



**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# INFLACJA W CENTRUM UWAGI

**AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE**  
Komentarz do wydarzeń rynkowych  
czerwiec 2021 r.

# Lista autorów

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz  
Makler Papierów Wartościowych*

## **Jakub Szczepaniec**

*Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych  
Dział Analiz Makroekonomicznych*

## **Marcin Brendota**

*Ekspert ds. Analiz  
Doradca Inwestycyjny*

## **Adam Warchoń**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Makler Papierów Wartościowych*

## **Rafał Komar**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Doradca Inwestycyjny*

## **Adam Dudoń**

*Ekspert ds. Analiz  
Doradca Inwestycyjny*

## **Bartłomiej Zalewski**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Makler Papierów Wartościowych*

## **Damian Marciniak**

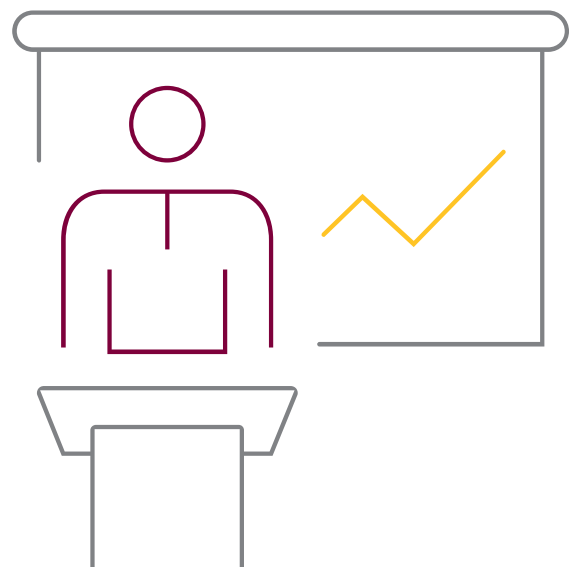
*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Makler Papierów Wartościowych*

## **Marek Libner**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Doradca Inwestycyjny*

## **Bartłomiej Nowicki**

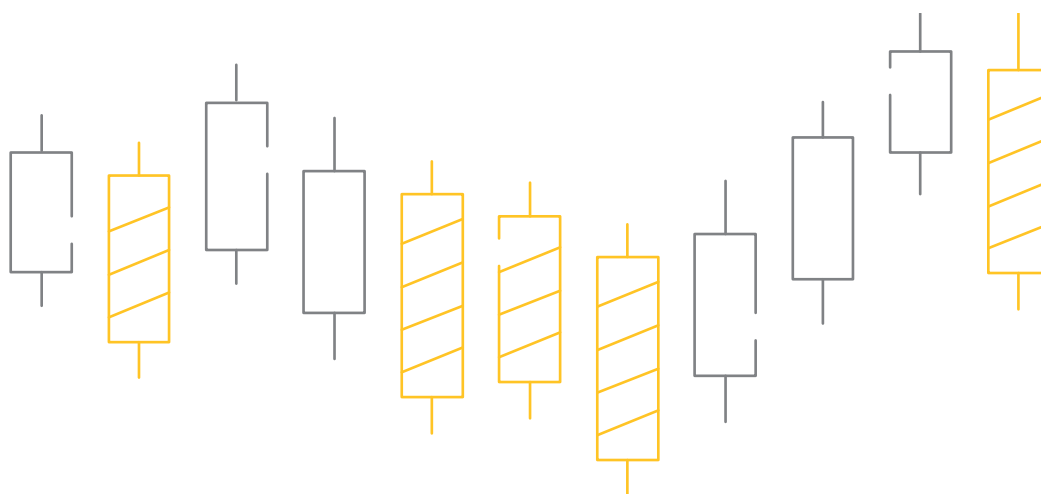
*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Makler Papierów Wartościowych*



**11 czerwca 2021 r.**

# Spis treści

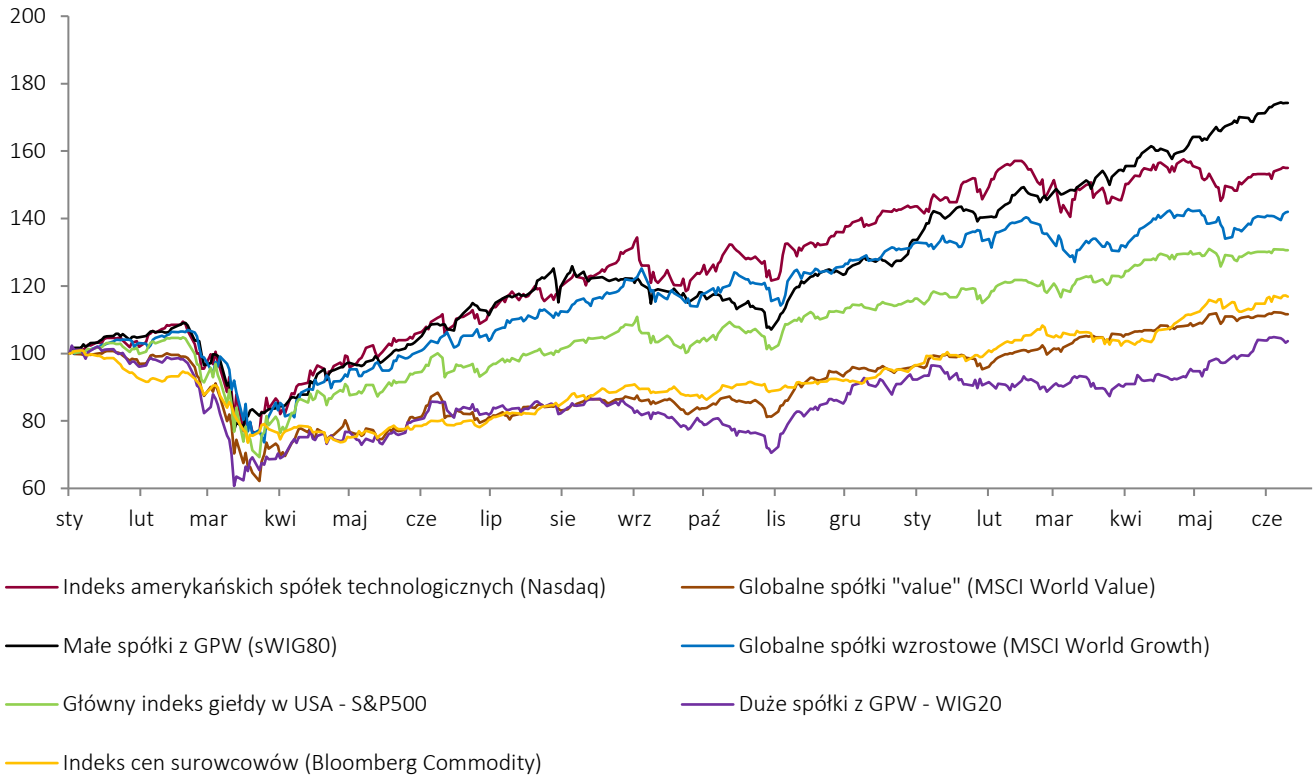
<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>6</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>8</b>
Rynki rozwinięte – USA .....	8
Europa .....	9
Japonia .....	10
Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM) .....	11
Polska .....	12
<b>Obligacje</b> .....	<b>14</b>
Zagraniczne korporacyjne IG.....	15
Zagraniczne korporacyjne HY.....	15
<b>Surowce</b> .....	<b>16</b>
Ropa .....	17
Złoto .....	18
Metale przemysłowe.....	19
Towary rolne.....	20
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	22
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>24</b>



# Wstęp

- Najnowsze odczyty urzędów statystycznych pokazują na gwałtowny wzrost cen producentów we wszystkich znaczących gospodarkach (USA, Chiny, Niemcy, Japonia) i wysokie prawdopodobieństwo dalszego wzrostu cen konsumenckich (CPI). Przykładowo wskaźniki inflacji PPI (z ang. Producer Price Index) za kwiecień dla gospodarek Stanów Zjednoczonych i Niemiec były na poziomach najwyższych od blisko dekady (odpowiednio 6,2% i 5,2%), a w „fabryce świata” Chinach (za maj) – 9,0%- co w przypadku tego kraju oznacza wyrównanie 25-letniego „rekordu”
- Także w Polsce mamy rekordy, jeśli chodzi o odczyty inflacyjne: PPI w kwietniu +5,3%, szacunek CPI za maj +4,8% (najwyżej od 2012 roku)
- Na ów „wysok” inflacji składają się z jednej strony wzrost zagregowanego popytu na dobra trwałe z gospodarek rozwiniętych, które dodatkowymi wydatkami rządowymi i polityką „zerowych” stóp procentowych oraz skupu aktywów finansowych wygenerowały ogromne „nawisy oszczędności” gospodarstw domowych na poziomie zagregowanym, z drugiej zaś problemy z dostawami towarów na czas w globalnych łańcuchach logistycznych.
- Jednocześnie banki centralne w większości przypadków odzegnują się od natychmiastowego podnoszenia stóp procentowych, co powoduje szczególnie niekorzystną sytuację dla posiadaczy obligacji, zwłaszcza stałokuponowych, dla których realna wartość przyszłych kuponów w okresach wzrostu inflacji spada, oraz długoterminowych, dla których wpływ spadku realnej wartości przyszłych kuponów ma najbardziej trwały charakter.
- Przy tak wysokiej inflacji, jak obecnie obserwujemy, akcje pozostają główną klasą aktywów oferującą szansę (ale nie gwarancję) na ochronę realnej wartości oszczędności, przy czym nie każdy z rynków akcji charakteryzuje się w naszej ocenie tak samo atrakcyjną relacją potencjalnego zysku do ryzyka
- Długoterminowo najlepsze perspektywy przedstawiają się naszym zdaniem na akcjach spółek z rynków wschodzących, które gospodarczo „ciągną” w górę Chiny. Relatywnie słabsze zachowanie giełdy chińskiej w ostatnich miesiącach vs. rynki rozwinięte to pokłosie przede wszystkim bardziej stanowczych posunięć rządzącej partii względem praktyk monopolistycznych największych tamtejszych korporacji i ich większej kontroli (także w zakresie przetwarzanych danych)
- Z kolei rynek akcji w USA ogromne zapomogi i dotacje w związku z pandemią zostały już rozdysponowane i nie należy oczekiwać utrzymania ich dotychczasowych dynamik. Jednocześnie stanowiące o sile amerykańskich indeksów wielkie spółki spod akronimu FAAMG stały się już tak wielkie, że dynamika ich wyników finansowych musi osłabnąć, nie mówiąc już o coraz większych zakusach w różnych częściach świata na ich większe opodatkowanie i regulowanie. Niemniej też z racji wielkości tegoż rynku nie należy w globalnych strategiach całkowicie z niego zrezygnować. Od ubiegłego miesiąca nieco lepiej w horyzoncie 6-12 mies. oceniamy perspektywy spółek spoza sektorów zaliczanych do wzrostowych (głównie IT, ale nie tylko)
- Dobre perspektywy tym samym widzimy przed polską giełdą, na której większość emitentów stanowią przedstawiciele tradycyjnych branż, takich jak: banki, surowce, przemysł, handel detaliczny, a więc branż procyklicznych, w których oczyszczone ze zdarzeń jednorazowych wyniki finansowe, zwłaszcza w bieżącym roku, powinny wykazywać wysokie dodatnie dynamiki i których wyceny w relacji zarówno do bieżących jak i prognozowanych zysków są niższe niż amerykańskich, a trend wzrostu odsetka oszczędności gospodarstw domowych ulokowanych w akcje (który widzimy w rosnących napływach do funduszy) startuje w Polsce ze znacznie niższego pułapu niż w USA.

Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku ubiegłego roku (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg

Odczyty inflacji konsumpcyjnej CPI dla wybranych krajów za ostatnie 5 lat

Rok	2017					2018					2019					2020					2021									
Miesiąc	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5					
<b>Polska</b>	4.8	3.2	2.4	2.6	2.4	3.0	3.1	3.2	2.9	3.0	3.3	2.9	3.4	4.6	4.7	4.3	3.4	2.6	2.5	2.6	2.9	2.9	2.6	2.4	2.2	1.7	1.2	0.7	1.1	1.3
<b>Norwegia</b>	3.0	3.1	3.3	2.5	1.4	0.7	1.7	1.6	1.7	1.3	1.4	1.3	0.8	0.7	0.9	1.8	1.4	1.6	1.8	1.5	1.6	1.9	1.9	2.5	2.9	2.9	2.9	3.0	3.1	3.5
<b>Szwecja</b>	2.2	1.7	1.4	1.6	0.5	0.2	0.3	0.4	0.8	0.5	0.7	0.0	-0.4	0.6	1.0	1.3	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4	1.7	1.8	2.2	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0	2.3
<b>Węgry</b>	3.1	2.3	2.1	2.2	2.3	2.7	2.9	3.2	3.3	3.4	3.3	2.9	3.2	3.4	3.7	3.6	3.2	3.1	2.7	2.9	2.9	2.7	2.9	2.9	2.7	2.9	2.8	3.0	2.7	2.5
<b>Czechy</b>	5.1	3.7	3.1	2.7	2.7	2.7	3.0	3.4	3.9	3.8	2.9	2.2	2.4	3.9	4.4	4.7	4.0	3.4	2.9	2.8	3.1	3.3	3.4	3.9	3.9	3.7	3.1	2.7	2.7	3.1
<b>Rosja</b>	5.5	5.8	5.7	5.2	4.9	4.4	4.0	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0	3.1	2.5	2.3	2.4	3.0	3.5	3.8	4.0	4.3	4.6	4.7	5.1	5.2	5.2	5.0	4.3	3.8	3.5
<b>Turcja</b>	11.1	16.2	15.6	15.0	14.6	14.0	11.9	11.8	11.8	11.8	12.6	14.4	10.9	11.9	12.4	12.2	12.8	10.6	8.6	9.3	15.0	16.7	15.7	16.7	16.5	16.7	16.5	16.7	16.7	16.4
<b>Brazylia</b>	6.8	6.1	5.2	4.6	4.5	4.3	3.9	3.1	2.4	2.3	2.1	1.9	2.4	3.3	4.0	4.2	4.3	3.3	2.5	2.9	3.4	3.2	3.4	4.7	4.9	4.6	3.9	3.8	3.8	4.1
<b>Meksyk</b>	6.1	4.7	3.8	3.5	3.2	3.3	4.1	4.0	4.0	3.6	3.3	2.8	2.1	3.2	3.7	3.2	2.8	3.0	3.0	3.2	3.8	3.9	4.3	4.4	4.0	3.9	4.4	4.0	3.9	4.4
<b>Irlandia</b>	1.1	0.0	-0.4	-0.2	-1.0	-1.1	-1.5	-1.2	-1.0	-0.4	-0.4	-0.5	-0.1	0.7	1.1	1.3	1.1	0.7	0.9	0.7	0.5	1.1	1.0	1.7	1.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.9
<b>Austria</b>	1.8	1.9	1.1	0.7	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.6	1.1	0.8	1.5	1.6	2.2	2.2	1.9	1.2	1.1	1.2	1.5	1.4	1.6	1.6	1.8	1.8	1.6	1.7	1.8	2.3
<b>Grecja</b>	-0.3	0.8	-1.5	0.0	-0.4	-0.4	-1.4	-0.8	-0.8	-0.8	-1.6	-1.4	0.0	0.2	0.9	0.8	0.2	-0.7	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	0.2	0.2	0.9	0.5	0.6	0.4	0.6	1.0
<b>Hiszpania</b>	2.2	1.3	0.0	0.5	-0.5	-0.8	-0.8	-0.4	-0.5	-0.6	-0.3	-0.9	-0.7	0.0	0.7	1.1	0.8	0.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.4	0.8	1.5	1.3	1.1	1.0	1.2	1.7
<b>Włochy</b>	1.1	0.8	0.6	0.4	-0.2	-0.3	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.5	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.7	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9	1.1	1.0	0.9	1.1
<b>Francja</b>	1.2	1.1	0.6	0.6	0.0	0.2	0.0	0.2	0.8	0.2	0.4	0.3	0.7	1.4	1.5	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	0.9	1.3	1.1	1.3	1.2	1.6	1.9	2.2	2.2
<b>Niemcy</b>	2.0	1.7	1.3	1.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.9	0.6	0.9	1.4	1.7	1.5	1.1	1.1	1.2	1.4	1.7	1.6	1.4	2.0	1.3	1.5	1.4	1.7	2.3	2.5
<b>Nieruchomości</b>	2.0	1.6	1.4	1.0	0.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.4	0.8	1.3	1.4	1.4	1.0	0.7	0.8	1.0	1.3	1.3	1.7	1.4	1.4	1.3	1.5	2.0	2.4
<b>UK</b>	1.5	0.7	0.4	0.7	0.6	0.3	0.7	0.5	0.2	1.0	0.6	0.5	0.8	1.5	1.7	1.8	1.3	1.5	1.5	1.7	1.7	2.1	2.0	2.0	2.1	1.9	1.8	2.1	2.3	2.4
<b>USA</b>	4.2	2.6	1.7	1.4	1.4	1.2	1.2	1.4	1.3	1.0	0.6	0.1	0.3	1.5	2.3	2.3	2.1	1.8	1.7	1.7	1.8	1.6	1.8	2.0	1.9	1.5	1.6	1.9	2.2	2.5
<b>Japonia</b>	-0.4	-0.2	-0.4	-0.6	-1.2	-0.9	-0.4	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.7	0.8	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	0.7	0.9	0.5	0.2	0.2	0.3	0.8
<b>Chiny</b>	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.1	-0.5	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.6	3.8	3.0	2.8	2.7	2.7	2.5	2.4	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5
<b>Korea</b>	2.6	2.3	1.5	1.1	0.6	0.5	0.1	1.0	0.7	0.3	0.0	0.3	0.1	1.0	1.1	1.5	0.7	0.2	0.0	-0.4	0.0	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4	0.5	0.8	1.3	2.0
<b>Tajwan</b>	2.1	1.3	1.4	-0.2	0.1	0.1	-0.3	-0.6	-0.3	-0.5	-0.8	-1.2	-1.0	0.0	0.2	1.9	1.1	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	0.9	0.7	0.6	0.2	0.2	-0.1	0.3
<b>Indonezja</b>	1.7	1.4	1.3	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4	1.3	1.5	2.0	2.2	2.6	3.0	3.1	2.8	2.6	2.7	2.9	3.2	3.0	2.8	2.8	3.0	2.7	2.6	2.9	3.2	3.1	3.5
<b>Australia</b>	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.4	0.0	-0.3	0.5	0.5	1.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.4	1.6	1.8	1.8	2.0
<b>Indie</b>	4.3	5.5	5.0	4.1	4.6	6.9	7.6	7.3	6.7	6.7	6.2	6.3	7.2	5.8	6.6	7.6	7.4	5.5	4.6	4.0	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.6	2.0	2.1	2.3

# Opis sytuacji gospodarczej

W kwietniu doszło do solidnego przyspieszenia inflacji konsumenckiej w USA. Wskaźnik CPI wzrósł z 2,6% r/r do 4,2% r/r. Z wyłączeniem żywności i energii ceny konsumenckie rosły o solidne 3% r/r wobec 1,6% w marcu. W tym drugim przypadku, tzw. inflacji bazowej, to poziom najwyższy w całym XXI wieku. Część zwyżek to odrabianie pandemicznego cofnięcia (rok temu wzrost cen wyraźnie hamował), ale przyspieszenie dynamik inflacji jest na pewno mocniejsze od oczekiwań rynkowych a także prognoz banku centralnego (Fed).

Presja na Fed w kierunku zacieśniania polityki monetarnej pozostaje zatem podwyższona. Tym bardziej, iż wskaźniki koniunktury sugerują, iż ożywienie w usługowej części gospodarki nabiera tempa. PMI usług dla USA w maju ustanowił rekord, wybijając się nad poziom 70 pierwszy raz w historii. Otwieranie gospodarki przy nagromadzonych w trakcie pandemii oszczędnościach może być kolejnym czynnikiem, który dla spółki z rosnącymi kosztami po stronie producentów, będzie oddziaływał w kierunku wyższych cen.

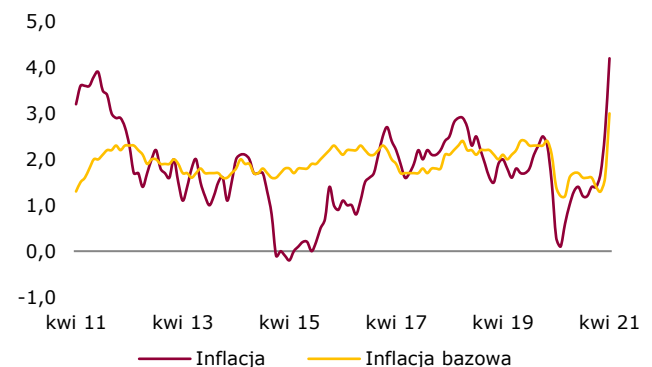
Problem zamarkowany już w USA – podwyższona presja na wzrost cen – w strefie euro jest, póki co, słabo widoczny. Inflacja co prawda zaznaczyła w tym roku wyraźniejsze zwyżki, ale po pierwsze to wciąż umiarkowana skala, a po drugie nadal nie widać presji w obszarach bazowych (po wyłączeniu najbardziej zmiennych cen żywności i energii).

Gospodarka strefy euro jest jednak opóźniona w kwestii luzowania restrykcji względem USA i proinflacyjne dane mogą być jeszcze przed nami. Tym niemniej skromniejszy wymiar stymulacji fiskalnej niż w Stanach na przestrzeni '20 i '21, oraz dominujące w ostatniej dekadzie tendencje dezinflacyjne w strefie euro, sugerują, iż ryzyka niestabilności cenowych są mniejsze niż za Oceanem.

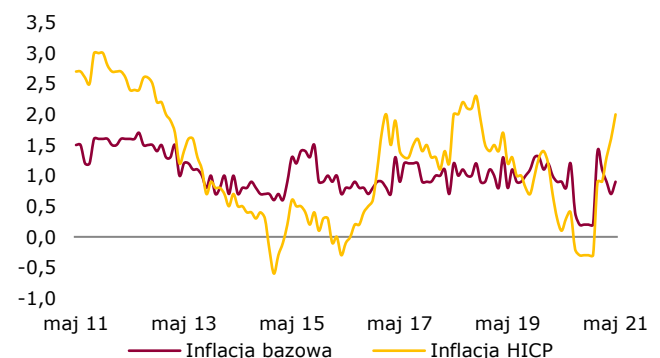
Dane z pierwszych miesięcy br. sugerują, iż odbudowa w krajowej gospodarce staje się coraz bardziej kompletna i dynamiczna, pomimo faktu, iż część usług, najbardziej dotkniętych przez kryzys, wciąż jest pod presją. Poprawa sytuacji epidemicznej i idące za nią luzowanie obostrzeń powinny jednak dynamizować odbicie w tych obszarach.

PKB Polski w I kw. 2021 wzrosło w ujęciu kw./kw. o 1,1%. W dużym uogólnieniu można zatem przyjąć, iż trzecia fala epidemii (zimowa), pomimo większych rozmiarów, była mniej dotkliwa dla krajowej gospodarki niż druga (jesienna).

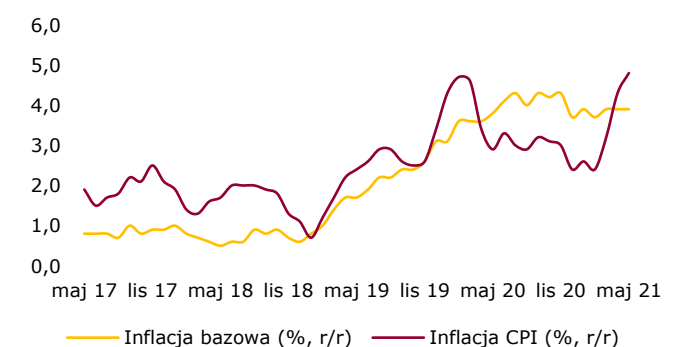
Inflacja CPI i CPI bazowa w USA (% r/r)



Inflacja CPI i CPI bazowa w strefie euro (% r/r)



Inflacja CPI i CPI bazowa w Polsce (% r/r)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior Banku

Poza tym w danych o PKB za I kw. 2021 doszła solidna pozytywna niespodzianka w postaci wyraźnego odbicia nakładów na środki trwałe (18,2% kw./kw.), co sygnalizuje szybsze od oczekiwanego (przynajmniej o 2

kwartały) wystartowanie cyklu inwestycyjnego, pomimo wciąż bardzo niepewnej sytuacji epidemicznej w I kwartale.

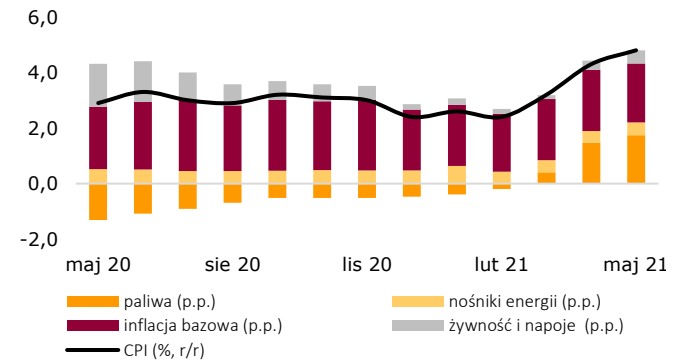
Optymistyczna struktura PKB w I kw. 2021, w połączeniu z bardzo dobrą koniunkturą w polskim przetwórstwie przemysłowym oraz pozytywnych tendencjach w krajowej sytuacji epidemicznej, dają obraz solidnego odbicia PKB po kryzysowym 2020, którego dynamika w 2021 wg aktualnych prognoz własnych Alior Banku wyniesie 5,1%, a w 2022 r. 5,4%.

Odbudowie gospodarczej będzie towarzyszyła wysoka presja inflacyjna – w 2021 r. oczekujemy wskaźnika CPI średniorocznie na poziomie 4%, a w 2022 3,4%. Taki układ generuje presję na Radę Polityki Pieniężnej w kierunku podwyżek stóp procentowych. Te niewykluczone są już w 2021 r., ale bardziej prawdopodobne jest, iż Rada poczeka na ugruntowanie ożywienia w gospodarce, które mimo wszystko jest

jeszcze we wczesnej fazie i w związku z tym obarczone sporymi ryzykami.

