wspierając wysiłki Rosji zmierzające do rozwiązania sytuacji i poprawy jej pozycji negocjacyjnej. Jednak obecny kształt konfliktu i rosnące ryzyko ataku na krytyczną infrastrukturę europejską znacznie utrudniają wszelkie negocjacje dyplomatyczne. Choć w związku z niepowodzeniami militarnymi w wewnętrznych strukturach rosyjskiego wojska i kierownictwa politycznego w Moskwie zachodzą zmiany, nie widać znaczących pęknięć lub są to niepotwierdzone spekulacje. Można przypuszczać, że w miarę niepowodzeń rosyjskie wojsko będzie częściej sięgać po brutalną siłę w postaci wyrzutni rakietowych czy pocisków balistycznych, utrudniając jednocześnie ukraińskiemu wojsku utrzymanie dotychczasowego tempa działań.

WALUTY

W przypadku kursu **euro/dolara** uważamy, że Europa poradzi sobie z obecnym kryzysem energetycznym (kosztem regulacji, ale nie ma innego sposobu), przy czym EBC będzie musiał być bardziej agresywny niż Fed w zacieśnianiu w przyszłości, a oczekiwania co do tego, w jakim kierunku pójdą stopy, będą rosły szybciej w EBC niż w Fed. Ponieważ w przeszłości to właśnie (oczekiwane) względne ustawienia polityki pieniężnej najbardziej poruszały kursem walutowym, uważamy, że do końca roku kurs powróci w kierunku 1,05.

Po tym, jak w ostatnich miesiącach CNB zapobiegło osłabieniu korony kosztem wielu miliardów euro, rynek od pewnego czasu jest oczyszczony ze spekulantów obstawiających deprecjację korony. Mimo to uważamy, że na ten rok korona zaliczyła już swoje maksimum (styczeń: 24,20). Spodziewamy się, że wzrost stóp w USA i strefie euro będzie kontynuowany oraz, że Rada Banku CNB wręcz przeciwnie, będzie przez jakiś czas zwlekać z dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej, nawet jeśli będzie oczywiste, że jest ono potrzebne. Dlatego uważamy, że korona nie będzie się w tym roku umacniać

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

i raczej stopniowo będzie zmierzać w kierunku 25 z obecnych wartości. W rzeczywistości spojrzenie na forinta czy złotego wskazuje, że korona byłaby już powyżej 25, a bardziej prawdopodobne, że przy 25,50, gdyby CNB nie stanął ostatnio na jej drodze; oba kraje mają wyższe stopy niż Czechy. Ponadto Czechy mają dziś ujemny bilans handlowy, a nadwyżka na rachunku bieżącym zniknęła. Jest to oczywiście negatywne dla korony.

Polski złoty jest w gorszej sytuacji niż czeska korona - na czas wojny, która jest znacznie bliższa Polsce niż Czechom, będzie szukał mocniejszych poziomów i tylko selektywne interwencje NBP uchronią go przed znaczną deprecjacją. Dopiero po przywróceniu zaufania rynku do stabilności cen (czyli gdy perspektywy inflacji zaczną się poprawiać) widzimy możliwość odegrania roli przez dyferencjał stóp procentowych i umocnienia złotego. Tym samym, biorąc pod uwagę dalszy oczekiwany wzrost stóp procentowych/rentowności w euro, nie widzimy miejsca na większą aprecjację niż w kierunku 4,60 w tym roku, ale z dużo większym prawdopodobieństwem, że złoty pozostanie słabszy.

Chociaż **węgierski forint** jest obecnie walutą o zdecydowanie najwyższych (dwucyfrowych) stopach procentowych, to bliskość reżimu Orbana do Rosji na tle rosyjskiej agresji na Ukrainie będzie nadal negatywnie oddziaływać na forinta. W sytuacji ciągłego braku porozumienia z UE forint pozostanie słaby, tj. w najlepszym wypadku około 400 forintów za euro, ale bardziej prawdopodobne, że jeszcze słabszy. Poza polityką monetarną, której wyraźnie brakuje, trudno znaleźć powód, dla którego inwestorzy zagraniczni mieliby nagle polubić forinta. Oczywiście, bliźniacze deficyty (na rachunku bieżącym i w finansach publicznych) też nie pomagają.

RYNEK AKCYJNY

Zwiększona zmienność na rynkach giełdowych będzie nam towarzyszyć jeszcze przez wiele miesięcy ze względu na liczne wiadomości związane z kursami walut. Obecny konflikt, nie tylko na Ukrainie, będzie szansą dla wielu firm. Malejąca siła nabywczą gospodarstw domowych, spodziewane spowolnienie/spadek koniunktury gospodarczej, wyższe stopy procentowe i kontynuacja przerwanych łańcuchów dostaw doprowadzą do krótkoterminowego spadku zysków poszczególnych firm. Skala spowolnienia gospodarczego i wpływ na rentowność przedsiębiorstw są w tej chwili bardzo trudne do oszacowania, ale znaczna część tego scenariusza została już wyceniona, po spadkach obligacji i akcji. Po raz kolejny wierzymy, że po słabszym okresie gospodarki, gospodarstwa domowe i rynki akcji wyjdą ostatecznie z kryzysu silniejsze i zdrowsze w dłuższej perspektywie niż były przed kryzysem. W najbliższych miesiącach spodziewamy się korekty cen gazu i energii elektrycznej. Zakończenie remontów niektórych francuskich elektrowni jądrowych, żeglowność Renu, poprawa sytuacji wodnej w norweskich i rumuńskich hydroelektrowniach czy też, krótko mówiąc, więcej wiatru, którego w sierpniu było mało, doprowadzą do spadku cen energii elektrycznej. Ceny gazu zejść z niezwykle wysokich poziomów dzięki „zapełnieniu” magazynów gazu w UE, kontynuacji dodatkowych dostaw gazu spoza Rosji, ukończeniu do końca roku dwóch terminali LNG w Niemczech oraz, co najważniejsze, spadkowi zużycia gazu przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Mogłoby to pomóc w uspokojeniu obecnej niestabilnej i niepewnej sytuacji.

Wiele akcji spadło poniżej ich wartości wewnętrznej bez dobrego powodu, więc wolimy aktywną selekcję akcji niż pasywne inwestowanie. Gospodarstwa domowe w ciągu dwóch lat zgromadziły solidne oszczędności, ale w najbliższych miesiącach będą się one kurczyć kosztem rosnących cen surowców, energii, żywności i innych towarów. Wpływ na poszczególne gospodarki i społeczeństwa będzie indywidualny. Gospodarka USA, która jest bardziej oddalona od Europy, może radzić sobie lepiej. Z drugiej strony Europa może zyskać w perspektywie średnioterminowej dzięki wycofaniu produkcji z „bardziej ryzykownych” regionów, dokonując jednocześnie bardzo potrzebnych nowych inwestycji w wielu sektorach. Skorzysta na tym również region Europy Środkowej, który wciąż jest tanim regionem pod względem kosztów produkcji.

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