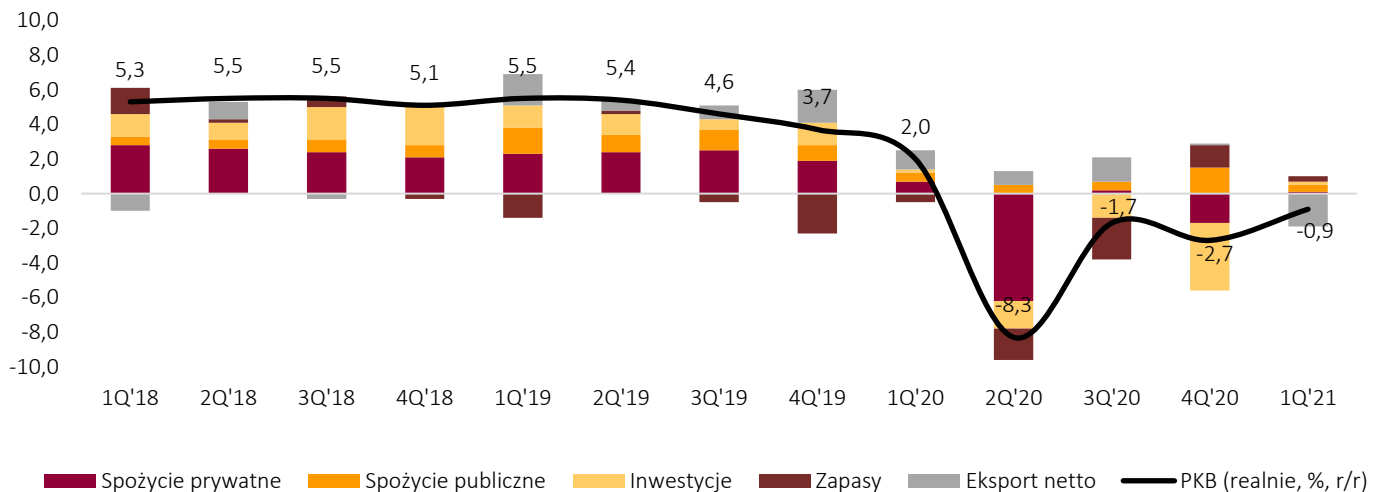
W takim scenariuszu cykl podwyżek stóp rozpocząłby się dopiero w I połowie przyszłego roku. (js)

**Inflacja CPI w Polsce i jej składowe (% r/r)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

**Polska - zmiana PKB (realnie, %, r/r) wraz z kompozycją (pp.)**



Źródło: Bloomberg

# Akcje

## Rynki rozwinięte – USA

Maj zakończył się ledwie półprocentowym wzrostem indeksu S&P500, neutralnym zachowaniem w segmencie średnich spółek (Russell2000) oraz 1,5%-owym spadkiem indeksu spółek technologicznych Nasdaq. O ile akcje amerykańskie często przewodziły głównym rynkom, o tyle teraz ustąpiły pola głównym giełdom europejskim oraz części rynków wschodzących, które notowały wyższe stopy zwrotu.

Oprócz wciąż podtrzymywanych konsensusów wysokich dynamik wyników finansowych na ten rok dla akcji amerykańskich (zagregowany zysk na akcję indeksu S&P 500 ma w 2021 r. wzrosnąć o blisko 30% r/r) analitycy coraz liczniej zwracają też uwagę na bardzo wysokie saldo gotówkowe spółek, które zostaną przeznaczone na dystrybucję do akcjonariuszy (dywidendy i skup akcji własnych) oraz nakłady inwestycyjne. Największy udział operacji buyback w prognozowanych wydatkach ma tradycyjnie już zasobny w gotówkę i nisko zadłużony sektor IT, a który po przejściu suchą stopą przez niespokojny dla wielu innych branż 2020 rok w kolejnym, jak pokazał raport za I kw. nadal notuje dodatnie dynamiki wyników finansowych. Większa aktywność w zakresie skupu akcji własnych sprzyja pozytywnemu sentymentowi, gdyż z jednej strony kreuje popyt na akcje spółki, z drugiej strony mniejsza liczba akcji oddaje większą wartość przyszłego majątku jaki na nią będzie przypadać. W spółkach technologicznych duży udział w wydatkach mają także inwestycje na badania i rozwój, chociaż z punktu widzenia wyceny spółek nie jest to tak jednoznacznie pozytywnie odbierane.

Z kolei dla drugiej najsilniej reprezentowanej w S&P500 branży ochrony zdrowia głównym celem wydatków są i będą operacje fuzji i przejęć, które z reguły także pozytywnie wpływają na nastroje inwestycyjne. To często odbywa się z pomocą lub pośrednictwem instytucji finansowych typu fundusze PE lub VC. W bezpośrednim odniesieniu do rynku takie transakcje są często zawierane przy wysokich wycenach, np. wartości transakcji do rocznego wyniku EBITDA, co potem rzutuje również na wyższe mnożniki (czyli wyceny) spółek notowanych na aktywnych rynkach. Wiele spółek ma także aktywnie inwestować w swój majątek. Inwestycje w środki trwałe są o tyle pożądane, że wywołują dodatkowy popyt na produkty w innych branżach, które będą dostarczać aktywa. Przykładowo Apple zamierza w okresie kilku lat wydać na planowane inwestycje kilkaset miliardów dolarów, głównie u innych amerykańskich przedsiębiorstw. Zwiększeniu potencjalnych inwestycji mają sprzyjać planowane reformy podatkowe, poprzez zmniejszanie podstawy opodatkowania (np. amortyzacja środków trwałych).

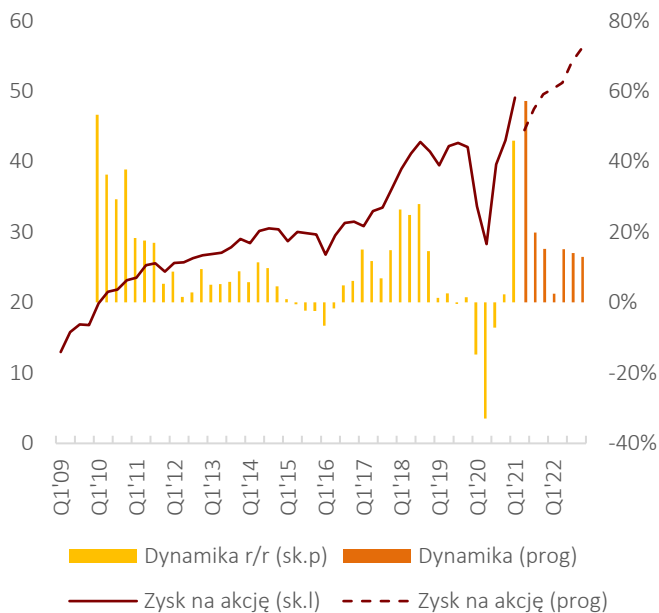
W odniesieniu do planowanych dywidend nie oczekuje się większych zmian co wynika w dużej mierze ze stałości polityk dywidendowych, mniej zależnych od bieżącej koniunktury.

Niemal wszystkie spółki opublikowały już wyniki finansowe, zysk na akcję indeksu S&P 500 w I kw. wzrósł o 46% r/r. Bardzo wysoka dynamika prawdopodobna jest także w II kw. Konsensus prognoz Bloomberga, wynikający również z niskiej bazy porównawczej przed rokiem (pierwszy *lockdown*), zakłada wzrost zagregowanego zysku spółek o ponad 55%. W całym roku najmocniejsze



odreagowanie mają notować branże, które najsilniej ucierpiały w ubiegłym roku i będą to sektor przemysłowy, dóbr wyższego rzędu, surowcowy oraz finansowy. Z pewnością takie szacunki mogą sprzyjać trwającej rotacji kapitału w kierunku spółek zaliczanych do segmentu cyklicznych, które powinny z dużą mocą korzystać na kontynuowanym ożywieniu gospodarczym.

### S&P 500 – zagregowany zysk na akcję (EPS) i dynamika r/r



Źródło: Bloomberg

W obserwowanej aktualnie szybkiej odbudowie (wiele stanów na czele z Teksasem odeszło już od jakichkolwiek restrykcji w związku z covid-19) w amerykańskiej gospodarce, nie sposób nie odnieść się do ostatnich odczytów inflacyjnych. Roczna inflacja CPI (konsumencka) i PPI (producencka) znalazły się na poziomach najwyższych od 2008 r., a inflacja bazowa (bez cen energii i żywności) jest najwyższej od ponad 20 lat. W długim terminie wysoka inflacja nie jest pożądana, ponieważ obawy o utratę wartości pieniądza zwiększają bieżącą konsumpcję wpływając na dalszy wzrost cen, jak również są ograniczane zasoby, które mogłyby być przeznaczone na inwestycje z ich efektem mnożnikowym. Rolę „inwestora” w tej sytuacji będzie przejmować państwo powodując wzrost długu publicznego. W teorii, aby przed tym się ustrzec, bank centralny powinien zaostrzyć politykę pieniężną (podnieść stopy procentowe), wpływając na wzrost oszczędności poprzez wzrost stopy depozytowej, a także ograniczając akcję kredytową przez wzrost kosztów odsetkowych. Jednak obecna sytuacja znacząco odbiega od tych założeń. Z jednej strony bank centralny utrzymuje

ultra łagodną politykę pieniężną polegającą na zerowych stopach procentowych i zalewaniu dolarami rynków finansowych, z drugiej strony administracja państwowa serwuje bardzo łagodną politykę fiskalną polegającą na bezpośrednich transferach do ludności, znacznych ulgach dla firm oraz planując gigantyczne inwestycje, które będą powodować znaczny wzrost długu publicznego. Jednak wsparcie dla inwestycji ma szansę zainicjować silniejsze działanie niż bezpośrednie wsparcie konsumpcji.

W odniesieniu do rynków akcji w krótkim terminie takie działania wspierają nastroje giełdowe. Wzrost zasobów gotówkowych u gospodarstw domowych sprzyja przeznaczaniu ich części na inwestycje rynkowe, a planowane inwestycje rządowe wspierają pozytywne prognozy wyników finansowych. Jednocześnie bank centralny nie podejmuje żadnych działań przeciw bieżącym napięciom inflacyjnym, a poprzez skup aktywów nie dopuszcza, aby te napięcia wpłynęły na dostosowanie wycen po stronie obligacji skarbowych. Prowadzi to do obecnej sytuacji, gdzie instrumenty wolne od ryzyka, czyli obligacje skarbowe, mają ujemne realne rentowności, czyli w żaden sposób nie chronią potencjalnych oszczędności przed utratą wartości. Jedynym ratunkiem dla oszczędności pozostają więc inne aktywa, z których czołowe miejsce zajmuje rynek akcji. To z kolei powoduje, że wyceny akcji szybują w górę, często w szybszym tempie niż oddają to generowane przez spółki zyski, ale i tak mimo ryzyka inwestycyjnego dają szansę zarobku, czego nie można obecnie powiedzieć o instrumentach dłużnych. To byłby koronny argument za utrzymywaniem pozycji w rynku akcji amerykańskich, ale uwzględniając czynniki, które mają duży udział w kreowaniu sentymentu (polityka pieniężna i fiskalna) oraz utrzymujących się wysokich wycen, dla akcji amerykańskich wyrażamy nastawienie umiarkowanie negatywne, a w odniesieniu od całościowej ekspozycji na akcje z rynków rozwiniętych od poprzedniego miesiąca przyjęliśmy niewielką preferencję spółek zaliczanych do segmentu *value vs. growth*. (mb)

## Europa

W maju giełda europejska i jej główny indeks EuroStoxx600 zanotował wzrost o 2,1% a główne indeksy regionalne: niemiecki DAX30 i francuski CAC40 zwiększyły o odpowiednio 1,8% i 2,7%. IBEX35 i FTSE-MIB- indeksy Hiszpanii i Włoch, czyli dwu krajów, które szczególnie mocno ucierpiały podczas kryzysu związanego

z koronawirusem, radziły sobie w tym miesiącu szczególnie dobrze, rosnąc o odpowiednio o 4,2% i 3,8%.

Od początku roku akcje europejskie należą do jednych z najlepiej prosperujących spośród rynków rozwiniętych (MSCI EMU +13,90% vs. MSCI World +11%), a głównym czynnikiem sprawczym jest znacznie większy udział spółek *value* oraz cyklicznych w indeksach europejskich aniżeli na innych rynkach rozwiniętych, a na które od listopada ubiegłego roku uruchomił się globalnie znacznie większy popyt.

Niemniej, podobnie jak akcje na innych rynkach DM, także europejskie napędzane są ekspansywną polityką monetarną i fiskalną oraz oczekiwaniami dotyczącymi szybszego ożywienia gospodarczego. Pomimo powolnego startu programy szczepień w największych gospodarkach europejskich przyspieszyły i na koniec maja około 35% populacji w krajach należących do „Wielkiej Czwórki” strefy euro zostało zaszczepione pierwszą dawką. Według przewodniczącej Komisji Europejskiej Ursuli von der Leyen Unia Europejska wydała 250 milionów szczepionek i jest na dobrej drodze, aby osiągnąć swój cel, jakim jest zaszczepienie 70% dorosłych w lipcu. To stopniowo zmniejsza lukę do Wielkiej Brytanii, gdzie premier Boris Johnson wskazał, że kraj jest na dobrej drodze do zniesienia w czerwcu obostrzeń związanych z pandemią.

W kontekście polityki fiskalnej, w maju wszystkie państwa członkowskie zatwierdziły decyzję o stworzeniu systemu zasobów własnych Unii Europejskiej oraz tzw. Funduszu Odbudowy. W związku z zakończeniem krajowych procedur ratyfikacji, UE może zacząć udostępniać środki finansowe z pakietu Next Generation EU, służącego gospodarczej odbudowie UE po pandemii Covid-19. Decyzja o zasobach własnych uprawnia Komisję Europejską do zaciągnięcia w imieniu UE pożyczek na rynkach kapitałowych, do wysokości 800 mld euro w cenach bieżących, co sprawi, że UE stanie się jednym z największych emitentów długu w euro. Dzięki wysokiemu ratingowi kredytowemu UE, Komisja będzie mogła zaciągać pożyczki na korzystnych warunkach. Środki te przekaze następnie bezpośrednio państwom członkowskim, udzielając im kredytów oraz budżetowi UE w postaci niskiego oprocentowania pożyczek na sfinansowanie wydatków na odbudowę.

Wyceny akcji europejskich jako całość pozostają na poziomach powyżej swoich historycznych średnich,

natomiast są niższe w porównaniu z wycenami w Stanach Zjednoczonych. Indeks MSCI Europe notowany jest na poziomie około 17-krotności prognozowanych zysków na najbliższe 4 kwartały vs. 23-krotności akcji amerykańskich.

Pod względem wyceny prognozowanymi wskaźnikami P/E rynek zachodnioeuropejski jest wyceniany atrakcyjniej w porównaniu z akcjami amerykańskimi, jednakże wysokie wyceny w ujęciu historycznym powstrzymują przed wyższym nastawieniem aniżeli -1 (w skali -1 do 1). Jednocześnie dla spółek europejskich z perspektywy minionych lat było wielokrotnie obserwowane rozmiianie się bardzo optymistycznych prognoz z faktycznie słabszą ich realizacją. Stąd też, szczególnie w obecnym okresie, premiowanie spółek europejskich ponad amerykańskie, wyłącznie na podstawie korzystniejszych wycen dla prognozowanych wskaźników, nie jest uzasadnione. (aw)

## Japonia

W maju giełda japońska i jej główny indeks Nikkei 225 należały do najślabszych regionalnie rynków akcji, zyskując zaledwie 0,2%.

Przedłużenie korekty notowań wraz z zakończeniem sezonu wyników spółek za I kwartał 2021 r. skutkowało dalszą poprawą atrakcyjności wskaźnikowej japońskich indeksów. Na koniec maja Nikkei notowany był przy 20-krotności zysków za 4 ostatnie kwartały i 19-krotności prognozowanych przez rynek na kolejne 4 kwartały (P/E forward).

Rynkowy konsensus oczekiwań (Bloomberg) przewiduje systematyczny wzrost wskaźnika zysku na akcję (EPS) w bieżącym roku wraz z odmrażaniem poszczególnych gospodarek na świecie, i dojście do poziomów przedpandemicznych w IV kwartale br. W roku przyszłym z kolei EPS ma dalej zwiększać przebijając rekordowe poziomy sprzed kilku lat.

W kontekście sytuacji z Covid-19, od początku maja następuje systematyczny spadek diagnozowanych zachorowań – na początku czerwca – do nieco powyżej 2 tys. dziennie. Niemniej pod koniec maja rząd Japonii przedłużył pandemiczny stan wyjątkowy w Tokio i ośmiu innych prefekturach do 20 czerwca, co oznacza, że zakończy się on najwcześniej na niewiele ponad miesiąc przed Igrzyskami Olimpijskimi.

Program szczepień w Japonii wciąż jest w początkowej fazie. Władze zawarły porozumienia o dostawach z Pfizerem, AstraZeneką i Moderną, ale dotychczas jedynie szczepionka Pfizera uzyskała oficjalną aprobatę. Jak poinformowała agencja Kyodo, wyniki na uniwersytecie w Jokohamie sugerują, że szczepionka firmy Pfizer jest skuteczna wobec wszystkich głównych wariantów koronawirusa. Według ministra zdrowia Tarō Kōno Japonia otrzyma do końca czerwca 100 mln szczepionek pozwalających na zaszczepienie 50 mln osób, czyli blisko połowy dorosłej populacji tego kraju.

Jak wynika ze wstępnych danych, realny PKB Japonii skurczył się w roku podatkowym 2020 o 4,6 proc. To największy roczny spadek odnotowany w tym kraju od 1955 roku, gdy zaczęto gromadzić takie dane, większy niż w roku 2008, gdy w związku ze światowym kryzysem finansowym realny PKB Japonii skurczył się o 3,6 proc. Także w I kw. 2021 roku koniunktura w Kraju Kwitnącej Wiśni nie należała do najsilniejszych i wg wstępnych danych gospodarka Japonii skurczyła się w tym okresie k/k o 1,3% vs. oczekiwane 1,1%.

Wbrew ogólnoświatowemu trendowi, w Japonii nie ma natomiast problemu z inflacją cen konsumenckich (CPI), gdyż czynniki pro wzrostowe jak w przypadku cen energii są skutecznie tłumione zniżkami cen w innych obszarach. Najnowsze dane za kwiecień 2021 r. pokazały, że inflacja CPI ogółem liczona r/r 8. miesiąc z rzędu zanotowała ujemną dynamikę, tym razem rzędu 0,4 proc., do czego jednak w głównej mierze (0,5 pkt. kontrybucji) przyczynił się rekordowy, bo sięgający aż 26,5 proc. spadek opłat za telefony komórkowe.

Kwiecień mógł być jednak ostatnim miesiącem z ujemną dynamiką r/r CPI, bo ogólnoświatowym trendom nie umyka inflacja cen producenckich (PPI), która w maju, nie licząc szczytu tego miernika inflacji z 2008 roku, była najwyższą od 40 lat i wyniosła aż 4,9%. W opinii ekspertów cytowanych przez agencję Reuters wynika jednak, że firmy jak na razie zachowują ostrożność w przenoszeniu wyższych kosztów na gospodarstwa domowe, nawet w obliczu wąskich gardeł podaży i niedoborów siły roboczej, a dla sporej części spółek z głównego indeksu akcji (Nikkei) koniunktura globalna jest istotniejsza od lokalnej. (rk)

## Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)

W maju rynki wschodzące jako całość odnotowały lepsze wyniki niż rynki rozwinięte (MSCI Emerging Markets +2,1% vs MSCI World +1,3%), jednak ze względu na duży udział Azji we wspomnianym indeksie, która odnotowała wzrost zbliżony bardziej do gospodarek rynków rozwiniętych (MSCI EM Asia +1,1%) wynik ten nie jest tak imponujący, jaki miał miejsce w ramach pozostałych rynków wschodzących, gdzie szczególnie mocno wyróżniły się giełdy Ameryki Łacińskiej (MSCI EM Latin America +7,8%), a liderem wzrostów były indeksy z regionu Europy (MSCI EM Europe +9,3%), gdzie dominował rynek krajowy (MSCI Poland +9,8%).

W ramach rynków azjatyckich wyróżnił się indyjski indeks Sensex (+6,5%), który odrabiał wcześniejszą korektę spowodowaną obawami o poważny kryzys zdrowotny, któremu jednak udało się zapobiec. Jeszcze na początku maja dzienna liczba nowych przypadków zachorowań na Covid-19 przekraczała 400 tys., aby pod koniec miesiąca spaść do poziomu około 150 tys. Dynamiczny spadek liczby zachorowań oddalił ryzyko paraliżu gospodarczego.

Chiński rynek odnotował kolejny, słaby na tle pozostałych rynków miesiąc. Indeks MSCI China zyskał jedynie 0,5%. Indeksy Państwa Środka obciążane są przez szereg czynników, o których informowaliśmy w poprzednich miesiącach, dla przypomnienia m.in. antymonopolowa walka o wpływy z największymi korporacjami technologicznymi, chociażby z Alibabą. Gospodarka, która w tym roku ma wzrosnąć o przeszło 8% mogłaby prawdopodobnie jeszcze mocniej przyspieszyć, ale nie jest w stanie w pełni wykorzystać swojego potencjału, na co wskazują ostatnie odczyty makroekonomiczne. Oczywiście za sprawą niskiej bazy wzrost eksportu (+28%) i importu (+51%) w maju w odniesieniu do ubiegłego roku jest imponujący, jednak zwłaszcza eksport rozczarował względem oczekiwań analityków (+32%). Eksport był niższy od potencjalnego ze względu m.in. na przymusowe przestoje w niektórych portach (ze względu na wykrycie koronawirusa), a także na rosnące ceny frachtu, braki kontenerów, niedobory pracowników, a także rosnące ceny produkcji i konieczność zrezygnowania z przyjęcia niektórych zamówień. Z kolei bardzo wysoka dynamika importu m.in. wynika ze wzrostu cen surowców i materiałów, a także półprzewodników, których ceny

winduje globalny deficyt. Jednak na drożących surowcach zyskują inne gospodarki rynków wschodzących, jednocześnie globalnie wraz z ożywieniem gospodarczym rozkręca się inflacja, o czym będzie mowa w kolejnych akapitach.

Zanim przejdziemy do tematu inflacji warto jeszcze wspomnieć o kryzysie na rynku półprzewodników, prezes Intel Corp. Pat Gelsinger podkreśla, że deficyt na światowym rynku mikroprocesorów, do którego przyczyniła się pandemia, może jeszcze potrwać nawet kilka lat, pomimo istotnych nakładów dokonywanych przez branżę na rozwój mocy produkcyjnych. Sam Intel w marcu ogłosił wart 20 mld USD plan zwiększenia produkcyjnego potencjału, przez budowę 2 fabryk mikroprocesorów. W kwietniu wiodąca w sektorze spółka Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) ogłosiła plan zwiększenia mocy produkcyjnych na kwotę 100 mld USD w ciągu kolejnych 3 lat. Podczas pandemii koronawirusa kapitalizacja TSMC przekroczyła poziom 550 mld USD, a biorąc pod uwagę skalę popytu dalsze wzrosty przedsiębiorstwa są niewykluczone.

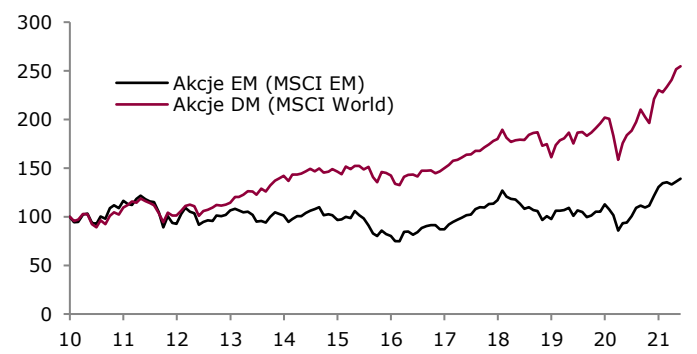
Aktualnie- wiele gospodarek rynków wschodzących musi zmierzyć się z problemem rosnącej inflacji, która wynika głównie z czynników podażowych na rynku surowców. Część przedsiębiorstw z obszaru EM, w tym z Brazylii czy Chile, korzysta na rosnących cenach surowców, jednak istotnym problemem mogą być również rosnące ceny żywności. W biedniejszych gospodarkach udział pensji przeznaczany na podstawowe dobra takie jak żywność jest znacząco wyższy niż w gospodarkach rozwiniętych i ich wzrost stanowi wyzwanie dla budżetów gospodarstw domowych, dla przykładu średnio wydatki na jedzenie dla konsumenta w Indiach stanowią ok. 30% wszystkich wydatków, a w USA zaledwie 6%. Wzrost inflacji wynika również z efektu niskiej bazy (niski poziom odniesienia z 2020 roku). Wzrost cen dóbr podstawowych prawdopodobnie będzie jeszcze kontynuowany w kolejnych okresach.

Ryzyko inflacyjne w poszczególnych częściach rynków wschodzących nie jest jednorodne. Podczas, gdy azjatyckie rynki wschodzące odnotowują umiarkowany wzrost inflacji oscylujący średnio w okolicy 2% w skali roku (za wyjątkiem Indii, gdzie inflacja sięga 5%), znacznie wyższe ryzyko inflacyjne występuje w regionie Południowej Ameryki. W borykającej się największymi problemami Argentynie inflacja w 2021 r. może sięgnąć

niemal 50%. W pozostałych gospodarkach tego kontynentu, inflacja oscyluje w okolicy 5%. Taki poziom inflacji rodzi już presję na podwyższanie stóp procentowych (taki ruch wykonał między innymi bank centralny Brazylii), mimo tego, że gospodarka wciąż odczuwa skutki pandemii. Wyższa dynamika inflacji występuje również w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, gdzie odczyt inflacji za maj wyniósł 4,8%, a także w regionie Bliskiego Wschodu i Afryki.

W Chinach odczyt inflacji producentów (PPI) za maj sięgnął 9%, wyrównując jak dotychczas 25-letni rekord z 2008 roku, przy inflacji CPI szacowanej za maj na jedynie 1,6%. O ile mocne odbicie inflacji PPI i duża luka pomiędzy inflacją PPI a CPI może nie być zaskakująca w początkach nowego cyklu gospodarczego, gdy gospodarka wchodzi w okres ożywienia po kryzysie, to jednak nie jest to casus gospodarki chińskiej, która jest „w gazie” już od II kw. ubiegłego roku. Z czasem chińscy producenci prawdopodobnie zaczną zwiększać finalne ceny detaliczne produktów i eksportować „zaimportowaną” w surowcach inflację z powrotem do globalnych łańcuchów dostaw. (ad)

### Akcje rynków wschodzących na tle rozwiniętych (2010.01 = 100)



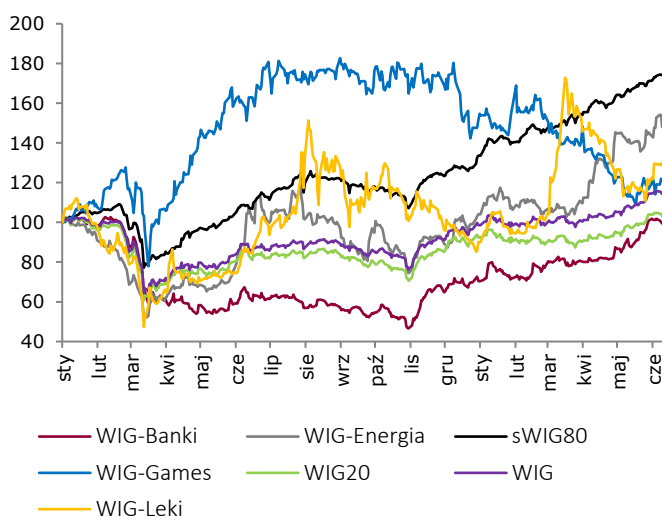
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Polska

To był bardzo dobry miesiąc dla polskiego rynku akcji, który zanotował dwucyfrowe stopy zwrotu bijąc tym samym prawie wszystkie główne indeksy na świecie. Jedyne niepokonanym indeksem była giełda w Argentynie (Merval +20,1%) a na tle rynków wschodzących MSCI Emerging Markets (+2,1%) polska giełda pokazała siłę. Po świetnej serii siedmiu z rzędu wzrostowych sesji WIG (+10,5%) dotarł w okolice swoich

tegorocznych maksimów i niewiele brakuje do pokonania szczytów z lipca 2007 i stycznia 2018 roku. W parze ze wzrostami rosły zarówno duże spółki (WIG20 + 9,5%) jak i średnie (mWIG40 +8,8%) oraz trochę mniej małe (sWIG80 + 4,4%). Nie licząc listopada 2020 roku tak dobrego miesiąca na polskiej giełdzie nie było od zakończenia światowego kryzysu, czyli ponad 12 lat. Najlepszym subindeksem był WIG-Banki (+17,4%) po braku decyzji w sprawie franków i braku podania terminu rozstrzygnięcia, decyzja została odroczone i skierowana do konsultacji przez Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Narodowego Banku Polskiego, Komisji Nadzoru Finansowego oraz Rzecznika Finansowego. Potwierdza się, że hossa na WIG20 musi iść w parze z bankami.

#### Wybrane indeksy i subindeksy sektorowe GPW (początek 2020 r. = 100)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Odbicie nastąpiło również w branżach cyklicznych typu paliwa, spożywczy czy odzież, które poprawiły 2-letnie maksimum. Po zapowiedziach przez Rząd Nowego Ładu odbił sektor budownictwa i nieruchomości. Nadal poprawy nie widać w sektorze gier a wyniki finansowe największej spółki CD Projekt okazały się znacznie poniżej oczekiwań rynku.

Z końcem maja zakończył się sezon raportowy spółek za pierwszy kwartał 2021. Wygląda na to, że w większości wyniki spółek były wyższe niż zakładane prognozy przez analityków i tylko nie liczne spółki zaskoczyły negatywnie inwestorów (najbardziej wspomniany wcześniej CD

Projekt). Po ubiegłorocznej posusze spółki wracają do dzielenia się zyskami z akcjonariuszami - suma zapowiedzianych dywidend z największych polskich spółek (WIG20) w tym roku przekroczyła już 8 mld zł, co jest drugim najlepszym wynikiem w ostatnich 5 latach. Z kolei nowych i obecnych inwestorów przyciągają zyskowe debiuty notowań nowych spółek (w maju miała miejsce największa tegoroczna oferta akcji - Pepco). Zarząd GPW spodziewa się jeszcze około 20 giełdowych debiutów w 2021 roku, na razie w Komisji Nadzoru Finansowego procedowanych jest 7 prospektów, które czekają na zatwierdzenie. Nic dziwnego, że cały czas utrzymuje się pozytywne nastawienie do polskiego rynku wśród analityków i komentatorów rynku, a łączna wartość obrotu akcjami na Głównym Rynku GPW wyniosła 32,5 mld zł, czyli o 49,4% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

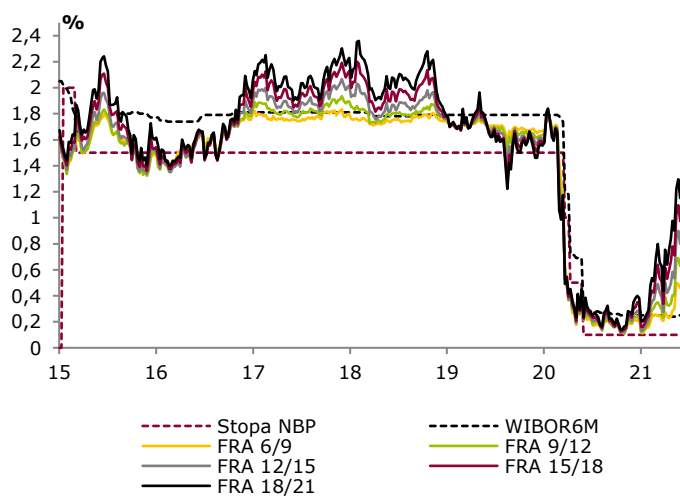
Od ponad roku utrzymuje się dodatnie saldo wpłat i wypłat do funduszy inwestycyjnych, w kwietniu wyniosło ono +2,3 mld zł, Co warto podkreślić, miesiąc ten przyniósł dość znaczącą poprawę przepływu gotówki do funduszy akcyjnych. To one pozyskały w kwietniu najwięcej nowych wpłat netto - łącznie ponad 800 mln zł (z czego 180 mln zł do funduszy akcji polskich). Fundusze małych i średnich spółek pozyskały blisko 136 mln zł, co daje im najlepszy wynik od 6 lat. Na wzrost atrakcyjności wpływają świetne stopy zwrotu za ostatnie 12 miesięcy i choć klienci TFI uwielbiają nabywać fundusze z wysokimi historycznymi stopami zwrotu, to często jest to błędem inwestycyjnym. Uwzględniając fundusze akcji polskich, fundusze mieszane i PPK, szacujemy, że łącznie na polski rynek akcji mogło w kwietniu napłynąć 550 mln zł nowych środków, co jest jednym z głównych paliw obecnej hossy na GPW.

Stare giełdowe powiedzenie zalecające sprzedaż akcji w maju tym razem się nie sprawdziło. Szczególnie ostatnie dwa miesiące pokazały jaka siła drzemie w polskim rynku i jak wiele mamy jeszcze do nadrobienia za najbardziej rozwiniętymi rynkami na świecie. Cały czas widzimy potencjał i nie zmieniamy naszego neutralnego nastawienia do rynku. Okres niskich stóp procentowych i wciąż rosnącej inflacji powinien sprzyjać inwestycjom w akcje. (bz)

# Obligacje

Podobnie jak w kwietniu, także w maju polskie obligacje skarbowe (stałokuponowe) były jedynym przez nas obserwowanym segmentem obligacji, który stracił na wartości (-0,9%). Rentowność 10-latek z 1,7 proc. na koniec kwietnia wzrosła w trakcie miesiąca do blisko 2,0 proc. – najwięcej od przeszło roku, by ostatecznie skorygować się na koniec maja do 1,85 proc. i po ostatnim komunikacie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) o zamiarze podtrzymania zakupów obligacji, spadła dalej poniżej 1,8 proc.

## Notowania kontraktów terminowych na przyszłą stopę procentową (proc.)

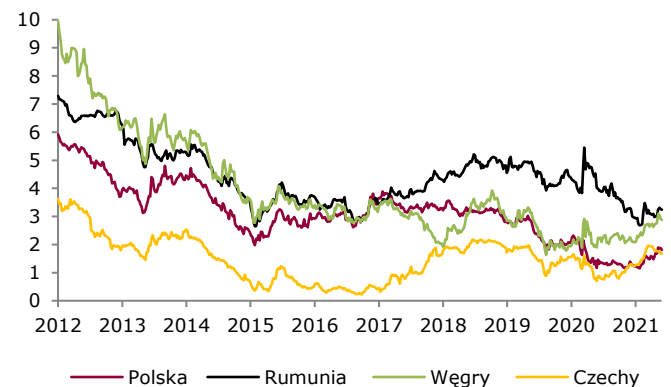


źródło: Bloomberg, FRA x/x+3 oznacza kontrakt na 3-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

Po tym ostatnim komunikacie Rady w zasadzie nie za bardzo jest jak oczekiwać jakichkolwiek podwyżek stóp procentowych w dającej się przewidzieć przyszłości, bez względu na to jak wysokie odczyty inflacyjne będziemy mieć w kolejnych miesiącach (Rada ocenia inflację jako przejściową, a ożywienie gospodarcze niepewne), w związku z czym atrakcyjność polskich (złotówkowych) obligacji długoterminowych stałokuponowych spada (brak

podwyżek stóp to przede wszystkim ryzyko wyższej inflacji, która „zje” w okresie trwania obligacji realną wartość kuponów). Rentowności 10-letnich obligacji rządu Węgier czy Rumunii mają rentowności niższe o ponad 1 pkt. proc., przy większej atencji tamtejszych banków centralnych do bieżących odczytów inflacyjnych i wyższymi głównymi stopami procentowymi (tymi krótkoterminowymi, które banki centralne bezpośrednio sterują): 0,6% na Węgrzech i 1,25% w Rumunii.

## Rentowności 10-letnich obligacji krajów CEE w walutach lokalnych (%)

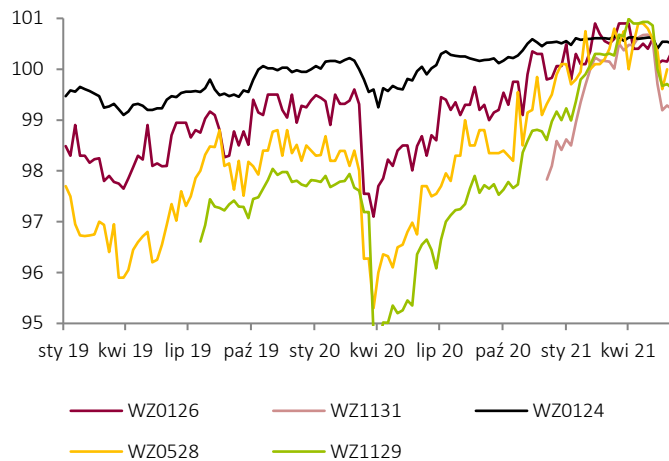


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Spadki stałokuponowych skarbowych papierów dłużnych przełożyły się także na wyceny skarbowych obligacji zmienno-kuponowych (im dłuższy termin zapadalności tym w większym stopniu), czyli obligacji WZ (wykres poniżej), które stanowią z reguły większość portfeli funduszy zaliczanych do grupy obligacji krótkoterminowych. Istotą tego kryterium jest jednak nie termin zapadalności (ten w przypadku najdłuższych serii obligacji WZ potrafi być nawet 10-letni), ale częstotliwość ustalania kuponu (kupon ustalany co pół roku w oparciu o WIBOR). Wzajemne relacje pomiędzy zachowaniem obligacji stało i zmienno-kuponowych o poszczególnych

terminach do wygaśnięcia reguluje rynek swapów procentowych IRS oraz kontraktów FRA, które w ostatnim czasie dyskontowały jednak mniej „gołębnie” podejście do bieżących odczytów inflacyjnych ze strony Rady Polityki Pieniężnej.

### Notowania wybranych skarbowych obligacji zmienno-kuponowych



źródło: Bloomberg, 4 ostatnie cyfry oznaczają kolejno miesiąc i rok zapadalności

Maj okazał się być natomiast drugim z rzędu wzrostowym miesiącem (po słabym I kw.) dla szerokiego segmentu obligacji skarbowych krajów EM (+2,0% w walutach lokalnych i +1,3% benchmarku w USD), czemu sprzyjały słaby dolar oraz generalnie rosnące apetyty globalnych inwestorów na aktywa ryzykowne (akcje i surowce). Banki centralne Rosji i Brazylii zapoczątkowały już cykle podwyżek stóp procentowych w obliczu wysokiej inflacji konsumenckiej. Warto tutaj nadmienić, że walutą o najmniejszej zmienności w koszyku walut krajów EM jest... zdecydowanie chiński juan, podobnie jak chińskie obligacje skarbowe. Pomimo skali gospodarki udział Chin w koszykach obligacji EM nie przekracza 10%, a wynika to po prostu z wartości wyemitowanych obligacji. Kraj, który posiada największe na świecie rezerwy walutowe i niski wskaźnik długu publicznego do PKB nie ma po prostu potrzeby oferowania zbyt dużo obligacji. Głównymi motywami do ich oferowania jest natomiast strategiczna rozbudowa systemu finansowego (potrzebny do tego kapitał zagraniczny) i internacjonalizacja (wzrost powszechności używania) chińskiej waluty, czyli juana.

Najpłynniejszy i największy pod względem wartości segment obligacji na świecie, czyli amerykańskich obligacji skarbowych po płaskim maju, w czerwcu notuje

zaskakującą siłę – rentowność 10-letnich Treasuries zeszła do 1,43%- najniższej od 3 miesięcy. (zo)

## Zagraniczne korporacyjne IG

Spready kredytowe w obszarze obligacji Investment Grade pozostały w maju na niezmiennym poziomie, wykazując dodatkowo bardzo małą korelację z rentownościami obligacji skarbowych. Amerykański Indeks IG (iBoxx USD Corporates) kontynuuje odrabianie strat z początku roku osiągając w maju stopę zwrotu 0,8%. Bez większych zmian pozostał natomiast w maju benchmark dla europejskich obligacji korporacyjnych IG (iBoxx Euro Corporate) notując -0,1% stopy zwrotu.

W maju obserwowaliśmy poprawę w obszarze sytuacji kredytowej emitentów. W dużej mierze spowodowaną dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw w ostatnich kwartałach, a biorąc pod uwagę zdyscyplinowane podejście do wydatków sytuacja ta może ulegać dalszej poprawie. Efekty tego również widać m.in. poprzez spadające wskaźniki niewypłacalności oraz pozytywne migracje ratingów przedsiębiorstw. (dm)

## Zagraniczne korporacyjne HY

Maj był kolejnym udanym miesiącem dla zagranicznych obligacji korporacyjnych High Yield (z ratingiem poniżej inwestycyjnego lub bez ratingu). Benchmarki, zarówno dla obligacji HY w USD, jak i w EUR odnotowały taką samą stopę zwrotu +0,3%. Rentowności dla obu kategorii obligacji HY w trakcie miesiąca pozostały na podobnym poziomie: 4,0 % dla USD HY i 3,0 % dla EUR HY. Maj był również korzystny dla azjatyckich obligacji HY, które po słabszym kwietniu wynikającym z zawirowań związanych z firmą Huarong, nadrabiały zaległości w stosunku do Europy i USA, wykazując wyższe stopy zwrotu.

Spread czyli premia za ryzyko w stosunku do obligacji skarbowych, niewiele w maju się zmienił i miał nieznaczny wpływ na stopę zwrotu w tym miesiącu. Na koniec maja wynosi on 3,34% dla USD HY (3,28% na koniec kwietnia) i 3,03% dla EUR HY (3,04% przed miesiącem). Zatem zysk wygenerowany w maju wynikał głównie z kuponów wypłaconych co miesiąc przez emitentów, a niewielki wpływ na wynik miało ryzyko kredytowe emitentów („wyceniane” przez spread) oraz ryzyko stopy procentowej („wyceniane” przez rentowność).

W maju nieznacznie wzrosło *duration* (średni czas trwania) benchmarków obligacji HY (w euro do 3,48, w USD do 3,78 lat) i jest ono nadal wyraźnie niższe niż dla pozostałych głównych segmentów obligacji zagranicznych. Zatem większe ryzyko emitenta w segmencie HY wynagradzane jest niższym ryzykiem stopy procentowej, przez co jesteśmy mniej narażeni na spadki cen obligacji w wyniku wzrostu obaw inflacyjnych.

Inflacja ma kluczowy wpływ na wyniki funduszy obligacyjnych i aktualnie, gdy na całym świecie pojawiają się obawy o jej wyraźny wzrost, ważne, aby mieć w portfelu także obligacje o krótszym terminie do wykupu. Przy średniej rentowności portfela funduszu high-yieldowego brutto w granicach 4,3 %- 4,8 %, same odsetki wypłacane co miesiąc przez emitentów to blisko 0,4 %, w stosunku do mniej niż 0,2 % w przypadku funduszy inwestujących w obligacje o ratingu inwestycyjnym. Zatem w przypadku funduszy obligacyjnych HY, mogą one

generować w kolejnych miesiącach dodatnie stopy zwrotu nawet w przypadku niewielkiego spadku cen wywołanych obawami wzrostu stóp procentowych.

Wyższe kupony wypłacane przez emitentów wynikają z wyższego ryzyka kredytowego, jednak różne programy wsparcia dla firm, powodują, że w tym kryzysie to ryzyko jest mniejsze niż w poprzednich. W kwietniu na świecie upadło 10 firm z ratingiem subinwestycyjnym Moody's w porównaniu do średniej miesięcznej z ostatnich lat wynoszącej 11, czyli nieco więcej niż w poprzednich 3 miesiącach tego roku (w sumie w I kwartale 13), jednak jest to wyraźnie mniejsza wartość niż w kwietniu 2020 r., kiedy to zbankrutowało 29 firm ratingowanych przez Moody's. tym samym wskaźnik niewypłacalności (default rates) za ostatni rok kolejny miesiąc zmalał (z 6,3 % do 5,6 %) i Moody's zakłada, że w scenariuszu neutralnym powinien spaść za 12 miesięcy do 2,8%, czyli wyraźnie poniżej wieloletniej średniej (4,2 %). (mI)

## Surowce

Maj był kolejnym „byczym” miesiącem dla większości surowców. Pomimo próby korekty na rynku, zainicjowanej w drugim tygodniu miesiąca, notowania większości „commodities” zakończyły miesiąc na plusie. Zwyżkowały zarówno surowce energetyczne, metale przemysłowe, jak i metale szlachetne (z wyjątkiem platyny i palladu). Ze spadkami cen mieliśmy do czynienia jedynie w obszarze towarów rolnych. Pomimo stale dużej liczby zachorowań na covid-19, pandemia, jak się zdaje, powoli schodzi z radarów inwestorów jako najistotniejsze zagrożenie. Na pierwszym miejscu zastąpiły ją obawy o inflację, której rządy i banki centralne chcą, a inwestorzy obawiają się i próbują się przed nią zabezpieczyć. W najnowszym badaniu przeprowadzonym wśród zarządzających funduszami w USA przez Bank of America inflacja znalazła się na szczycie listy największych globalnych zagrożeń, na kolejnych miejscach wahania na rynku obligacji i bańka na

aktywach. Pandemia koronawirusa uplasowała się dopiero na czwartym miejscu. W sytuacji stabilnego realnego popytu na surowce i poszukiwania zabezpieczenia przed utratą siły nabywczej przez pieniądź, hossą surowcowa wydaje się być niezagrożona. Główną obawą jest obecnie potężna ilość pozycji spekulacyjnych na wzrost w zasadzie na wszystkich rynkach towarowych, co zawsze niesie za sobą zagrożenie dynamiczną korektą. Nawet jeśli byłyby to ruchy spadkowe o bardzo gwałtownym charakterze, to nie powinny stanowić zagrożenia dla trendu głównego. Warto jednak zaznaczyć, iż zapewne rynek nie będzie w stanie kontynuować wzrostów z taką dynamiką jak przez ostatnie kilka miesięcy.

Ostatecznie w maju Bloomberg Commodity Index wzrósł o 2,7%. Rynek wspomagany był informacjami o 6 bln USD, które planuje wydać na dalsze programy stymulacyjne w



USA Joe Biden, wzrostem mobilności na świecie i lepszymi od oczekiwań popandemicznymi wynikami gospodarek. Króluje przekonanie, że otwierające się światowe gospodarki będą potrzebować w najbliższym czasie jeszcze więcej surowców. Równocześnie dolar nadal się osłabiał, a rentowności obligacji pozostawały stabilne, co zdecydowanie pomogło wzrostom cen.

Gospodarka światowa szybko się odbudowuje, a co istotne następuje to przy jak dotychczas jeszcze niepełnym uruchomieniu środków z zapowiadanych na świecie pakietów stymulacyjnych. Jako ciekawostkę podać można odczyty z gospodarki polskiej. Indeks PMI dla przemysłu za maj znalazł się na najwyższym poziomie w historii pomiarów, czyli od 1998 roku osiągając poziom 57,2 pkt. przy oczekiwaniach na poziomie 54,5. Firmy w rekordowym tempie gromadzą zapasy i zwiększają moce produkcyjne, zwiększa się ilość zamówień. Dzieje się to jednak przy równoczesnym wydłużaniu terminów dostaw. Wszystko to skutkuje gigantyczną presją kosztową w skali globalnej, co z pewnym opóźnieniem, ale w sposób nieuchronny wpłynie w najbliższym czasie na dalszy wzrost inflacji konsumenckiej. Jak wynika z analiz Polskiego Instytutu Ekonomicznego, branże, które najbardziej odczuły wzrost kosztów surowców, materiałów i półproduktów to przetwórstwo przemysłowe, działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, oraz budownictwo.

W skali globalnej coraz więcej firm sygnalizuje strukturalne podwyżki cen produktów. Ostatnio na przykład Energizer zapowiedział wzrost cen niemal 85% procent swego asortymentu w Ameryce Północnej (w tym baterii alkalicznych, litowych, węglowo-cynkowych i akumulatorów), co jest bezpośrednim skutkiem wzrostu cen surowców, frachtu i robocizny.

Również branża fotowoltaiczna zmagą się z rosnącymi kosztami polikrzemu miedzi i stali. Równocześnie ceny frachtu (istotne ze względu na koncentrację produkcji w Chinach) wzrosły w ciągu roku 3-4 krotnie, a czas dostaw wg badania IHS Markit jest najdłuższy od 20 lat.

Dodatkową presję cenową powodować będą także nowe regulacje i ograniczenia w handlu międzynarodowym. Do tradycyjnych takich jak np. cła eksportowe na towary rolne (np. Rosja, Argentyna) dochodzą nowe np. związane z realizacją celów transformacji energetycznej, i tak Komisja Europejska ma już wstępny projekt przepisów o granicznym podatku węglowym (Carbon Border

Adjustment Mechanism). Ma to być rodzaj opłaty pobieranej od importowanych do UE towarów, wyceniającej ich ślad węglowy. Choć jego założenia wydają się być słuszne (między innymi ochrona własnych producentów wdrażających surowe normy ekologiczne), to skutek może być tylko jeden - wyższe ceny dla konsumentów. Unijny podatek graniczny obejmie między innymi stal, aluminium, nawozy, cement i energię.

## Ropa

Ceny ropy naftowej zanotowały kolejny bardzo udany miesiąc. W pierwszej połowie maja zbliżyła się do marcowych maksimów. Następnie mieliśmy do czynienia z próbą zainicjowania korekty, jednak końcówka miesiąca była jednoznacznie wzrostowa. Cena ropy Brent wzrosła w maju o 4,6%, a ropy WTI o 4,3%.

Przez ostatnie miesiące rynek ropy pozostawał w dziennym deficycie wynoszącym około 2 mln baryłek. Skutkowało to stałym spadkiem zapasów zgromadzonych wiosną zeszłego roku i nie inaczej było w maju. Według amerykańskiego Departamentu Energii (DoE), komercyjne zapasy ropy w Stanach wyniosły na koniec maja 479,3 mln baryłek (vs. 485,1 miliona baryłek na koniec kwietnia), po imponującym spadku w ostatnim tygodniu maja o 5,08 mln baryłek. Zbiegło się to w czasie z optymistycznymi ocenami przedstawicieli OPEC+, dotyczącymi perspektyw popytu na ropę. Minister energetyki Arabii Saudyjskiej, książę Abdulaziz bin Salman, powiedział, że popyt na ropę "wykazał jasne oznaki poprawy". Z kolei minister energetyki Rosji mówił o "stopniowym ożywieniu gospodarczym". W ocenie Wspólnego Komitetu Technicznego OPEC+, nadmiar ropy zgromadzonej w trakcie pandemii niemal już zniknął, a zapasy będą nadal dynamicznie kurczyć się do końca roku. Interpretacja tych słów może być tylko jedna: mimo możliwości zwiększenia produkcji o nawet 8 mln baryłek dziennie, kartel zamierza nadal utrzymywać bieżący deficyt surowca, co jest oczywiście zdecydowanie „byczym” argumentem dla rynku.

Według większości analiz tegoroczny popyt na ropę ma być o około 4-5% wyższy w stosunku do zeszłego roku. Międzynarodowa Agencja Energii (MAE) z siedzibą w Paryżu, wzrost światowego popytu na ropę naftową szacuje w 2021 roku o 5,7 mln baryłek dziennie w 2021 roku do 96,7 mln, po tym jak w zeszłym roku spadł o 8,7

mln baryłek. Bardziej optymistyczny jest OPEC, który w raporcie z połowy maja podał, że spodziewa się wzrostu globalnego popytu na ropę w 2021 r. do 99,8 mln bb/d, z czego na swoją ropę na poziomie 27,7 mln bb/d, co oznacza wzrost o 200 tys. baryłek w porównaniu z szacunkami z kwietnia. Globalna podaż ma wynieść za to 97,5 mln bb/d, czyli szacunkowy niedobór to 2 mln bb/d.

Analitycy oceniają też, że dla głównego producenta OPEC - Arabii Saudyjskiej cena 80 USD/b to cena, przy której komfortowo realizuje swoje cele budżetowe. Jest to równocześnie cena zbieżna ze średnioterminowymi prognozami niektórych ośrodków analitycznych (Goldman Sachs). W obliczu zacieśniającej się sytuacji podażowej kraj ten podniósł ostatnio ceny dla swoich azjatyckich kontrahentów. Równocześnie prezes Gazprom Nefit PJSC Aleksander Djukow stwierdził, że kartel może zwiększyć dostawy w sierpniu i wrześniu by sprostać globalnemu wzrostowi popytu. Pokazuje to, że na rynku czarnego złota mamy do czynienia z teatrem jednego aktora, który dość dobrze kontroluje sytuację.

W połowie miesiąca ceny poddane zostały jednak chwilowej presji, po tym jak rynek próbował wycenić ryzyko powrotu podarży ze strony Iranu. W Wiedniu odbyła się czwarta runda negocjacji na temat odnowienia umowy nuklearnej z Iranem z 2015 roku. W 2018 r. prezydent USA Donald Trump wycofał Stany Zjednoczone z porozumienia i nałożył na Iran sankcje gospodarcze, jednak prezydent Joe Biden deklaruje chęć odnowienia umowy. Jednak początkowe optymistyczne informacje szybko okazały się być przedwczesne i po kilku dnach popyt odzyskał inicjatywę, gdyż porozumienie nadal zdaje się być odległe. Gdyby do niego doszło, na rynek mogłoby trafić dodatkowych od 0,5 do 2 milionów baryłek ropy naftowej na rynku dziennie więcej, czyli od blisko 0,5 do 2% globalnej konsumpcji. Iran zresztą i tak stale zwiększa swój nielegalny eksport ropy w zasadzie od początku nałożenia sankcji, robiąc to obecnie w sposób coraz bardziej jawny.

Podsumowując, jeśli OPEC+ będzie nadal prezentował jednolite i zdyscyplinowane stanowisko w kwestii dostaw, a światu nie będą grozić nowe masowe lockdowny, trend wzrostowy wydaje się niezagrożony.

## Złoto

Po kilku miesiącach słabszego zachowania, w maju inwestorzy mieli w końcu powody do zadowolenia. Cena złota wzrosła o 7,8%, srebro drożało o 8,1%.

Niepokojąco wysokie odczyty inflacyjne, w połączeniu z nadal gołębim nastawieniem FED do polityki monetarnej i skupu aktywów oraz słaby dolar powodowały, że inwestorzy chętnie nabywali królewski metal. Zmalała również presja ze strony rynku długu. Rentowności obligacji amerykańskich nie kontynuowały wzrostu, nie przekraczając w apogeum 1,7% i kończąc miesiąc w okolicach 1,6%. Jako czynnik sprzyjający wzrostom wskazywano także krach na kryptowalutach, który uświadomił części inwestorów jak naiwna jest wiara w to, że aktywa cyfrowe mogą być dobrym sposobem na przechowywanie wartości majątku w czasie. Po tym jak obawy o inflację wysunęły się na czoło ryzyk wskazywanych przez inwestorów, napływ kapitału nastąpił we właściwie wszystkich obszarach „złotego rynku”. Zgodnie z danymi U.S. Commodity Futures Trading Commission, niemal przez cały miesiąc rosły pozycje długie w kontraktach terminowych. Również największy na świecie złoty fundusz ETF- SPDR Gold Trust (GLD)- odnotował w maju w każdym kolejnym tygodniu napływy netto. Co więcej z każdym kolejnym tygodniem napływy te narastały, a aktywa funduszu po trzecim tygodniu miesiąca osiągnęły niemal 1043 tony (ponad 4 razy tyle co rezerwy złota NBP).

Równocześnie nastąpił powrót na rynek chińskich nabywców po tym, jak organy regulacyjne złagodziły kwoty importowe, aby zaspokoić popyt krajowy. Chiński import złota niemonetarnego wzrósł w kwietniu do 111,9 ton, co stanowi prawie trzykrotny wzrost z 38,58 ton w marcu. Rosnący popyt ze strony Chin równoważy spadek z popytu Indii (który wszak także jest przejściowy), które walczą o powrót do normalności po ostatniej fali epidemii.

Prognozując ceny złota w dłuższym terminie warto przypomnieć, że zmiany w celach polityki monetarnej, jakie nastąpiły w ostatniej dekadzie otwierają przed nim zupełnie nowe perspektywy. Stabilne ceny nie są już jedynym i głównym celem banków centralnych. Fed otwarcie deklaruje, że jego cel to utrzymanie wypłacalności sektora finansowego i umiarkowanie wyższa inflacja. Coraz częściej mówi się też o tym, że

polityka pieniężna powinna wspierać „zieloną transformację” i „ochronę klimatu” (kompletnie niezwiązane z dbaniem o stabilność pieniądza). Niestety wiele wskazuje na to, że obecna od dekady wysoka inflacja monetarna (przyrost ilości pieniądza), w najbliższych latach rozleje się w obszarze cen konsumpcyjnych.

Niezależnie od dobrych długoterminowych perspektyw, w krótszym horyzoncie złoto będzie zapewne nadal bardzo cenne na rentowność obligacji długoterminowych (ich głównego konkurenta w walce o pieniądze inwestorów) i kursu dolara. Pokazało to zeszlotygodniowe obsuniecie ceny złota (a także i srebra) po bardzo dobrym raporcie Firmy ADP dotyczącym zatrudnienia w USA (978 tys. nowych miejsc pracy vs 650 tys. prognozowanych). Niewątpliwie seria dobrych danych makroekonomicznych dających nadzieje, że FED zmniejszy skup aktywów i w dalszej perspektywie podniesie nieco stopy procentowe mogłaby stanowić paliwo do spadkowej korekty, jednak dopóki realne (faktyczne odjąć inflację) stopy procentowe pozostaną ujemne, zapewne perturbacje będą miały charakter przejściowy.

Ze względu na wysoce spekulacyjny charakter rynku, najlepszymi pomysłami inwestycyjnymi w tym obszarze zdają się być fizyczny metal, ETF-y nim zabezpieczone i akcje spółek wydobywczych.

## Metale przemysłowe

Maj był kolejnym udanym miesiącem dla metali przemysłowych. Rynek znajduje się w fazie zaawansowanej hossy i do coraz większej liczby inwestorów docierają informacje, chociażby o tym, jak kluczowy to surowiec dla samochodów elektrycznych. Przykład: typowy samochód elektryczny to 63 kg miedzi... Obecnie na świecie jeździ około 1,1 miliarda samochodów. Wymiana wszystkich na elektryczne oznaczałaby, przy obecnym stanie technologii, zapotrzebowanie na 69 mln ton miedzi – przy aktualnie rocznej globalnej produkcji (łącznie z recyklingiem) ok. 24 milionów ton. Do tego dochodzą sektor budowlany, wiatraki, fotowoltaika i sieci przesyłowe...

„Zielona transformacja” i walka z „globalnym ociepleniem” zapewne przed długi czas będzie jeszcze tematem przewodnim na rynku metali przemysłowych. Według ostatniego raportu opublikowanego przez Międzynarodową Agencję Energii, przejście światowej

energetyki na technologie czystej energii wywoła skokowy wzrost popytu na niektóre surowce. Wzrost zapotrzebowania będzie oczywiście zależny od tempa dążenia do „zeroemisyjności”, ale jeśli celem miałyby być neutralność energetyczna w roku 2050, to już w okolicach roku 2040 zapotrzebowanie na surowce w tym obszarze byłoby sześciokrotnie większe niż obecnie. W związku z tym pełna realizacja celów klimatycznych nie może być obecnie przyjmowana jako scenariusz bazowy. Pozostanie raczej „króliczkiem” którego świat będzie gonił przez bliżej nieokreślony czas, a jednym z głównych hamulców w tej pogoni będzie dostępność i ceny metali przemysłowych.

Wracając do danych statystycznych, w maju miedź zdrożała o 4,4% i to pomimo 5% spadku od szczytu z 10 maja, kiedy to cena spotowa (w dostawach natychmiastowych) na LME ustanowiła historyczne maksimum na poziomie 10724,5 USD za tonę. Drożało aluminium (+2,1%), nikiel (+4,4%), cynk (+2,5%). Ruda żelaza, która przyzwyczała już inwestorów do nadzwyczajnej zmienności cen, „poszła w górę” o 14,5%. Z korektą ceny mieliśmy do czynienia na palladzie (-4,4%), jednak po dwóch miesiącach z dwucyfrową skalą wzrostu można tu mówić o co najwyżej technicznym przystanku. Szacuje się, że w bieżącym roku na rynku palladu ma pojawić się deficyt wynoszący około miliona uncji. Dla porównania, cała globalna produkcja tego kruszcu oscyluje w okolicach 10 mln uncji. Platyna zaliczyła kolejny stosunkowo neutralny miesiąc tracąc 1,9%.

Stale utrzymuje się stabilne zapotrzebowanie na surowce z Chin. Bieżące odczyty danych przemysłowych wskazują na to, że w najbliższym czasie presja z tego kierunku nie powinna maleć. Przemysłowy PMI dla Chin, zgodnie z wyliczeniami Caixin Media i Markit Economics wyniósł w maju 52 pkt., wobec 51,9 pkt. na koniec IV. Równocześnie rynek stara się dyskutować wzrost zapotrzebowania na surowce ze strony gospodarek zachodnich, który już powoli staje się faktem.

Zagrożeniem dla rynku w krótszej perspektywie jest potężny wzrost pozycji spekulacyjnych. Po latach nietęskni rynek surowcowy przeciągnął ostatnio masę inwestorów/spekulantów, szukających szybkiego zysku z dynamicznie drożejących aktywów. W tym kontekście warto wspomnieć o deklaracjach chińskich władz z połowy miesiąca, mówiącym o tym, iż należy ukrócić „spekulacje i nadmierne gromadzenie surowców”, które wpływa na

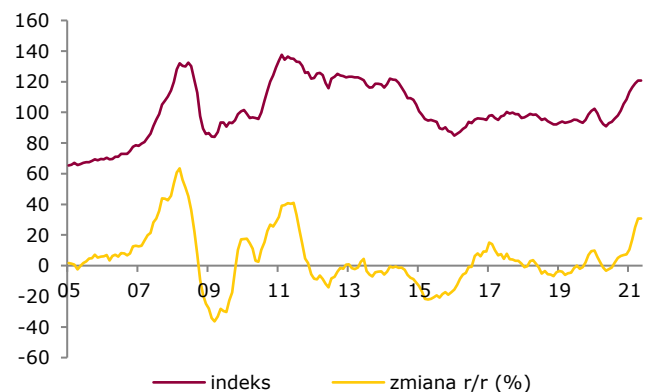
wzrost cen. Premier Chin Li Keqiang, zadeklarował dążenie do lepszego zarządzania popytem i podażą surowców i dążenie do stabilizacji cen. Komisja Rozwoju i Reform wezwała krajowe firmy surowcowe do niestosowania nieuzasadnionych podwyżek, a kopalnie do zwiększenia wydobycia węgla. Lokalna komisja nadzoru bankowego „poprosiła” banki o zaprzestanie sprzedaży klientom detalicznym produktów pochodnych mających związek z rynkami surowcowymi. Ponadto szanghajska giełda zamierza „przeanalizować nietypowe transakcje oraz ukrócić nieracjonalne zmiany cen kontraktów”. Równocześnie w celu ograniczenia zmienności postanowiono podnieść wymogi depozytowe dla instrumentów pochodnych na surowce. Spowodowało to chwilowe wychłodzenie nastrojów na światowych rynkach. Jednak otwarte pozostaje pytanie, czy rozgrzany rynek nie potraktuje tych działań jako potwierdzenia faktu, że rynek fizycznego obrotu może pozostawać w wielu obszarach mocno niezrównoważony. Zapasy miedzi na giełdzie LME spadły w maju o 30%, a przecież to nie inwestorzy spekulacyjni decydują się na rozliczenie kontraktów terminowych w formie fizycznego odbioru metalu....

## Towary rolne

Po euforycznych wzrostach w kwietniu, maj przyniósł korektę cen głównych towarów rolnych. Ceny pszenicy spadły o 10,6%, kukurydza taniała o 11,3%, soja zakończyła miesiąc z wynikiem -0,2%. Pomimo rekordowych zakupów ze strony Chińczyków (w połowie miesiąca Chiny kupiły dziewięć milionów ton w 10 dni, bijąc wszystkie historyczne rekordy) i rekordowo niskich zapasów, rynek uległ oczekiwanej i dość naturalnej na tle wcześniejszych wzrostów korekcie. Równocześnie zaobserwować można było duże różnice w cenach natychmiastowych i terminowych. Zboża z dostawą „na teraz” są znacznie droższe niż te z dostawą po zakończeniu sezonu wegetacyjnego na półkuli północnej. Powodem tego były sprzyjające warunki pogodowe na większości obszarów produkcyjnych i zwiększone arealy zasiewów. W

maju zanotowano spore opady deszczu we Francji i Niemczech i pozostałych krajach UE co zmniejszyło obawy uczestników rynku o stan upraw. Opady deszczu na południu Wielkich Równin w USA, a także krajach Basenu Morza Czarnego także wpłynęły na korektę cen zbóż. „Zwiadowcy” podczas corocznej wycieczki po polach pszenicy w Kansas, podkreślali rekordowy potencjał plonów upraw ozimych w USA. Również Ministerstwo Rolnictwa Rosji oświadczyło, że eksport zbóż może wzrosnąć w sezonie 2021/22. Dane te powinny sprzyjać wychłodzeniu rynku. W dłuższej perspektywie pamiętać jednak należy, że mamy obecnie do czynienia ze znacznym wzrostem nieprzewidywalności pogody. Według opinii Departamentu Rolnictwa Stanów Zjednoczonych liczba „fal upałów” w Stanach wzrosła z średnio dwóch do sześciu rocznie. Wzrosła również intensywność ciepła. Zmiany pogodowe niewątpliwie będą nadal wpływać na rynki.

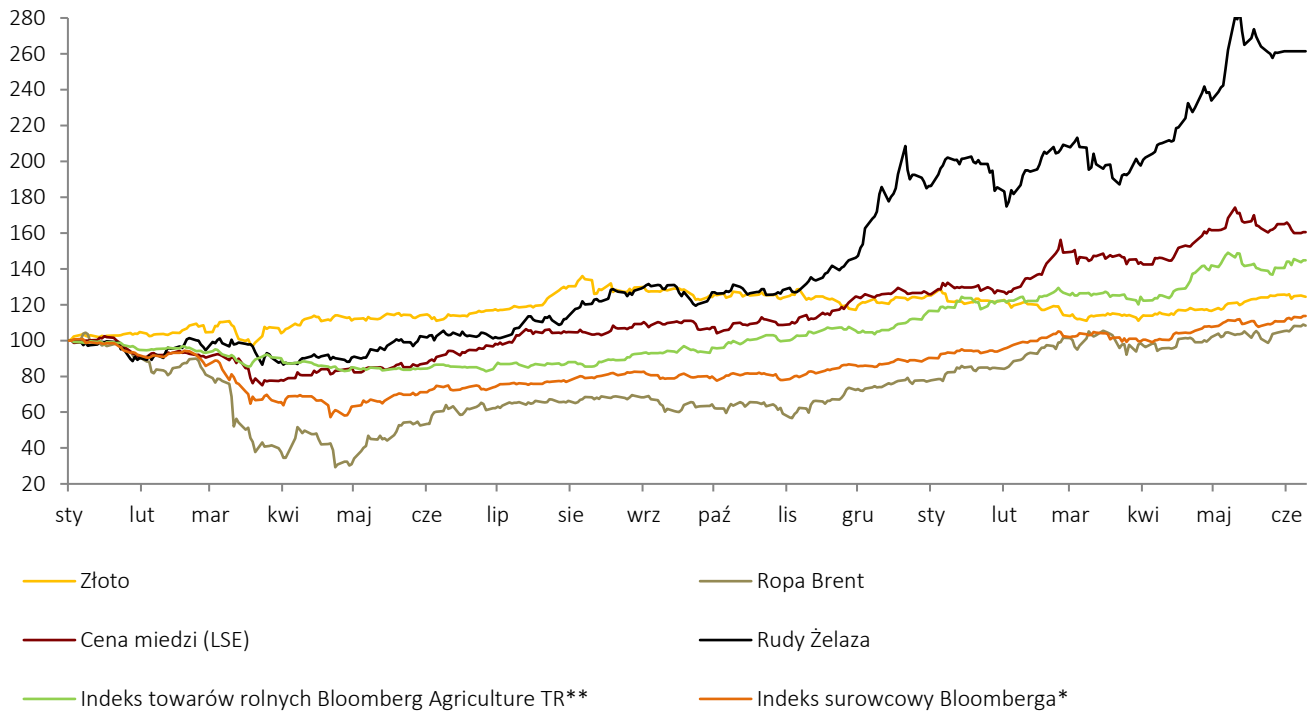
### Indeks cen żywności FAO



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Pomimo korekty notowań zbóż, żywność na świecie drożeje coraz szybciej. Indeks konstruowany przez Organizację Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (FAO) urosł w maju aż o 4,8% w stosunku do kwietnia. To największy skok cen od października 2010 roku. Poziom cen jest nominalnie najwyżej od 2011 roku. W ujęciu realnym jest z kolei najwyżej od lat siedemdziesiątych XX wieku. (bn)

## Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku,

\* składa się z 23 notowanych na giełdach surowców i ich pochodnych, surowce energetyczne i towary rolne stanowią po ok. 30%, metale przemysłowe i szlachetne po ok. 17%,

\*\* subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	1,4%	8,3%	15,1%	39,6%	39,8%	76,7%
MSCI World	USD	1,3%	9,1%	15,2%	38,5%	42,2%	77,7%
MSCI Emerging Markets	USD	2,1%	2,8%	14,2%	47,9%	22,8%	70,4%
MSCI EM Asia	USD	1,1%	0,3%	12,7%	49,8%	29,4%	88,2%
MSCI EM Latin America	USD	7,8%	15,6%	16,5%	44,2%	0,0%	25,6%
MSCI EM Europe	USD	9,3%	14,6%	24,8%	26,9%	16,9%	51,0%
MSCI Poland	USD	9,8%	17,8%	21,6%	23,6%	-4,9%	14,3%
MSCI Frontier Markets	USD	3,5%	9,9%	16,5%	33,4%	9,5%	24,2%
S&P500 - USA	USD	0,5%	10,3%	16,1%	38,1%	55,4%	100,5%
Russell 2000	USD	0,1%	3,1%	24,7%	62,8%	38,9%	96,5%
MSCI Europe	EUR	2,1%	10,1%	14,4%	26,7%	14,4%	26,4%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	2,1%	10,3%	14,7%	27,5%	16,6%	28,6%
DAX - Niemcy	EUR	1,9%	11,9%	16,0%	33,1%	22,3%	50,3%
CAC40 - Francja	EUR	2,8%	13,0%	16,8%	37,3%	19,4%	43,1%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	3,8%	11,2%	13,3%	28,9%	-3,3%	1,3%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	4,3%	10,2%	14,1%	38,3%	15,5%	39,6%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	0,8%	8,3%	12,1%	15,6%	-8,5%	12,7%
FTSE Nordic 30	SEK	1,9%	10,4%	12,7%	29,5%	40,2%	54,8%
Nikkei - Japonia	JPY	0,2%	-0,4%	9,2%	31,9%	30,0%	67,5%
TOPIX - Japonia	JPY	1,3%	3,1%	9,6%	23,0%	20,7%	39,4%
MSCI China	HKD	0,5%	-4,5%	4,4%	36,7%	19,1%	96,7%
Hang Seng - Hongkong	HKD	1,5%	0,6%	10,7%	27,0%	-4,3%	40,1%
Kospi - Korea Płd.	KRW	1,8%	6,3%	23,6%	57,9%	32,2%	61,5%
SENSEX - Indie	INR	6,5%	5,8%	17,6%	60,2%	47,0%	94,8%
XU100 - Turcja	TRY	1,6%	-3,5%	10,7%	34,6%	41,1%	82,6%
RTS- Rosja	USD	7,6%	13,1%	24,6%	31,0%	37,4%	76,7%
BOVESPA - Brazylia	BRL	6,2%	14,7%	15,9%	44,4%	64,4%	160,4%
WIG	PLN	9,0%	16,3%	25,9%	37,7%	15,7%	44,6%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	0,9%	6,9%	22,6%	56,2%	32,9%	75,9%
MSCI ACWI Large Cap	USD	1,3%	8,3%	14,6%	38,6%	41,1%	78,5%
WIG20	PLN	9,6%	17,1%	22,0%	29,6%	3,5%	23,5%
WIG20 total return	PLN	9,8%	17,3%	22,2%	30,5%	9,9%	37,4%
mWIG40	PLN	8,8%	13,9%	31,5%	46,0%	9,0%	40,8%
sWIG80	PLN	4,3%	17,7%	38,9%	65,9%	51,4%	50,9%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	1,9%	8,0%	9,1%	16,3%	46,4%	62,8%
MSCI World Energy	USD	4,5%	7,0%	31,0%	30,2%	-29,7%	-16,6%
MSCI World Financials	USD	4,5%	14,4%	29,8%	58,8%	23,0%	58,2%
MSCI World Metals&Mining	USD	6,7%	12,5%	33,9%	63,2%	39,4%	123,3%
MSCI World Industrials	USD	2,7%	11,6%	15,9%	48,1%	34,6%	72,8%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-1,2%	7,3%	13,3%	51,0%	62,5%	113,3%
MSCI World Consumer Staples	USD	2,8%	12,2%	6,9%	18,7%	28,4%	27,8%
MSCI World IT	USD	-1,2%	4,9%	11,5%	42,3%	93,7%	217,7%
Nasdaq	USD	-1,5%	4,2%	12,7%	44,9%	84,7%	177,9%
Nasdaq100	USD	-1,3%	6,0%	11,6%	43,2%	96,4%	202,5%
S&P Global Clean Energy	USD	-1,6%	-12,0%	-3,3%	91,8%	135,1%	164,6%
Eurostoxx Banks	EUR	6,7%	16,8%	32,7%	70,5%	-11,2%	-7,7%
WIG-Games	PLN	-3,5%	-18,4%	-31,2%	-27,2%		
WIG-Energia	PLN	-1,1%	35,6%	60,7%	91,4%	14,9%	1,8%
WIG-Banki	PLN	17,4%	31,9%	57,1%	73,4%	-6,6%	18,0%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	-0,3%	6,7%	11,2%	38,8%	65,8%	119,4%
MSCI World Value	USD	2,7%	11,4%	19,1%	37,6%	19,5%	40,7%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 maja 2021 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM - rynki rozwinięte, JPM EMCI - indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG - rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	4,6%	11,0%	44,1%	63,6%	4,0%	15,0%
Miedź	USD	4,4%	14,2%	36,7%	92,8%	52,6%	123,2%
Aluminium	USD	2,1%	14,4%	20,8%	61,1%	7,4%	59,3%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-0,9%	11,0%	33,2%	66,8%	21,2%	3,9%
Rudy żelaza	USD	14,5%	24,2%	65,1%	122,3%	211,9%	
Węgiel koksujący	CNY	1,0%	21,5%	32,1%			
Złoto	USD	7,8%	10,0%	7,3%	10,2%	46,9%	56,9%
Srebro	USD	8,1%	5,1%	23,8%	56,9%	70,6%	75,2%
Bloomberg Commodity Index	USD	2,7%	8,9%	24,8%	46,1%	2,3%	8,8%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	0,9%	-0,1%	-2,0%	3,0%	11,4%	13,2%
USD Korporacyjne IG	USD	0,8%	0,1%	-2,4%	3,6%	22,5%	27,8%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,1%	0,1%	-0,6%	4,5%	7,6%	11,3%
USD Korporacyjne HY	USD	0,3%	1,5%	4,2%	15,0%	22,9%	42,9%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,3%	1,5%	3,7%	13,4%	14,4%	24,2%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	2,0%	2,2%	2,6%	10,1%	15,1%	28,4%
EM skarbowe w USD	USD	1,3%	1,9%	-0,6%	8,0%	16,7%	25,2%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-0,9%	-1,1%	-2,1%	-1,1%	12,4%	19,0%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	1,7%	1,3%	2,5%	10,1%	4,6%	9,8%
EUR/PLN	PLN	-1,7%	-1,0%	0,0%	0,7%	3,7%	2,1%
CHF/PLN	PLN	-1,9%	-1,1%	-1,4%	-2,2%	8,8%	2,8%
USD/PLN	PLN	-3,4%	-2,2%	-2,5%	-8,6%	-0,8%	-7,0%
USD/JPY	USD	-0,2%	-2,8%	-4,8%	-1,6%	-0,7%	1,1%
Bloomberg USD Index	USD	-1,5%	-1,7%	-2,5%	-9,1%	-4,6%	-7,1%
MSCI EM Currency Index	USD	1,7%	2,3%	3,7%	11,6%	5,0%	18,4%
JP Morgan EM Currency Index	USD	1,3%	1,3%	2,4%	5,9%	-12,8%	-13,4%
Europe REITS	EUR	5,9%	13,9%	15,4%	28,7%	-18,2%	
US REIT's	USD	0,8%	13,0%	20,5%	33,7%	20,8%	15,6%
Bitcoin	USD	-35,4%	-19,7%	89,3%	289,7%	386,7%	6932,4%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-5,2%	2,8%	4,7%	56,8%	166,7%	399,1%
Amazon	USD	-7,0%	4,2%	1,7%	32,0%	97,8%	345,9%
Alphabet (Google)	USD	0,1%	16,6%	34,3%	64,4%	114,3%	214,7%
Microsoft	USD	-1,0%	7,4%	16,6%	36,3%	152,6%	371,1%
Facebook	USD	1,1%	27,6%	18,7%	46,0%	71,4%	176,7%
Netflix	USD	-2,1%	-6,7%	2,5%	19,8%	43,0%	390,2%
Tesla	USD	-11,9%	-7,4%	10,2%	274,4%	997,9%	1300,4%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	0,3%	12,9%	-1,9%	-19,6%	-11,8%	-7,0%
Roche	CHF	5,1%	5,0%	4,6%	-6,0%	48,2%	19,9%
ASML	EUR	1,1%	17,6%	50,4%	86,8%	226,9%	512,1%
Nestle	CHF	1,7%	16,5%	9,4%	6,6%	48,8%	50,8%
Novartis	CHF	1,2%	0,9%	-4,1%	-5,0%	22,4%	13,1%
Novo Nordisk	DKK	6,2%	9,9%	14,7%	10,3%	59,1%	29,5%
L'Oreal	EUR	7,8%	21,6%	20,0%	40,6%	79,1%	118,1%
LVMH	EUR	4,1%	24,2%	35,0%	73,9%	119,5%	352,6%
Astrazeneca	GBP	4,3%	15,9%	3,1%	-6,2%	47,2%	99,8%
SAP	EUR	-1,8%	11,4%	12,2%	-0,6%	18,6%	56,7%
Sanofi	EUR	-0,3%	14,7%	2,7%	-0,6%	32,5%	18,0%
<b>Chiny - BAT</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	-6,7%	-30,8%	41,2%	84,2%	-19,1%	9,9%
Tencent Holding	HKD	-0,6%	-6,6%	9,9%	50,8%	55,1%	257,2%
Alibaba	USD	-7,4%	-10,0%	-18,8%	3,2%	8,1%	160,9%

\* subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

# Ważne informacje

Powyższy materiał został przygotowany przez Biuro Maklerskie Alior Bank SA. Właścicielem niniejszego opracowania jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Łopuszańska 38D, 02-232 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy, KRS: 0000305178, REGON: 141387142, NIP: 1070010731, kapitał zakładowy: 1 305 539 910 PLN (opłacony w całości).

Materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał ten nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Materiał nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, ani usługi doradztwa inwestycyjnego. Usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne.

Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje podane w materiale nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z tego materiału. Materiał ten nie powinien stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta.

Prezentowane stopy zwrotu nie uwzględniają kosztów związanych z nabyciem i zbyciem instrumentów finansowych (np. opłaty manipulacyjnej, prowizji maklerskiej). Konieczności poniesienia tych opłat powoduje zmniejszenie rzeczywistego zwrotu z inwestycji. Prezentowane stopy zwrotu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym.

Biuro Maklerskie ostrzega, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub nawet całości zainwestowanych środków. W szczególności Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych wpływ ma wiele czynników, jak m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe, których niejednokrotnie nie można przewidzieć, lub które mogą być trudne do przewidzenia na etapie sporządzania niniejszego materiału.

Treść materiału wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością, przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Biuro Maklerskie za wiarygodne.

Informacje zawarte w komentarzu mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim.

Komentarz ani informacje zawarte w komentarzu nie mogą być rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem.