



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAVIGATOR RYNKOWY

65.32

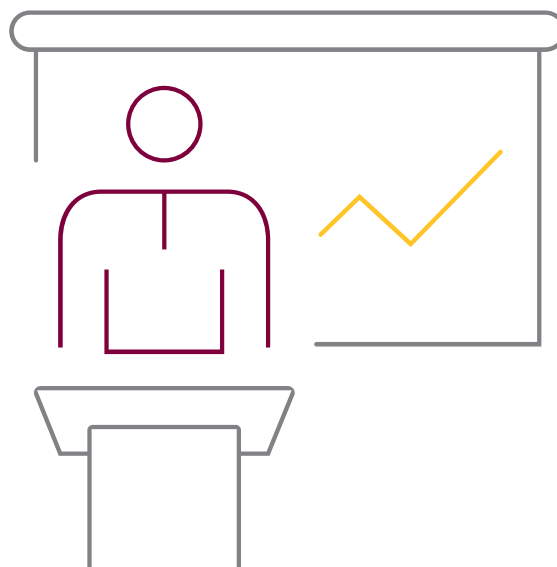
ŚRODOWISKA INFLACYJNEGO CIĄG DALSZY

55.01

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych
Wrzesień 2021 r.

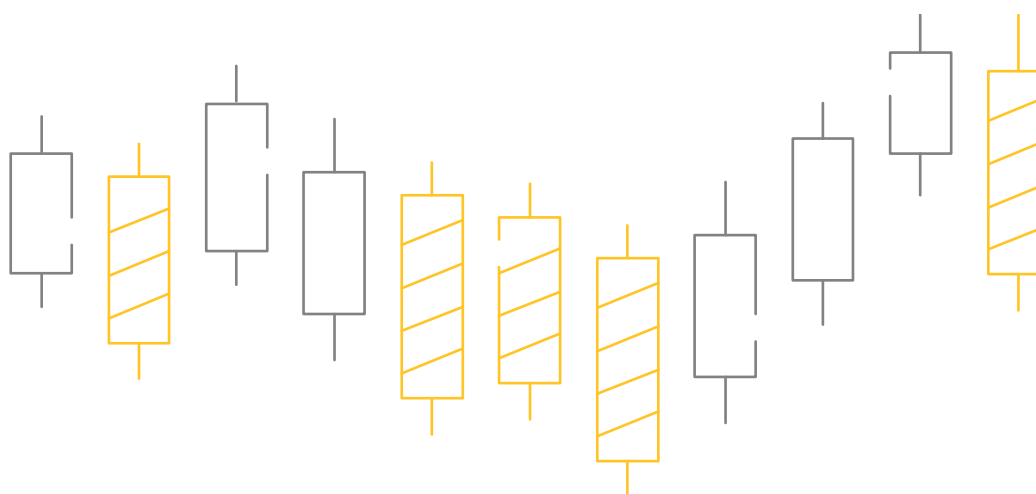
11.08

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***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***Bartłomiej Nowicki***Menedżer ds. Inwestycyjnych**Makler Papierów Wartościowych***15 września 2021 r.**

Spis treści

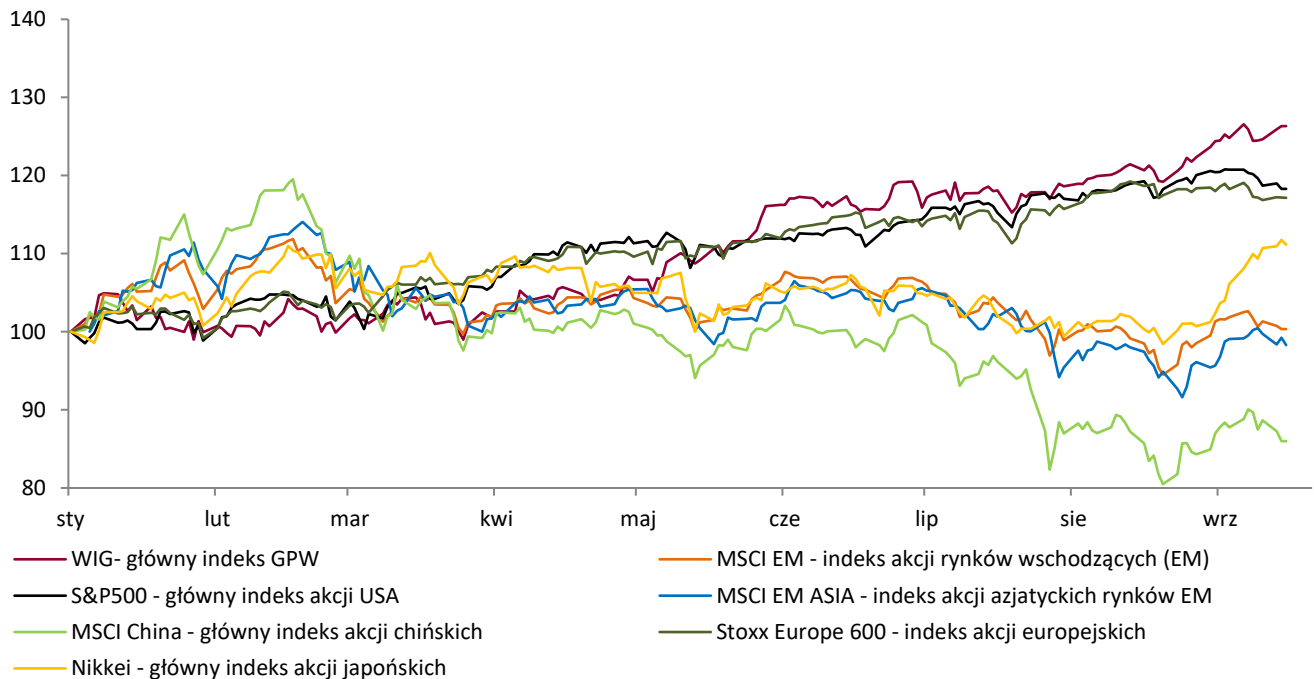
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Japonia	9
Rynki wschodzące (EM).....	10
Polska	11
Obligacje	12
Zagraniczne korporacyjne IG.....	13
Zagraniczne korporacyjne HY	14
Surowce	15
Surowce energetyczne	16
Złoto	17
Metale przemysłowe.....	18
Towary rolne.....	19
Ważne informacje	22



Wstęp

- Środowisko inflacyjne się utrzymuje. Mimo rekordowo wysokiej inflacji w Polsce (wzrost cen konsumenckich o 5,4% w sierpniu r/r), Rada Polityki Pieniężnej nie podniosła jak dotychczas stóp (ostatnie posiedzenie miało miejsce 8 września), podobnie czynią też Rezerwa Federalna USA (Fed), gdzie inflacja CPI za sierpień wyniosła r/r 5,3% oraz inne czołowe banki centralne sprawujące pieczę nad najważniejszymi w globalnym obrocie handlowym walutami, jak Europejski Bank Centralny (EBC) czy banki centralne Anglii, Japonii i Szwajcarii.
- Nie wszędzie jednak takie beztrioskie podejście do inflacji ma miejsce, niektóre banki centralne krajów rynków wschodzących już zaczęły to czynić w obliczu inflacji znacznie powyżej celów inflacyjnych i są to m.in. Brazylia, Meksyk, Turcja, a z bliższych nam geograficznie krajów Węgry i Czechy.
- Zdecydowana większość oszczędności na świecie zgromadzonych jest w walutach funkcjonujących w reżimach niskich bądź nawet ujemnych stóp procentowych, czyli de facto niskiego oprocentowania rachunków oszczędnościowych i lokat. W przypadku Europy ma to miejsce już niemal od dekady, w Polsce od blisko 1,5 roku.
- Jakie są tego efekty? Obok inflacji cen konsumenckich, także, a może przede wszystkim inflacją cen aktywów. W zasadzie coraz trudniej o jakikolwiek zysk na obligacjach, za to z dużą dozą systematyczności zarabiają rynki akcji, zarówno krajowe jak i zagraniczne (tabele ze stopami zwrotu za sierpień prezentujemy na ostatnich dwu stronach raportu).
- W obszarze producent-konsument, czyli tzw. gospodarki realnej, cały czas pozostajemy w sytuacji wyższej ścieżki konsumpcji dóbr trwałych kosztem usług na skutek „nadwyżkowych oszczędności” na poziomie zagregowanym od strony popytowej, na co nakładają się przestoje produkcji i spedycji spowodowane przez COVID-19 (w minionym miesiącu przez kilka tygodni wyłączony był 3. największy port chiński od strony podażowej, stąd m.in. szeroko opisywane i podnoszone przez przedsiębiorców problemy w globalnych łańcuchach dostaw.
- Regionalnie w tym miesiącu dużo uwagi poświęcamy Japonii, gdzie zbliżają się wybory parlamentarne, a dotychczasowy premier ustąpił ze stanowiska (spowodowało to wzrosty akcji, napędzane nadziejami na wzrost wydatków rządowych) oraz ponownie Chinom. (we wrześniu wybory parlamentarne będą też mieć miejsce w Niemczech)
- Diagnozowane w poprzednim wydaniu szerzej spadki akcji chińskich, stanowiące nawet do 45% udziału w benchmarkach regionalnych (uwzględniając łącznie giełdy w Chinach Kontynentalnych i Hongkongu) dla Azji Wschodzącej, i do 35% dla akcji rynków wschodzących ogółem, były jeszcze przez większość miesiąca kontynuowane, ale końcówka sierpnia przyniosła wzrostowe odreagowanie, dzięki któremu główny indeks akcji chińskich MSCI China, skończył miesiąc „na zero”.
- Ciekawostką pozostaje fakt, że podstawowa stopa procentowa w Chinach (*prime rate*) dla operacji na juanie pozostaje na wysokim na tle całego „rozwinętego” świata poziomie, mianowicie 3,85%, rentowność 10-letnich obligacji chińskich to 2,9% (także znacznie), a inflacja CPI w ostatnich dwu miesiącach nie przekraczała 1 procenta! (czyli była znacznie niższa).
- Problemu inflacji nie ma jak na razie w gospodarce japońskiej, ale tam tylko kwestią czasu pozostaje, kiedy wzrosty cen hurtowych przeniesione zostaną na konsumentów.
- Od ubiegłego miesiąca obserwujemy też generalnie pewien spadek momentum publikowanych danych gospodarczych, zarówno wyprzedzających indeksów PMI, które lekko spadają z rekordowo wysokich poziomów, jak i bieżących "twardych" danych względem konsensusów oczekiwań. (zo).

Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku (2021.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

W USA solidny lipcowy raport z rynku pracy w połączeniu z wcześniejszym przebiegiem przez inflację konsumencką poziomu 5%, ożywiły dyskusję na temat rozpoczęcia wycofywania stymulacji gospodarki w ramach superekspansywnej polityki monetarnej. Z ostatnich wypowiedzi członków amerykańskiego odpowiednika Polskiej Rady Polityki Pieniężnej - Komitetowi Operacji Otwartego Rynku (FOMC), a także samego prezesa Fed, wynika, iż ten moment nadchodzi wielkimi krokami. Pierwszym ważnym akcentem ma być ograniczenie skupu aktywów (QE) prowadzonego przez Fed (tapering).

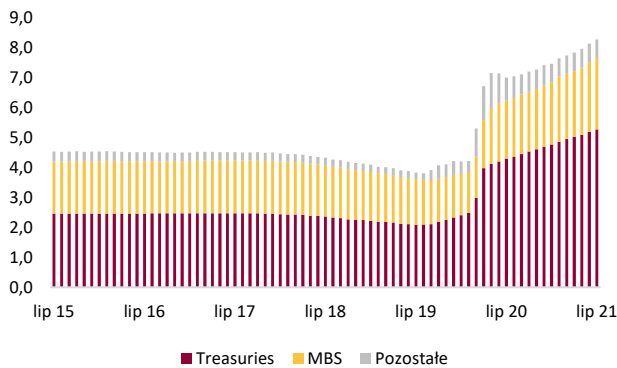
Konkretne decyzje co do redukcji QE jeszcze nie zapadły, ale najbardziej prawdopodobny „początek końca” programu zawiera się w zakresie IV kw. 2021 – I kw. 2022 r. Słabszy od oczekiwań sierpniowy raport z rynku pracy w USA sugeruje możliwość odsunięcia w czasie decyzji w ramach ww. przedziału czasowego.

Poza tym rozpoczęcie redukcji QE nie oznacza, iż wsparcie ożywienia gospodarczego ze strony Fed automatycznie zniknie. Proces wychodzenia ze skupu aktywów będzie trwał prawdopodobnie około roku, jeśli po drodze nie wydarzy się nic nieoczekiwanego. Ponadto komunikacja ze strony przedstawicieli amerykańskiego banku centralnego sugeruje, iż decyzja o wygaszeniu QE nie będzie powiązana z podwyżkami stóp procentowych. Te mają być autonomicznym procesem i w opinii większości członków FOMC nadejdą zapewne dopiero w roku 2023.

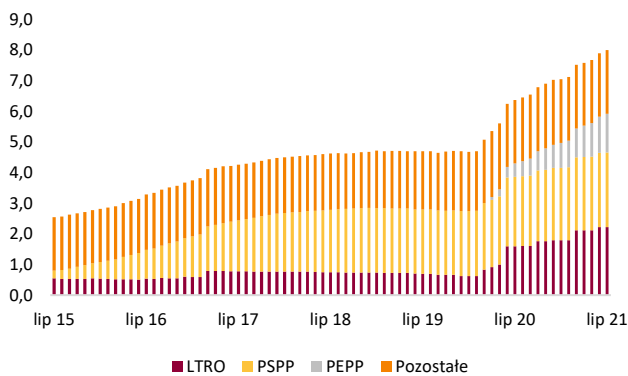
W trudniejszym niż Fed położeniu, jeśli chodzi o rezygnację z QE, jest EBC, który na czas pandemicznego kryzysu uelastyczył programy skupu aktywów. Rezultatem było obniżenie kosztu zadłużenia krajów Południa Europy (m.in. Włoch, Hiszpanii) poprzez spadek premii z jaką notowane były obligacje tych krajów względem obligacji krajów „jądra” strefy euro

(głównie Niemcy, Francja). Z drugiej strony jeszcze bardziej uzależniło te państwa od finansowania przez bank centralny. Jest to jedna z głównych przyczyn dla której perspektywy odejścia od mocno akomodacyjnej polityki pieniężnej w strefie euro pozostają bardziej odległe niż w USA.

Aktywa Fed (bln USD)



Aktywa EBC (bln EUR)



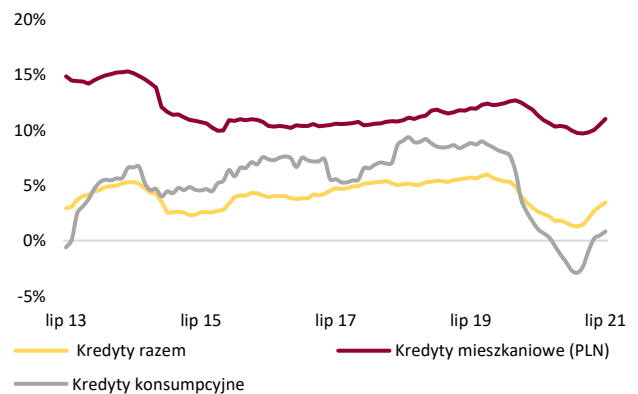
źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Przechodząc do krajowego „podwórka” - w sierpniu GUS publikował szacunek PKB Polski za II kw. 2021. Ten wzrost realnie o 11,1% r/r. To rekordowa dynamika w ujęciu r/r. Na świetny wynik składa się jednak przede wszystkim odwracanie załamania, do którego doszło w II kw. 2020 r., kiedy to PKB skurczył się o 8,2% r/r. W ujęciu k/k (po odsezonowaniu) PKB w II kw. 2021 r. wzrósł o 2,1%, wobec dynamiki 1,3% k/k w I kw. 2021 r. Ożywienie zatem przyspieszyło. W I kwartale br. obserwowaliśmy pozytywny efekt dostosowania gospodarki (również globalnej) do trybu epidemicznego, natomiast w II doszedł dodatkowy czynnik wspierający odbicie w postaci luzowania obostrzeń od początku maja.

Ożywienie w II kw. 2021 napędzane było przez przyspieszenie w konsumpcji prywatnej, rosnącej o 13,3% r/r oraz 2,7% k/k. Wynik jest solidny tym bardziej, iż realizowany w warunkach silnych obostrzeń obowiązujących przez ok. 1/3 okresu (kwiecień). Rozczarowały natomiast inwestycje. Te wzrosły zaledwie o 5% r/r, co przy mocno zaniżonej bazie z II kw. 2020 r. jest słabym wynikiem. W ujęciu k/k nakłady na środki trwałe spadły o 10,8%, co częściowo wymazuje pozytywne sygnały ożywienia w tym obszarze, po zaskakująco silnym przyspieszeniu w I kw. (+16% k/k).

Słabszy wynik inwestycji specjalnie nie dziwi w kontekście popytu na kredyt. W sektorze przedsiębiorstw w II kw. 2021 nastąpiła w tym względzie co prawda pewna poprawa, ale głównie dzięki kredytom obrotowym. Kredyty inwestycyjne od początku roku są wciąż na minusie, a roczne dynamiki w okresie II kw. 2021 r. obniżyły się. Lepiej wygląda sytuacja w kredytach gospodarstw domowych. Tu dynamika od początku roku napędzana jest w dużej mierze kredytem na nieruchomości, co można interpretować głównie jako próbę ochrony kapitału przy negatywnej realnej stopie procentowej. Poza tym w II kw. odbił kredyt konsumpcyjny.

Dynamika kredytów gospodarstw domowych (r/r, skorygowane o kurs walutowy)

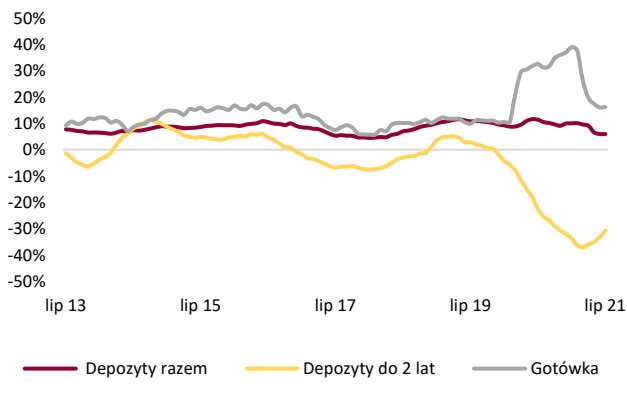


źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

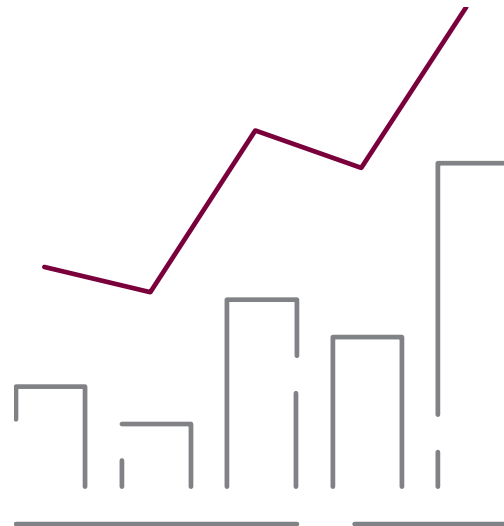
Kwestie problemów z lokowaniem oszczędności przez gospodarstwa domowe widać zresztą również po stronie depozytów. Od początku 2020 trwa wycofywanie środków z lokat terminowych. Na początku ub. roku pierwsze wrażenie zrobił wysoki inflacji, a skokowe przyspieszenie trendu nastąpiło po zredukowaniu stóp procentowych NBP w II kw. 2020 r. Takie tendencje obowiązują do dziś, co m.in. zwiększa

zarówno ilość gotówki w obiegu, jak i wartość środków na rachunkach bieżących. (js)

Dynamika depozytów gospodarstw domowych oraz gotówka w obiegu (r/r, skorygowane o kurs walutowy)



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM



Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

W sierpniu indeks akcji rynków rozwiniętych MSCI World odnotował kolejne historyczne maksimum. Zyskiwały na wartości zarówno akcje spółek europejskich, jak i amerykańskich, chociaż te drugie mierzone porównaniem indeksów Stoxx Europe 600 i S&P500, miały wyższe tempo. Relatywnie lepsze zachowanie wykazywały spółki drożej wyceniane (wg wskaźników P/E), ale za to z prognozami dynamicznego wzrostu sprzedaży i zysków (*growth*), niż spółki o atrakcyjniejszej wycenie w stosunku do wartości wewnętrznej i zazwyczaj niższym tempie wzrostu przychodów i zysków (*value*). Przewagę notowały także spółki sektorów o wyższej wrażliwości koniunkturalnej (cykliczne) nad defensywnymi.

Sierpniowe nastroje znacząco podbudowywały kolejne publikacje wyników finansowych dla spółek amerykańskich i europejskich. Zagregowane zyski spółek z indeksu S&P500 w II kw. zostały podwojone w porównaniu

do wyników sprzed roku. Faktem jest, że ubiegłoroczny *lockdown* najmocniej doświadczył II kw., więc baza porównawcza była niższa, ale też wyniki ostatniego kwartału należą do najwyższych w historii. Najwyższe dynamiki notowały sektory najbardziej poszkodowane przed rokiem, czyli szeroko rozumiany przemysł oraz dobra wyższego rzędu, a także sektor surowcowy, którego, jednakże udział w indeksie na przestrzeni ostatnich lat istotnie zmalał. Rekordowe wyniki odnotowały też sektory, które w trakcie ubiegłorocznych zawirowań covidowych wykazały bardzo dużą odporność, mianowicie: IT, ochrona zdrowia, usługi komunikacyjne (wraz z operatorami internetowymi). Na uwagę zasługuje też fakt, że większość spółek pobiła wcześniejsze prognozy analityków w zakresie wykazanych zysków, które wg serwisu Bloomberg były o 17% wyższe od konsensusu, czyli uśrednionych prognoz rynkowych.

Wspomniane pobicie prognoz rynkowych dla większości spółek pozwoliło na rewizję w górę całorocznych

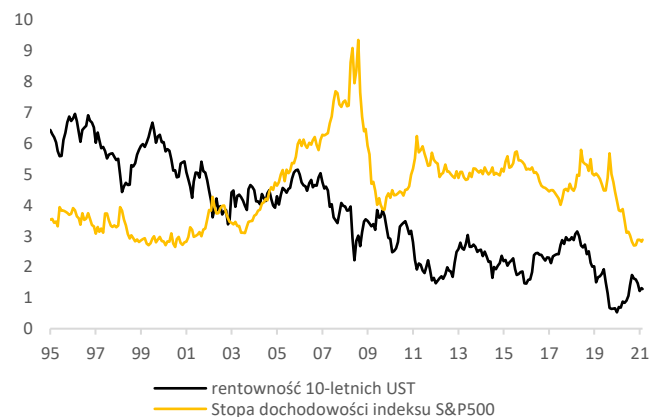
szacunków na 2021 r. Na podstawie ostatnich danych konsensus prognoz Bloomberg'a zakłada wzrost zagregowanego zysku na akcję dla indeksu S&P500 w 2021 r. o 40%. Konsensusy prognoz zysków całorocznych na 2021 r. stale rewidowane są w górę: tylko w sierpniu podwyższono je ponad 4 pkt. proc., a łącznie od początku roku (YTD) - o ponad 20 pkt. proc. W odniesieniu do poszczególnych sektorów uwagę zwracają poprawione w górę prognozy dla i tak dobrze prosperujących usług komunikacyjnych i szeroko rozumianego segmentu IT. Dla spółek cyklicznych, czyli w praktyce większej części notowanych spółek, głównym źródłem wzrostu zysków mają być wzrosty przychodów ze sprzedaży oraz wzrost marży operacyjnej i zysku netto. Branże defensywne charakteryzują się bardziej stabilnymi marżami i głównym źródłem poprawy zysków będzie oczekiwany wzrost przychodów. Co ciekawe, podobny schemat w odniesieniu do prognoz utrzymuje się dla spółek FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet), tzn. na poziomie marżowości prognozowane są niewielkie odchylenia od średniej z kilku ostatnich lat, ale szacowany jest przede wszystkim dynamiczny wzrost przychodów. Na poziomie marżowości istotne różnice są jednak pomiędzy sektorami cyklicznymi i defensywnymi. Dla spółek FAAMG prognozowana marża zysku netto na 2021 r. wynosi ok. 20%, podczas gdy dla spółek cyklicznych ok. 13,5%, dla defensywnych 9,5%.

Uwzględniając prognozy analityczne w zakresie możliwych do osiągnięcia zysków, gdzie dla S&P500 szacowany zysk na akcję na koniec 2021 wynosi ok. 202 USD, jak również średniego poziomu wskaźnika P/E za ostatnie 5 lat, która na koniec sierpnia wynosiła ok. 22.14x, to jak widać cena docelowa ($EPS * P/E$) wynosząca ok. 4470 pkt. jest poniżej bieżącej ceny rynkowej i nie oferuje już potencjału do dalszej wyżki. Oczywiście przy założeniu, że wskaźnik powróci do średniej. Cała siła rynku tkwi więc tkwić albo w utrzymaniu korzystnego momentum wynikowego w II półroczu i oczekiwanej kolejnej rewizji w górę całorocznych zysków, albo tolerancji dla wyższych wycen rynkowych (wskaźnik P/E powyżej średniej), wszak zyski przedsiębiorstw (EPS dla S&P500) mają w 2021 r. wzrosnąć o ponad 40%, a notowania indeksu od początku roku przyrosły „dopiero” o 21%. Oczywiście w tym drugim założeniu nie należy zapominać, że również w 2020 r. indeks S&P500 notował nowe historyczne maksimum, podczas gdy zysk na akcję indeksu S&P500 spadł do

poziomu z 2017 r., co razem doprowadziło do rekordowo wysokich wycen po wskaźnikach P/E.

Na wysokie wyceny należy jednak spojrzeć relatywnie. Podstawowa dochodowość z rynku akcji rozumiana jako strumień pieniędzy dla akcjonariuszy w postaci dywidend i skupu akcji własnych do kapitalizacji rynkowej (ok. 2,5-3%), jest na ponad 20-letnim minimum. Jednak w sytuacji, kiedy inflacja przekracza 5%, a rentowność rządowych obligacji 10-letnich jest na poziomie 1,3%, to jednak rynek akcji jest w stanie w większym stopniu zabezpieczyć oszczędności, zwłaszcza, że dobre prognozy dla wyników finansowych powinny przełożyć się na generowanie szerszego strumienia gotówki dla przedsiębiorstw, która później rozdystrybuowana w formie dywidend bądź skupów akcji wesprze dochodowości z rynku akcji.

Zagregowana dla spółek z indeksu S&P500 (USA) stopa dochodowości spółek (dywidendy + skupy akcji) na tle rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA (UST)



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

Dla akcji europejskich sezon publikacji kwartalnych wyników finansowych za II kw. '21 również był bardzo pomyślny. Wyniki spółek były ogółem o ponad 25% wyższe od wcześniejszych prognoz. Ze względu na ujemny zysk na akcję indeksu przed rokiem nie jest możliwe obliczenie rocznej dynamiki. Według konsensusu Bloomberg'a zagregowany zysk na akcję w całym 2021 r. dla indeksu Stoxx Europe 600 może nawet wzrosnąć o 58%. PO wynikach za II kw. znacznie, bo aż o ponad 10 pkt. obniżył się dla akcji europejskich bieżący wskaźnik P/E (do 25,0), spadając do wartości poniżej rynku amerykańskiego (27,1). Uwzględniając konsensus prognoz na przyszłe 4 kwartały, również wskaźnik P/E forward znalazł się na niższym poziomie aniżeli dla indeksu S&P500 (17,0 vs.

22,4). Jednak faktem też jest, że w przeszłości prognozy dla akcji europejskich często rozmiąły się z ich faktyczną realizacją, co nakazuje mimo wszystko ostrożność względem wykazywanego optymizmu konsensusu rynkowego. Porównując akcje europejskie z amerykańskimi warto zwrócić też uwagę, że wg szacunków zysk na akcję indeksu S&P500 już w tym roku sięgnie nowego historycznego maksimum, natomiast dla akcji europejskich prognozowane jest to dopiero w 2022 r.

Dochodowość z rynku akcji mierzona stosunkiem wypłaconych dywidend oraz operacji skupu akcji do wyceny rynkowej jest dla indeksu Stoxx Europe 600 na bardzo niskim poziomie niecałych 3%. Bliskie zera lub nawet ujemne rentowności obligacji rządowych przy inflacji przekraczającej 2% nie są w stanie zachować realnej wartości oszczędności, przez co cały czas widzimy płynący strumień środków w kierunku ryzykownych aktywów, w tym akcji. Zatem, w przypadku obu regionów im niższe realne stopy procentowe, które obecnie są na „grubym” minusie, tym silniejsze wsparcie dla zainteresowania rynkiem akcji.

Przy powyższych rozważaniach nie można pominąć faktu, że to prowadzone przez banki centralne operacje skupu aktywów pomagają utrzymać niskie rentowności obligacji. W momencie ich ograniczenia, rentowności papierów dłużnych wejdą w fazę wzrostową, co może wówczas zmniejszyć atrakcyjność rynku akcji. Sugerowana przez prezesa FED podczas sympozjum w Jackson Hole możliwość zawężania skupu aktywów jeszcze w bieżącym roku mogłaby się wówczas stać inicjatorem osłabienia nastrojów na rynkach akcji, zwłaszcza w USA.

Ryzyko wysokich wycen oraz odwrócenia działań ze strony banków centralnych skłania do utrzymywania lekkiego niedoważenia akcji rynków europejskich oraz amerykańskich, a przed głębszym niedoważeniem powstrzymują, mimo wszystko, prognozy wzrostu zysków przedsiębiorstw, wspierane dobrymi wynikami za I półrocze. Akcje europejskie, mimo że w wycenach P/E wyglądają atrakcyjniej, to jednak w kategorii „dowożenia” prognoz uznajemy za nieco bardziej ryzykowne, w związku z czym pozostają z takim samym nastawieniem jak akcje amerykańskie. Pomimo wysokich wycen nie odżegnujemy się jednak od spółek *growth* ze względu na imponujący progres wyników finansowych czołowych przedstawicieli tego segmentu za II kw. Preferujemy lekko jednak spółki

value, które w okresie możliwego przesilenia na rynkach akcji powinny wykazywać relatywną przewagę. (mb)

Japonia

W sierpniu główne indeksy giełdy japońskiej, tj. Nikkei 225 i TOPIX, rosły w tempie nieco wyższym niż rynki rozwinięte ogółem, zyskując odpowiednio 3% i 3,1%. Motorami wzrostu były w sierpniu głównie przedstawiciele branż: bankowej, samochodowej i stalowej.

Po sezonie publikacji wyników finansowych spółek za II kwartał, wzrosła atrakcyjność wskaźnikowa japońskiego rynku akcji. Spółki z indeksu Nikkei na koniec sierpnia notowane były przy 16-krotności zysków za 4 ostatnie kwartały i niecałej 15-krotności prognozowanych zysków przez rynek na kolejne 4 kwartały (wskaźnik P/E forward). Konsensus prognoz Bloomberg'a zakłada wzrost zagregowanego zysku na akcję dla japońskiej giełdy o 14% w III kw. i o 33% r/r za cały 2021 r.

Aż 71% spółek zaraportowało zyski za II kw. powyżej oczekiwań vs. 21% firm, które rozczarowały. To największa różnica między pozytywnymi a negatywnymi niespodziankami od czasu światowego kryzysu finansowego w 2008 roku. Jednocześnie 14% spółek wraz publikacjami podniosło jednocześnie swoje całoroczne prognozy. W kontekście korzystnych perspektyw zysków widać odradzanie się skupów akcji własnych. Spółki wchodzące w skład TOPIX zapowiedziały skupy akcji na łączną kwotę blisko 800 mld jenów w okresie lipiec-wrzesień, a łączne wykupy ogłoszone w okresie kwiecień-wrzesień, choć poniżej szczególnie wysokiego poziomu w 2019 r., były wyższe niż w okresie lat 2016-2018 i 2020.

Niezmiennie po stronie popytowej japońskiego rynku akcji, co jest ewenementem na skalę światową, aktywny pozostaje japoński bank centralny (Bank of Japan) - jest on de facto największym pojedynczym posiadaczem krajowych akcji. W jego portfelu na koniec 2020 roku znajdowały się walory o wartości ponad 434 mld USD. Za to mocno niedoważone w japońskich akcjach pozostają zagraniczne fundusze inwestycyjne i chociaż zakres niedoważenia względem globalnych benchmarków w ostatnim czasie nieco się zmniejszył, pozycje zagranicznych inwestorów zagranicznych w japońskich akcjach pozostają niewielkie.

Do końca września przedłużono dla prefektur obejmujących ok. 80% mieszkańców Japonii obostrzenia związane z koronawirusem, na którego liczba zachorowań w sierpniu przekroczyła 25 tys. dziennie (po czym do połowy września spadła do poniżej 5 tys. dziennie). Przypomnijmy, że obostrzenia obowiązujące w Japonii są łagodniejsze od tych, które wprowadzane były chociażby w Europie, mianowicie koncentrują się one na ograniczeniu godzin działania restauracji (muszą być zamykane o g. 20) i zakazaniu sprzedaży w nich alkoholu. Ponadto firmy mają przechodzić na pracę zdalną- w taki sposób obowiązki służbowe ma wykonywać 70 proc. ich pracowników.

Trajektoria wzrostu gospodarczego w Japonii pozostaje odmienna aniżeli na innych rynkach rozwiniętych. Przede wszystkim w okresie ubiegłego roku brak było w Japonii dotkliwych *lockdown-ów*, które sprowadziłyby w dół aktywność gospodarczą, toteż w II kw., pozbawiony efektów niskiej bazy porównawczej, wzrost PKB wyniósł raptem 1,3%. W miarę postępu szczepień przewiduje się jednak przyspieszenie dynamiki PKB i konsensusy prognoz zakładają znacznie wyższe dynamiki w II poł. roku, mianowicie +2,6% r/r w III kw. i +5,7% (w ujęciu rocznym) w IV kwartale br., w związku z perspektywami utrzymania silnej aktywności produkcyjnej i ożywienia w sektorze usług (po zdjęciu ograniczeń COVID-owych).

Japońskiej gospodarce udaje się też jak na razie wymykać globalnemu trendowi wzrostu inflacji. W lipcu 2021 r. ceny konsumpcyjne spadły o 0,3% r/r I był to dziesiąty z rzędu miesiąc ujemnej dynamiki r/r cen konsumpcyjnych, w związku z trwającą pandemią COVID-19 i związanym z nią osłabieniem konsumpcji. najbardziej ceny spadły w przypadku transportu i komunikacji (-5,4%) oraz opieki medycznej (-0,5%). Wzrosły za to opłaty za paliwo, światło i wodę (2,2%), meble i sprzęty domowe (2,4%). Prawdopodobnie jednak już wkrótce dynamika cen konsumpcyjnych w Japonii przyjmie dodatnie wartości, chociażby ze względu na wzrosty cen hurtowych, które w lipcu według indeksu cen dóbr korporacyjnych (CGPI) wzrosły o 5,6%, co oznacza ich najszybszy roczny wzrost od 13 lat.

Na jesieni w Japonii odbędą się wybory parlamentarne (zgodnie z tamtejszą konstytucją muszą odbyć się do końca listopada, gdyż obecna kadencja Izby Reprezentantów upływa 21 października). Pomimo spadku poparcia, nie widać zagrożenia dla utraty władzy przez obecnie rządzącą

Partię Liberalno-Demokratyczną (PLD) wraz z sojuszniczym ugrupowaniem Komeito. W związku z tym istnieje małe ryzyko, że wybory do Izby Reprezentantów staną się czynnikiem destrukcyjnym na tokijskiej giełdzie. W piątek 3 września premier Japonii Yoshihide Suga zapowiedział, że ustąpi ze stanowiska po roku sprawowania urzędu. Polityk nie będzie ubiegał się o przywództwo rządzącej Partii Liberalno-Demokratycznej, co oznacza, że ustąpi również ze stanowiska premiera. 17 września ma rozpocząć się kampania wyborcza wewnątrz rządzącego Japonią ugrupowania, a 29 września zostaną wyłonione nowe władze partii. Jak donosi Financial Times, rezygnacja Sugi to pokłosie gwałtownego spadku popularności premiera i złych ocen jego walki z pandemią Covid-19. Jego notowań nie poprawiły także zakończone niedawno Igrzyska Olimpijskie, po których nastąpił dynamiczny wzrost nowych zachorowań. Odejście Sugi otwiera perspektywę, że kolejny lider rozpocznie nowy program stymulacyjny, co starają się dyskutować japońskie indeksy dynamicznymi zwyżkami w pierwszych sesjach września. (rk)

Rynki wschodzące (EM)

W sierpniu stopy zwrotu z indeksu całościowego rynków wschodzących (MSCI EM), jak i najważniejszego podregionu – Azji Wschodzącej były zbliżone do stopy zwrotu z rynków rozwiniętych (MSCI World) (szczegóły w Tabeli przy końcu raportu) i oscylowały wokół 2,5%. In plus wyróżniły się europejskie rynki wschodzące (+4,3%), na co największy wpływ ma parkiet rosyjski (w indeksie MSCI Emerging Europe ma udział aż 69%), a zaraz potem Polska (15%)- wyrażony w dolarze indeks MSCI Poland wzrósł w sierpniu aż o 5%), a dopiero trzecia w kolejności- Turcja (6%), z reguły doświadczająca największej zmienności. In minus natomiast kontrybuował region Ameryki Południowej (Łacińskiej), czyli głównie giełdy w Brazylii i Meksyku – stanowiące odpowiednio 63% i 25%.

Regionalnym liderem w ramach zarówno globalnych, jak i azjatyckich rynków wschodzących był główny indeks rynku indyjskiego - Sensex (+9,4%), co mogło być efektem przepływów kapitałowych w obrębie regionu Azji Wschodzącej, m.in. z Chin, które zaliczyły płaski miesiąc po trwającym już kilka miesięcy trendzie spadkowym. Paliwem dla wzrostu kursów indyjskich spółek była też stopniowa poprawa w kontekście pandemii koronawirusa (mniejsza liczba zachorowań, już niemal 40% populacji

przyjęło co najmniej 1 dawkę szczepionki, podczas gdy na początku czerwca było to jedynie około 10%).

Bez wątplenia w ostatnich miesiącach cieniem na całość rynków wschodzących, a zwłaszcza na azjatyckie rynki, rzutował odwrót inwestorów od rynku chińskiego w obawie o kolejne działania chińskiego rządu, które mogą zaszkodzić poszczególnym branżom i spółkom. W sierpniu chiński rząd nałożył kolejne ograniczenia, tym razem na obywateli, co jednak rzutuje również na perspektywy dla spółek takich jak Tencent (jednak jedynie w niewielkim zakresie, o czym wspomniano poniżej). Nowe regulacje pozwalają spędzać niepełnoletnim obywatelom jedynie 3 godziny w tygodniu (od piątku do niedzieli w godzinach 20-21) na graniu w gry online. Oczywiście oficjalny cel jest szczytny, gdyż działania te są podejmowane w celu ograniczenia uzależnienia od gier wśród młodzieży. Nowe regulacje nie są zupełnie zaskakujące, gdyż do tej pory funkcjonowały łagodniejsze ograniczenia zezwalające na spędzanie 1,5 godziny dziennie na graniu w gry online, a w weekendy można było grać do 3 godzin. Początkowo ogłoszenie zacieśnienia regulacji przerodziło się w lekki spadek kursu największego chińskiego giganta gamingowego – spółki Tencent, jednak na tej samej sesji kurs producenta gier odrobił straty i zakończył dzień na plusie, co wynika z racjonalnego podejścia inwestorów i być może jest oznaką wyczerpywania nadmiernego oddziaływania tego typu negatywnych informacji na chińskie spółki. W II kw. gracze poniżej 16 roku życia odpowiadali jedynie za 2,6% przychodów Tencenta z rynku krajowego, a więc fundamentalnie nowe regulacje nie zmieniają dla spółki wiele. W naszej ocenie ryzyko kolejnych działań (m.in. antymonopolowych) wciąż pozostaje wysokie, jednak spora część dotkliwych regulacji już uderzyła w wyceny przedsiębiorstw, sprowadzając je do atrakcyjnych poziomów, zwłaszcza na tle ich odpowiedników działających na rynkach rozwiniętych, a kolejne regulacje o ile nie będą zbyt mocno uderzać w interesy spółek mogą nie powodować już tak panicznych wyprzedzaży, gdyż część kapitału wrażliwa na tego typu działania zdążyła z rynku odpłynąć. /AD/

Atencję przykuwają bieżące dane makroekonomiczne z gospodarki Państwa Środka. Sierpień przyniósł szereg rozczarowań w danych publikowanych miesięcznie, mianowicie – produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła w Chinach o 6,4% r/r wobec konsensusu 7,8%, również słabiej wypadła sprzedaż detaliczna, która w ujęciu r/r

wzrosła o 8,5% wobec spodziewanych 11,5%. Następnie odczyty indeksu PMI z przełomu sierpnia i września zaskoczyły negatywnie, zarówno wskaźnik PMI dla przemysłu, jak i dla usług wg Caixin osiągnął wartość poniżej granicznego poziomu 50 pkt. Obraz sytuacji gospodarczej poprawiają dane o eksporcie i imporcie opublikowane już w pierwszych dniach września uspokajają nastroje, z których wynika, że eksport w ujęciu r/r wzrósł aż o 25,6% wobec konsensusu 17,1%, a saldo importowe wzrosło o 33,1% r/r wobec prognozy +26,8%.

Podsumowując, nasze nastawienie do azjatyckich rynków wschodzących pozostaje relatywnie pozytywne na tle pozostałych rynków ze względu m.in. na atrakcyjne wyceny (P/E bieżące 17,8 wobec 24,2 dla rynków rozwiniętych oraz prognozowane forward 15,1 wobec 20,2), a także ze względu na materializację szeregu negatywnych czynników, które zdążyły już obciążyć wyceny spółek (zwłaszcza chińskich). W kolejnych miesiącach różnica pomiędzy odsetkiem zaszczepionych obywateli z państw rozwiniętych a z państw wschodzących również będzie się zmniejszać, co zmniejszy ryzyko niekontrolowanego rozwoju sytuacji epidemicznej w gospodarkach rynków EM.

Dalsze wzrosty spółek tworzących indeks MSCI EM mają poparcie w fundamentach (zwrócić należy uwagę, że trzon indeksów stanowią spółki IT lub E-commerce, takie jak Alibaba, Tencent, Samsung, TWSE). Obecny wzrost zysków spółek z EM w ujęciu r/r oscyluje w granicach 100% i podobna dynamika ma zostać utrzymana również w II poł. br. Także porównując prognozowane zyski za IV kw. 2021 r. do II kw. br. konsensusowe dynamiki są imponujące, sięgając nawet ok. 60%. Warto też zauważyć, że średnia rentowność przedsiębiorstw zagregowanych w indeksie MSCI EM jest już wyższa niż przed pandemią. Dla przykładu obecne ROE dla indeksu kształtuje się powyżej 13%, podczas, gdy pod koniec 2019 r. sięgało ok. 11%. (ad)

Polska

Za nami kolejny wzrostowy miesiąc na GPW, w którym wszystkie główne indeksy świeciły się na zielono. Szeroki indeks krajowego rynku (WIG) osiągnął wzrost na poziomie +4,2% i należał regionalnie do najlepszych indeksów na świecie, poprawiając swoje historyczne maksimum na 71 111 punktów. Sierpień był trzecim z rzędu miesiącem nowych rekordów WIG. Segmentowo

największy wzrost zanotował jednak indeks średnich spółek mWIG40 (+5,9%), który od początku wakacji jest wyraźnie lepszy od indeksu mniejszych spółek (SWIG80, w sierpniu +1,8%). Kolejny dobry miesiąc zanotowały spółki największe, z WIG20, ze wzrostami na poziomie +5,1%, odzyskując siłę relatywną względem reszty rynku, po wcześniejszych słabszych miesiącach.

Sektorowo, motorem napędowym w sierpniu był sektor WIG-Banki (+14,4%) po publikacji dobrych wyników finansowych za II kw. oraz rosnących oczekiwaniach na podwyżki stóp procentowych (wysoka inflacja i pierwsze podwyżki stóp w regionie). Zaraz za nim uplasował się WIG-Energia +13,2%, napędzany nowymi informacjami dotyczącymi projektu umowy społecznej rządu z sektorem energetycznym, gdzie przeniesienie aktywów węglowych do Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego ma się odbyć za odszkodowaniem oraz rekompensatą nakładów na remonty i modernizację przekazanego majątku. Najgorzej radził sobie WIG-Górnictwo (-7,2%) za sprawą KGHM i korekty na surowcach. Ostatnie dni miesiąca to także słabe zachowanie WIG-Games (-6,4%), który po 3 miesiącach odbicia znów wraca do spadków. Warto podkreślić, że w tym roku mamy już 3 sektory ze stopą zwrotu powyżej 50% i są to WIG-Odzież (+64,3%), WIG-Banki (+60%) oraz WIG-Motoryzacja (+58,8%). Całkiem niezłą też alternatywą dla na powrót, rozgrzanego do czerwoności rynku mieszkań nabywanych w celach inwestycyjnych, były akcje spółek deweloperów. WIG-nieruchomości od początku roku wzrósł o 30%, znacznie więcej aniżeli średnie ceny mieszkań w dużych miastach w Polsce.

Wyceny spółek na GPW względem wskaźnika cena do zysku (13) czy cena do wartości księgowej (1,6) nadal utrzymują się blisko tegorocznych minimów, a wskaźnik techniczny RSI dla szerokiego rynku znajdują się poza strefą wykupienia. Nastroje inwestorów są nadal optymistyczne, ale nie na tyle by mówić o przegrzaniu

rynku. Udział obrotów stanowiących o sile krajowego parkietu inwestorów indywidualnych, w pierwszej połowie roku wyniósł 24% i był to najwyższy wynik w pierwszym półroczu w ciągu ostatnich 10 lat (patrzac przez pryzmat wartości obrotów to okres wakacyjny nie był już tak udany). Być może inwestorzy gromadzą wolne środki i szykują się na kolejne oferty publiczne spółek, których prospekty (13) czekają na zatwierdzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Dobra koniunktura na giełdzie to również dobra passa funduszy inwestycyjnych dla których sierpień jest 16.-tym miesiącem z rzędu przewagi wpłat nad wypłatami. Liczba klientów TFI przekroczyła 4,6 mln osób i jest najwyższa w swojej historii. Klienci w ostatnich miesiącach rezygnują z funduszy pieniężnych i obligacyjnych na rzecz tych o wyższym ryzyku inwestycyjnym, co jest dodatkowym popytem na GPW. W sierpniu wyraźnie zmalał odpływ z funduszy dłużnych, a prym wiodą fundusze zagraniczne (+ 450 mln zł) w których również znajduje się część polskich akcji. Mimo umorzeń (-23 mln zł) z funduszy polskich uniwersalnych, sierpień kończy się pozytywnie dla funduszy małych i średnich spółek (+ 42 mln zł). Cały czas systematycznie płynie kapitał do funduszy PPK (+ 310 mln zł), które zaczynają odgrywać coraz większą rolę szczególnie w sektorze małych i średnich spółek. Szacujemy, że sierpień nie był tak udany jak wcześniejsze miesiące, ale i tak łącznie na polski rynek kapitałowy od strony instytucjonalnych inwestorów finansowych mogło napłynąć ok. 300 mln nowych środków pod zakup akcji.

Dla polskiego rynku akcji jako całości utrzymujemy nastawienie neutralne (czyli wyższe aniżeli do rynków akcji DM), z niewielkim przeważeniem akcji małych i średnich spółek, w tym przedstawicieli sektora finansowego. Utrzymująca się w Polsce polityka niskich stóp procentowych i wysoka inflacja nadal winny przyciągać inwestorów na rynek akcji. (bz)

Obligacje

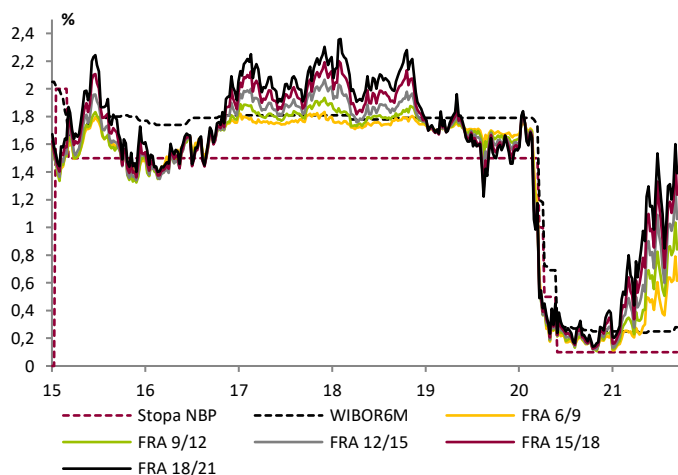
Wysoka inflacja przy jednoczesnym utrzymywaniu „zerowych” stóp procentowych przez banki centralne i przy status quo w zakresie realizowanych przez banki centralne zakupów obligacji musi prowadzić do wzrostu

rentowności, zwłaszcza obligacji długoterminowych stałokuponowych, a spadku ich cen. Tak było też w sierpniu, na rynku obligacji krajów wysoko-rozwiniętych (DM), dla których benchmark stracił na wartości 0,4%, a

rentowność 10-letnich Treasuries wzrosła w trakcie miesiąca z 1,23 do 1,31%. Tak było też na rynku polskich obligacji skarbowych, które straciły średnio na wartości 0,4 proc., a rentowność benchmarkowych 10-latek, którą jest seria obligacji zapadających w kwietniu 2032 r. - DS0432, wzrosła w sierpniu z 1,7 do 1,8 proc. i do 2,0 proc. wzrosła w połowie września nawet do 2,0 proc. – najwyższego poziomu od blisko 1,5 roku.

Wzrosty rentowności (a spadki cen) są też już widoczne nawet na obligacjach skarbowych o dość nieodległym terminie do wykupu, jak będącej w spektrum zainteresowań funduszy dłużnych o najmniejszych zmianach wycen jednostki i postrzeganych za „najbezpieczniejsze”, funduszy oszczędnościowych bądź obligacji krótkoterminowych, mianowicie benchmarkowej „2-latki” - serii DS1023, której rentowność wzrosła w ciągu roku z zera do 0,5 proc., co przełożyło się w tym czasie na ok. 1-procentowy spadek ceny, licząc wraz z narosłymi odsetkami. Wyżej wymienionej grupie funduszy, operującym na dość jednorodnym spektrum inwestycyjnym, nie pomaga też brak wzrostów cen (stabilizacja po wcześniejszej korekcie spadkowej) obligacji zmienno-kuponowych (WZ), pomimo rosnących oczekiwań na timing i tempo podwyżek stóp procentowych NBP.

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



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

Jedynym wzrostowym segmentem rynku obligacji skarbowych w sierpniu, inwestowalnym z pozycji polskiego inwestora, okazał się rynek obligacji krajów EM

w USD (+1,0%), co było efektem m.in. lekkiej konwersji spreadu (premi) w stosunku do rynku bazowego, czyli amerykańskiego rynku obligacji. Będący od kilku miesięcy słabszy, ale większy wartościowo podsegment obligacji EM w walutach lokalnych (z and. *local currency*) sierpień zakończył na lekkim minusie (-0,1%). Benchmarki dla obu podsegmentów obligacji EM charakteryzują się dość dużą na tle rynków DM, średnią rentownością (w okolicy 5 proc), ale należy pamiętać o ryzykach z nim związanych: w przypadku obligacji USD- podążaniem w długim terminie za obligacjami USA, dla których obecnie wszystkie znaki na niebie i ziemi wskazują, że rentowność będzie rosła, a w przypadku obligacji EM w walutach lokalnych- o ryzyku rosnącej inflacji w tych krajach (w Brazylii aktualnie dochodzi aż do 10 proc.) w rezultacie której, poprzez mechanizm Parytetu Siły Nabywczej, działają siły rynkowe osłabiające waluty tych krajów emitentów. (zo)

Zagraniczne korporacyjne IG

W sierpniu na rynku obligacji o ratingu inwestycyjnym widzimy delikatną korektę po mocnych wzrostach w poprzednich miesiącach. Segment amerykański (iBoxx USD Corporates) zamknął miesiąc stopę zwrotu minus 0,3%, jeśli natomiast spojrzeć na okres YTD (od początku roku) to wynik oscyluje w granicach 0%. Europejski odpowiednik (iBoxx Euro Corporate) w sierpniu również zanotował spadek - wynoszący 0,4%, natomiast stopa zwrotu YTD jest jeszcze dodatnia (+0,27%). Główny wpływ na wyniki miały w dalszym ciągu zachowanie rentowności obligacji na rynkach skarbowych. Tymczasem spready kredytowe wykazały niewielką korelację z rentownościami obligacji skarbowych notując nieznaczne poszerzenie. Dla regionu USA spready na koniec sierpnia wynosiły 90 pb. vs 85 pb. w lipcu. Zmieniły się również konsensusy oczekiwań co do poziomu na koniec roku, z 88 do 91 pb. W przypadku Europy obecny poziom to niezmiennie od kwietnia 97 pb., oczekiwania na poziom na końcu roku jednak wzrosły z 85 do 92 pb.

Oba największe banki centralne w dalszym ciągu kontynuują swoją dotychczasową politykę. Amerykański FED z początkiem 2021 zaprzestał skupu na rynku wtórnym trzymając zakupione obligacje do wykupu. Natomiast EBC w ramach CSPP (Corporate sector purchase programme) skupiło w ciągu całego trwania programu już 291 bln EUR, co odpowiada ponad 9%

wszystkich obligacji kwalifikowanych do segmentu Investment Grade w Europie.

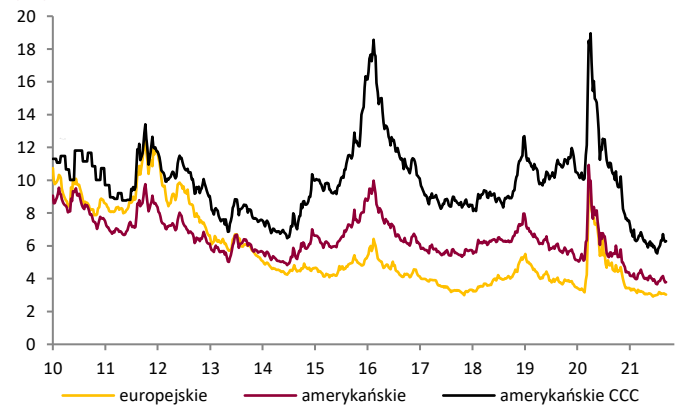
Na rynku pierwotnym w dalszym ciągu sezonowe spowolnienie aktywności emitentów. Duże ożywienie natomiast widać w sferze zmian ratingów. Na rekordowym poziomie utrzymują się obecnie podwyższenia ratingów tzw. „Wschodzących gwiazd” czyli spółek awansujących z poziomu spekulacyjnego (BB) do inwestycyjnego (BBB). Spowodowane jest to m.in. poprawiającymi się wskaźnikami zadłużenia oraz dobremu zachowaniu emitentów w środowisku wysokiej inflacji PPI. Wielu z nich poprawiło swoje marże, przerzucając wyższe koszty na klientów i/lub zrównoważyło zwiększone wydatki na surowce, płace i fracht oszczędnościami kosztów w innych miejscach. (dm)

Zagraniczne korporacyjne HY

Sierpień był kolejnym udanym miesiącem dla posiadaczy obligacji korporacyjnych emitentów z rynków rozwiniętych z ratingiem poniżej inwestycyjnego i bez ratingu, czyli *high-yield* (HY). Benchmark dla wysokodochodowych (high-yield) emitentów amerykańskich w USD zyskał 0,5%, a dla europejskich o 0,3%, a działo się to przy jednoczesnych spadkach wycen obligacji o ratingu inwestycyjnym (IG) oraz obligacji skarbowych rynków rozwiniętych.



Rentowności wybranych segmentów obligacji high-yield (%) w okresie od 2010 r.



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Po sierpniowych wzrostach cen, rentowności obligacji HY obniżyły się do 3,89% (dla emisji w USD) i 3,07% (w EUR), czyli nominalnie bardzo niskich poziomów (znacznie już niższych niż rok temu przed pandemią, zwłaszcza w przypadku USD), jednak permanentnie na rynku utrzymuje się niski współczynnik bankructw emitentów i w połączeniu z polityką zerowych stóp procentowych najważniejszych banków centralnych na czele z amerykańskim Fed i europejskim EBC, sprzyja to wzrostom wycen obligacji HY. Obligacje te ze względu także na znacznie krótsze średnie okresy zapadalności, wykazują się także znacznie mniejszą podatnością na zmiany (wzrost) oczekiwań inflacyjnych uczestników gry rynkowej aniżeli ma to miejsce w segmentach długoterminowych obligacji skarbowych, czy też obligacji korporacyjnych Investment Grade (IG). W rezultacie dochodzi do paradoksu polegającego na tym, że segmenty obligacji uważane za bezpieczniejsze (skarbowe i IG) charakteryzują się w średnim terminie większą zmiennością rynkową i mniejszymi stopami zwrotu aniżeli HY. Oczywiście taka sytuacja nie może trwać permanentnie i skończy się wcześniej czy później. (zo)

Surowce

Pomimo, iż zbiorcze indeksy surowcowe, pokazały w sierpniu stopę zwrotu w okolicach zera (Bloomberg Commodity Index stracił w tym miesiącu 0,3%), można mówić o tym, że był to miesiąc o korekcyjnym charakterze. Szczególnie słaba była pierwsza jego połowa. Równocześnie zachowanie rynku, podobnie jak w lipcu, nie było tak jednolite jak we wcześniejszych miesiącach, tzn. ceny surowców zmieniały się w różnych kierunkach i niekiedy z bardzo dużą amplitudą wahań, co jest cechą charakterystyczną zaawansowanej fazy hossy.

W pierwszej połowie miesiąca wyraźnie odczuć dało się zmianę tonu w komentarzach analityków i obserwatorów rynku surowcowego. Handel reflacyjny (kupno surowców w celu zabezpieczenia się przed inflacją) zdawał się schodzić na drugi plan. Komentatorzy jak mantrę powtarzali trzy kluczowe w krótkim terminie zagrożenia: ryzyko ograniczenia skupu aktywów przez FED (tzw. Tapering), spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach oraz niebezpieczeństwo związane z ekspansją wariantu delta koronawirusa. Ewentualne zaostrenie polityki monetarnej (w postaci spadku tempa zakupu obligacji) miałyby przynieść pogorszenie sentymentu inwestycyjnego i niekorzystne dla surowców umocnienie dolara, natomiast pozostałe dwa czynniki mogłyby wpłynąć na słabszy popyt na fizyczne towary. Niezależnie od tego, czy były to obawy uzasadnione, czy też rynek po prostu potrzebował korekty po wcześniejszych silnych wzrostach, ceny surowców pozostawały pod presją.

Kluczowym wydarzeniem miesiąca w zakresie polityki monetarnej było coroczne sympozjum FED w Jackson Hole (24-26 sierpnia). Na spotkaniu przedstawiciele regionalnych oddziałów Rezerwy Federalnej omawiane były najistotniejsze zagadnienia z tego obszaru i nakreślane główne kierunki polityki monetarnej na najbliższe miesiące. Wbrew obawom części analityków, podpartych wcześniejszymi „jastrzębiami” wypowiedziami niektórych członków FED, przekaz był bardzo łagodny. Prezes Fed Jerome Powell w swoim przemówieniu stwierdził, że gospodarka amerykańska nie jest jeszcze gotowa na ograniczanie skupu aktywów, a podwyżki stóp

mogą nastąpić później niż spodziewa się rynek. Warunkiem taperingu mają być bardzo dobre dane z rynku pracy, stąd też w najbliższych miesiącach rynek będzie je bardzo uważnie obserwował. Przekaz ten błyskawicznie osłabił dolara i poprawił istotnie sentyment na rynkach surowcowych w końcówce miesiąca.

Sierpień przyniósł natomiast pogorszenie danych z Chin. Wskaźnik PMI dla chińskiego przemysłu publikowany przez Caixin i Markit Economics spadł do 49,2 pkt. z 50,3 pkt. miesiąc wcześniej. Analitycy spodziewali się odczytu na poziomie 50,2 pkt. Był to najniższy wynik od lutego ubiegłego roku. Wpływ tej niewątpliwie podażowej informacji złagodziły deklaracje władz, które zapewniły o zwiększeniu wsparcia dla krajowej gospodarki i zobowiązały się do dalszych działań, aby utrzymać wzrost gospodarczy na stabilnym poziomie. Równocześnie zobowiązano Ludowy Bank Chin do zapewnienia bankom krajowym 300 mld juanów taniego finansowania, na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw. Z upływem czasu malały także obawy związane z koronawirusem, szczególnie po 22 sierpnia, kiedy to władze chińskie podały, iż w poprzedzającym tygodniu nie zanotowano żadnych nowych lokalnych przypadków.

W sierpniu narastały również problemy z logistyką i transportem morskim. Wcześniejsze zakłócenia spotęgowało zamknięcie na prawie dwa tygodnie (po wykryciu zaledwie jednego przypadku koronawirusa) trzeciego największego portu na świecie Ningbo-Zhoushan. Według raportu Euler Hermes o wdzięcznej nazwie „Ship me if you can”, czyli „Wyślij mnie, jeśli możesz”, z powodu obaw przed podobnymi zakłóceniami w dostawach duzi producenci i sprzedawcy detaliczni zaczynają gromadzić zapasy. Fabryki coraz powszechniej zmieniają model zarządzania zapasami z „just in time” (w samą porę) na „just in case” (na wszelki wypadek). Pojawiło się również zjawisko silnej konkurencji o potrzebne surowce i komponenty techniczne.

Spoglądając z perspektywy długoterminowej należy pamiętać, że głównym „story” pozostaje nadal dekarbonizacja i zielona transformacja. Poza tym, że

powoduje skokowy wzrost zapotrzebowania na niektóre surowce, podraża ona proces wydobycia i przetwarzania na każdym etapie, wymagając zmniejszenia „śladu węglowego”. Wg analityków Goldman Sachs, ceny w wielu obszarach nadal są zbyt niskie by skłonić firmy do inwestycji w bardziej zielone technologie wydobycia/przetwarzania. Równocześnie są zbyt niskie, by ograniczyć fizyczny popyt, silnie wspierany przez politykę fiskalną. W tym miejscu można przytoczyć raport Organizacji Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju Przemysłowego, z którego wynika, że globalna produkcja przemysłowa w pierwszym kwartale 2021 roku była już o 12% wyższa niż tuż przed pandemią. Wniosek może być tylko jeden – tanio już było....

Surowce energetyczne

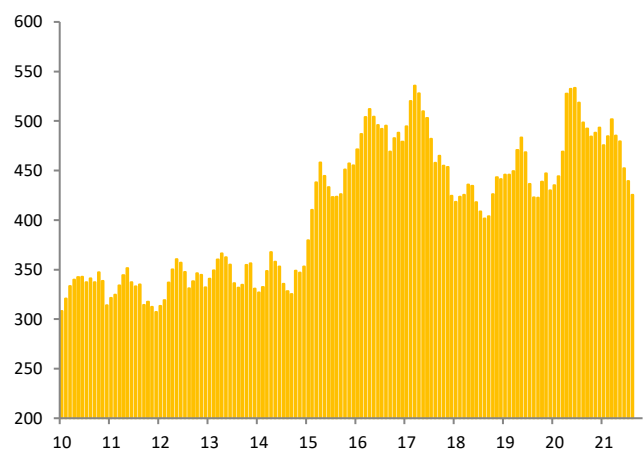
W sierpniu ceny ropy zaliczyły solidną i dynamiczną korektę, która notabene obecnie została już całkiem zniwelowana. W kulminacyjnym momencie ceny osiągnęły poziom ok 65 USD, dawało to około 18% spadek od szczytu zanotowanego na początku lipca. Jednak z końcem miesiąca ceny wróciły powyżej 70 USD i kontynuują wzrost. Ostatecznie ropa zakończyła sierpień o 4,4% i 7,4% odpowiednio dla gatunków Brent i WTI.

Przyczyn korekty można upatrywać w czynnikach wymienionych już wcześniej. Słabe dane przemysłowe z Chin, niepewność dotycząca ekspansji nowego wariantu koronawirusa, a przede wszystkim obawy o usztywnienie polityki monetarnej w Stanach i będące konsekwencją tego, możliwe umocnienie dolara. Równocześnie amerykańska EIA informowała o pierwszej zauważalnej reakcji amerykańskiego sektora łąpkowego na wzrost cen, który po przekroczeniu ceny 70 USD/baryłka pierwszy raz zareagował znaczącym zwiększeniem ilości wiertni (wydobycie w sierpniu osiągnęło poziom ok 11,4 mln b/d.). Dodatkowo rynek obawiał się sezonowego osłabienia popytu na benzynę (po wakacjach na półkuli północnej) a Indie „straszyły” sprzedażą ropy z rezerw strategicznych. Jednak czynnik monetarny, jak się zdaje, najsilniej oddziaływał na rynek, co wnioskować można po fakcie, iż po gołęmbim przemówieniu J. Powela w Jackson Hole, rynek odwrócił się o 180 stopni i ceny zaczęły dynamicznie rosnąć.

Po stronie podażowej OPEC nie zaskoczył. Zgodnie ze wcześniejszymi deklaracjami, na spotkaniu 1 września

poinformował, że zwiększy we wrześniu i październiku miesięczną produkcję ropy o 400 tys. baryłek dziennie (podobnie jak w poprzedzających miesiącach). Oznacza to, iż rynek nadal będzie borykał się z bieżącym dziennym deficytem surowca, szacowanym wg różnych źródeł na 1-2 mln bbl/d. Wpływ tej sytuacji doskonale obrazują, spadające nieprzerwanie od kwietnia zeszłego roku zapasy amerykańskiej ropy, monitorowane przez Departament Energii. W ostatnim tygodniu sierpnia spadły one do poziomów najniższych od prawie 2 lat.

Wartość zapasów ropy w USA (mln baryłek)



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Krótkoterminowo podaż znacząco obniżyła się na skutek huraganu „Ida”, który sparaliżował pracę platform i zakładów towarzyszących w rejonie Zatoki Meksykańskiej. Zniszczenia spowodowały zawieszenie produkcji 1,72 mln baryłek ropy dziennie, w efekcie tymczasowo produkcja w Zatoce spadła o 94 proc. Równocześnie na skutek pożaru na platformie, produkcja w Meksyku chwilowo uległa ograniczeniu o 400 tys. b/d.

Kluczowe jednak dla poprawy sentymentu okazały się informacje o popycie z Azji. W Indiach import ropy w lipcu wzrósł o 21,8 % w ujęciu rok do roku i wyniósł 15,0 mln ton. Chińczycy ogłosili, iż udało im się wygasić ogniska koronawirusa i spadły obawy o „mobilność w państwie środka”. Równocześnie dane firmy Baidu, pokazują, że poziom zatłoczenia w Chińskich miastach stale rośnie. Warto także zauważyć, że związek między wskaźnikami infekcji a mobilnością, a tym samym popytem na ropę, nadal słabnie z powodu ciągłego postępu w zakresie szczepień.

Jeśli chodzi o perspektywy na najbliższe miesiące to warto zauważyć że EIA zrewidowała w dół prognozy podaży spoza OPEC+ (z USA/Kanady) o prawie 1 mln b/d każdym z ostatnich dwóch kwartałów, przy czym wzrost produkcji coraz bardziej oddala się w czasie. W swoim Short Term Energy Outlook (STEO) 17 sierpnia, spodziewa się, że światowa produkcja ropy naftowej wyniesie średnio 98,9 mln baryłek dziennie w drugiej połowie 2021 r., w porównaniu z prognozą 99,4 mln baryłek dziennie z zeszłego miesiąca, a w 2022 r. wyniesie średnio 101,8 mln b/d, czyli o 20 000 b/d mniej niż w lipcowy raporcie. Równocześnie szacunki OPEC mówią o popycie na koniec 2021 na poziomie około 100 mln baryłek. W związku z tym przy pełnym powrocie popytu, rynek w 2022 nadal będzie pozostawał w deficycie i zapasy będą spadać, co będzie wywierało silna presja na ceny.

W kontekście surowców energetycznych na uwagę zasługuje obecnie węgiel. Po serii bezprecedensowych wzrostów cen, większość jego gatunków osiągnęła cenę najwyższą od kilkunastu lat.

O ile ropa drożała od początku roku o nieco ponad 40%, to cena węgla australijskiego urosła w tym czasie o prawie 90%. Węgiel koksujący natomiast w samym tylko sierpniu zdrożał o 16,6%. Odbudowa gospodarcza po pandemii zaowocowała wzrostem zapotrzebowania na energię elektryczną, a węgiel jest nadal największym jej źródłem w skali globu. Równocześnie pojawiły się problemy po stronie podaży (strajki w Kolumbii i RPA, powódź w Chinach). Dodatkowo Chińczycy, których zapotrzebowanie na energię rośnie w tempie ok. 10% r/r, w związku z ochłodzeniem wzajemnych relacji wprowadzili zakaz importu węgla od dotychczasowego największego dostawcy - Australii, co doprowadziło do wyczerpania magazynów i desperackich poszukiwań surowca z innych kierunków. Dramatycznie niskie zapasy węgla są także w Europie, a równocześnie nie ma sposobu na szybkie zwiększenie dostaw. Jeśli zestawimy to z rekordowo niskimi zapasami gazu, będącymi efektem m.in. świadomej polityki Rosji, chcącej wymusić szybkie oddanie do użytku Nord Stream 2, to sytuacja jest naprawdę trudna. W tym kontekście warto zauważyć, że Polska jest w tej chwili jedynym krajem w UE wydobywającym znaczące ilości węgla (96% unijnego wydobycia węgla kamiennego), a JSW jest jedynym w Europie producentem węgla koksującego, co zresztą inwestorzy na GPW zdążyli w ostatnich dniach zauważyć... Według danych Działu

Surowców w Fitch Ratings, węgiel wciąż ma 35% udział w produkcji energii na świecie. Tymczasem w Europie za inwestycję w kopalnie na terenie gminy grozi odebranie funduszy unijnych, a wszystkie firmy wydobywcze najchętniej wyrzuciłyby aktywa węglowe z bilansów, żeby ułatwić sobie życie w nowej „zeroemisyjnej” rzeczywistości.

Złoto

Sierpień nie przyniósł zmiany ceny złota, które zakończyło go na „zero”. Nie oznacza to jednak, że na rynku nic się nie działo, zaliczył on bowiem w trakcie miesiąca solidną korektę, w trakcie której cena spadła chwilowo poniżej 1700 USD za uncję. Złotu sprzyjały obawy o rozwój pandemii, rozczarowujące wstępne odczyty indeksów PMI dla przemysłu i usług w Stanach Zjednoczonych i strefy Euro, co wydawało się odsuwać w czasie zaostrzenie polityki monetarnej w Stanach (co potwierdziło się po Jackson Hole).

W kontekście transakcji na złocie fizycznym, wart zauważenia jest odpływ kapitałów z bulionowych, tj. złota fizycznego ETF-ów. I tak np. zasoby ETF SPDR Gold Shares - największego instrumentu tego typu, po dziewięciu z rzędu tygodniach ubytku, spadły do poziomu 1001,72 ton, najniższego poziomu od kwietnia 2020 r. Równocześnie nadal utrzymuje się silny popyt na fizyczne złoto, o czym świadczą dane z półrocznego raportu World Gold Council, który przytaczany był w zeszłym miesiącu (955 ton w II kw., 1833 tony w I półroczu). Banki centralne nadal są istotnym kupującym nabyły netto 30,1 tony w lipcu (spadek z 63,1 t w czerwcu). Warto zauważyć, że o ile w latach 2017-2018, popyt na złoto pochodził głównie z banków centralnych krajów które mają trudne relacje z USA (Rosja, Turcja, Chiny), to obecnie szeregi kupujących zasiliły państwa w których czynnik ten nie występuje (Brazylia, Tajlandia, Indie, Węgry czy wcześniej Polska). Można wysnuć wniosek, że o ile wcześniej chodziło raczej o stabilizację kursu własnej waluty w relacji do USD, to obecnie głównym motywem zakupów jest dywersyfikacja – co nie świadczy najlepiej o poziomie zaufania bankierów centralnych do podstawowego instrumentu lokat – obligacji.

W krótkim horyzoncie czasowym złoto będzie nadal reagowało na doniesienia dotyczące polityki monetarnej i siłę dolara. W perspektywie średnioterminowej cenę

wspierać będzie odbudowujący się popyt na złoto fizyczne i wyroby z Azji, szczególnie Indii i Chin. Zgodnie z najnowszą prognozą Bank of America, złoto ma szansę zakończyć obecny rok na poziomie 1900 USD za uncję.

Równocześnie srebro zmagало się z ogólnym osłabieniem w obszarze metali przemysłowych. Mimo iż wykazywało korelację ze złotem, reagując na te same co ono czynniki, to na ogólnym wyniku (-6,3%) zaważyły jego przemysłowe zastosowania i niepokój o słabszy popyt po odczytach PMI w Chinach i USA i słabszych danych z Europy.

Metale przemysłowe

W sierpniu w obszarze metali przemysłowych mieliśmy do czynienia z mieszanymi nastrojami, zwłaszcza w pierwszej połowie miesiąca, gdy rynek pozostawał pod presją możliwych *lockdown*-ów Chinach i obawiał się stosunkowo szybkiego *taperingu* w USA. W drugiej połowie miesiąca nastroje były wyraźnie lepsze, po tym jak Chińczycy informowali o wygaszeniu ognisk koronawirusa. Bardzo pozytywnie rynek odebrał także gołębi przekaz z sympozjum w Jackson Hole. W efekcie Bloomberg Base Metals Index zakończył miesiąc wynikiem +0,3%.

Słabsze odczyty wskaźników koniunktury w Chinach (wg Caixin Media i Markit Economics przemysłowy PMI wyniósł w sierpniu 49,2 pkt. wobec 50,3 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca, przy oczekiwaniach na poziomie 50,1 pkt.) rzeczywiście niepokoiły inwestorów, jednak bardzo niskie stany magazynowe metali takich jak nikiel, miedź, cynk czy aluminium, nie pozwoliły rynkowi na głębszą przecenę. Analitycy zwracają uwagę na fakt, że szczyt notowań surowców nie musi zbiegać się ze szczytem koniunktury gospodarczej. Dużo istotniejsza jest relacja między popytem i podażą oraz stan zapasów w firmach. Jednym ze źródeł silnego popytu może być w najbliższym czasie sektor motoryzacyjny, gdzie relacja zapasów do sprzedaży znajduje się na rekordowo niskim poziomie.

Równocześnie w samej Unii Europejskiej w wyniku pandemii i komplikacji jakie wywołała (*lockdowny*, przerwy w dostawach) „nie wyprodukowano” w 2020 roku 4,2 mln samochodów (spadek 22,9% r/r). Dodatkowo doniesienia ze stoczni, szczególnie chińskich, mówią o istotnym wzroście popytu na nowe statki. Przy tym warto pamiętać, że wiele firm wydobywczych wstrzymuje się z inwestycjami i koncentruje na bieżącym wypracowywaniu

zysku, obawiając się coraz ostrzejszych regulacji w zakresie polityk ESG.

Wzrostom cen na bieżąco próbują zapobiegać Chińczycy. Narodowa Administracja Żywności i Rezerw Strategicznych na trzeciej już aukcji, sprzedała 1 września 70 tys. ton aluminium, 50 tys. ton cynku i 30 tys. ton miedzi. Wcześniej sprzedała łącznie 270 tys. ton tych trzech metali. Równocześnie jednak analitycy oczekują, że rząd chiński podejmie w 4 kwartale zdecydowane działania mające na celu stymulacja koniunktury, tak by podtrzymać odbicie gospodarcze.

W przypadku miedzi, która zakończyła miesiąc spadkiem o 2,7%, istotnym czynnikiem niepewności w krótkim terminie, jest sytuacja strajkowa w Chile. W zasadzie we wszystkich istotnych kopalniach trwają tam obecnie negocjacje płacowe, a w niektórych także strajki. W drugiej połowie miesiąca doszło do porozumienia pomiędzy pracownikami kopalni miedzi Escondida w Chile a zarządcą kopalni, spółką BHP Billiton (podobno bardzo hojnego), w związku z tym związki zawodowe z wielu innych kopalń również próbują ugrać na wysokich cenach miedzi jak najwięcej. W krótkim terminie stanowi to istotne zagrożenie dla ciągłości dostaw, a w długim oczywiście strukturalnie podniesie koszty funkcjonowania kopalń.

Ruda żelaza (-24,9%) była pod szczególną presją, po tym jak Chińczycy zdecydowali o administracyjnym ograniczeniu produkcji stali. Równocześnie władze podjęły kroki w kierunku osłabienia wzrostu cen nieruchomości (w efekcie ceny rosły najwolniej od 6 miesięcy) co spowodowało dalsze obawy o spadek popytu z branży budowlanej.

W nadchodzących miesiącach i latach, bardzo interesująco wygląda także sytuacja w branży aluminium. Metal zakończył sierpień wynikiem +5,4%, po tym jak Chińczycy nieznacznie ograniczyli produkcję. Aluminium jest typowym przykładem „paradoksu dekarbonizacyjnego”. Samo jest bardzo potrzebne w procesie zielonej transformacji, jednocześnie jego wytwarzanie w obecnej technologii wieże się z emisją wielkich ilości CO₂. Jedynym natomiast realnym sposobem by skłonić producentów do zmiany technologii produkcji na bardziej zieloną, są wysokie ceny.

Słaby miesiąc zanotowały platyna (-3,3%) i pallad (-7,2%). Poniekąd tłumaczyć to można sytuacją w branży samochodowej, z której pochodzi większość popytu na te metale. Borykające się z przerwami w dostawach komponentów elektronicznych fabryki, doświadczają obecnie na masową skalę wymuszonych przestoju produkcji.

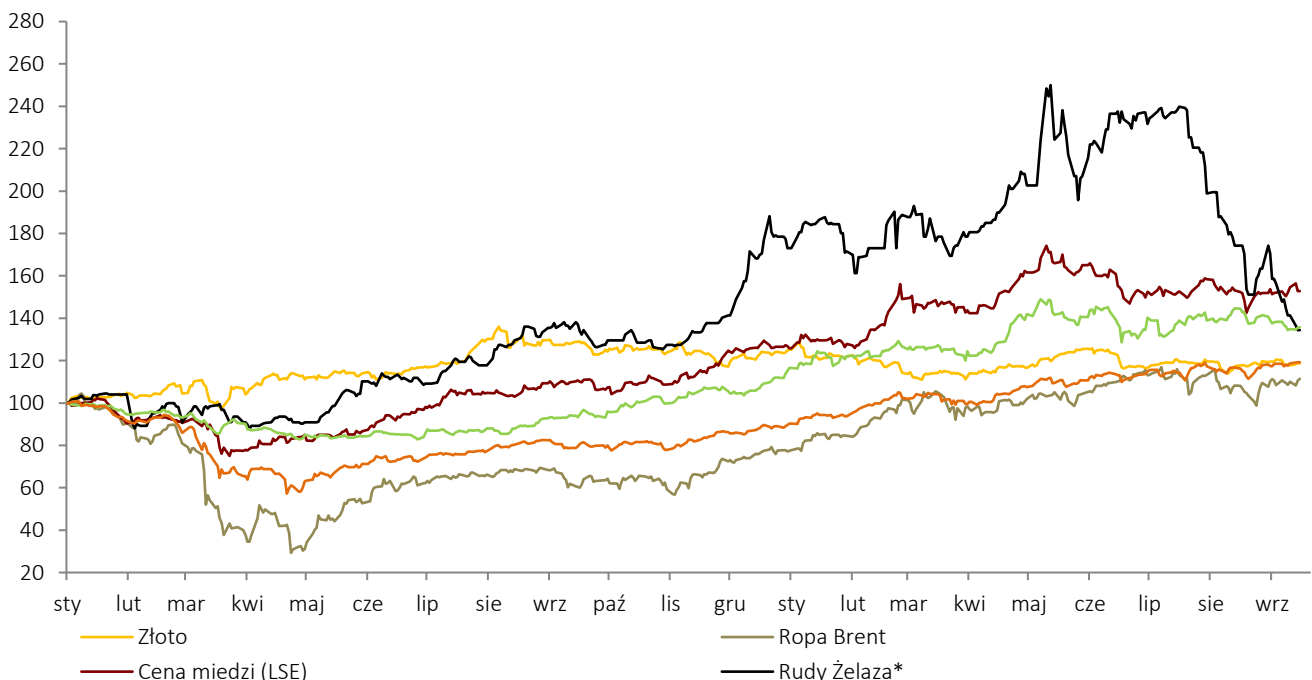
Towary rolne

W sierpniu pomimo żniw na półkuli północnej, ceny produktów rolnych handlowanych w największych wolumenach stabilizowały się na stosunkowo wysokich poziomach. Nieco drożała pszenica (0,4%), spadły natomiast ceny kukurydzy (-2%) i soi (-4,2%). Inwestorzy byli mocno zaniepokojeni sytuacją pogodową. Na sporych obszarach USA i Kanady panowała susza, natomiast w Ameryce Południowej zjawisko pogodowe „La Nina”. W Europie zbory komplikowały deszcze. W sierpniowej prognozie Międzynarodowa Rada Zbożowa (IGC) skorygowała przewidywania produkcji pszenicy ogółem w USA o 1,3 mln ton do 46,2 mln ton, wobec 49,7 mln ton zebranych w sezonie poprzednim, a w Kanadzie o 4,0 mln

ton do 24,5 mln ton, wobec 35,2 mln ton osiągniętych sezon wcześniej, w Rosji o 6,0 mln ton do 75,0 mln ton (85,4 mln ton w sezonie poprzednim). Generalnie doniesienia od głównych producentów, świadczą o tym, że zbory były w miarę udane, problemem jest jednak mała ilość zboża najwyższej jakości. W związku z tym można oczekiwać że w najbliższych miesiącach i kwartałach ceny najpopularniejszych rodzajów zbóż, szczególnie konsumpcyjnych, pozostaną wysokie.

Biorąc pod uwagę fundamentalne uwarunkowania wzrostu cen surowców (jak nieelastyczna podaż i pobudzany stale pakietami finansowymi popyt), zwiększone zapotrzebowanie na szereg metali w związku z „Zieloną Transformacją” oraz presję kosztową jaką wywiera na producentów wdrażanie polityk ESG, spodziewać się można, że ceny pozostaną wysokie, a w wielu przypadkach będą nadal próbowały ustanawiać historyczne maksima. W krótkim okresie wiele zależy od reakcji fiskalnej władz chińskich na obserwowane już powoli w „Państwie Środka” spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jeśli działania będą zdecydowane, to rynek niewątpliwie odczuje presję popytową. (bn)

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, * 62% Australia offshore export price, ** subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD, *** 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%

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	2,4%	4,2%	12,8%	26,7%	41,8%	77,9%
MSCI World	USD	2,3%	5,6%	15,2%	27,9%	44,4%	82,7%
MSCI Emerging Markets	USD	2,4%	-4,9%	-2,3%	18,8%	23,9%	46,4%
MSCI EM Asia	USD	2,5%	-6,3%	-6,1%	15,7%	28,8%	59,3%
MSCI EM Latin America	USD	0,2%	-1,8%	13,6%	29,9%	2,1%	4,7%
MSCI EM Europe	USD	4,3%	4,8%	20,2%	31,7%	25,1%	53,8%
MSCI Poland	USD	5,0%	5,8%	24,7%	26,1%	-6,6%	21,2%
MSCI Frontier Markets	USD	2,3%	4,1%	14,4%	28,2%	21,3%	34,7%
S&P500 - USA	USD	2,9%	7,6%	18,7%	29,2%	55,9%	108,3%
Russell 2000	USD	2,1%	0,2%	3,3%	45,6%	30,6%	83,4%
MSCI Europe	EUR	1,7%	5,2%	15,8%	28,0%	20,7%	34,0%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	2,0%	5,4%	16,3%	28,5%	23,2%	37,1%
DAX - Niemcy	EUR	1,9%	2,7%	14,9%	22,3%	28,1%	49,5%
CAC40 - Francja	EUR	1,0%	3,6%	17,1%	35,0%	23,6%	50,5%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	2,0%	-3,3%	7,6%	26,9%	-5,9%	1,5%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	2,5%	3,3%	13,8%	32,5%	28,3%	53,5%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,2%	1,4%	9,8%	19,4%	-4,2%	5,0%
FTSE Nordic 30	SEK	2,5%	10,0%	21,5%	31,5%	43,3%	71,3%
Nikkei - Japonia	JPY	3,0%	-2,7%	-3,0%	21,4%	22,8%	66,3%
TOPIX - Japonia	JPY	3,1%	2,0%	5,2%	21,2%	20,7%	47,5%
MSCI China	HKD	0,0%	-14,3%	-18,2%	-6,0%	16,1%	52,9%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-0,3%	-11,2%	-10,7%	2,8%	-7,2%	12,6%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-0,1%	-0,1%	6,2%	37,5%	37,7%	57,2%
SENSEX - Indie	INR	9,4%	10,8%	17,2%	49,0%	48,9%	102,3%
XU100 - Turcja	TRY	5,7%	3,6%	0,0%	36,5%	58,8%	93,8%
RTS - Rosja	USD	3,6%	5,4%	19,3%	33,8%	54,2%	77,2%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-2,5%	-5,9%	7,9%	19,5%	54,9%	105,1%
WIG	PLN	4,9%	7,0%	24,5%	37,4%	17,8%	48,0%
AKCJE - segmenty	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	2,2%	1,7%	8,6%	40,1%	33,0%	72,3%
MSCI ACWI Large Cap	USD	2,3%	4,4%	13,0%	25,5%	42,9%	79,9%
WIG20	PLN	5,1%	6,0%	24,2%	31,5%	1,3%	32,0%
WIG20 total return	PLN	5,1%	7,0%	25,5%	33,2%	7,1%	45,7%
mWIG40	PLN	5,9%	6,8%	21,6%	41,3%	23,8%	32,8%
sWIG80	PLN	1,8%	2,0%	20,0%	43,0%	67,5%	48,0%
AKCJE - sektory	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	2,7%	9,5%	18,3%	21,9%	45,2%	77,1%
MSCI World Energy	USD	-1,8%	-5,5%	1,2%	28,7%	-32,5%	-22,8%
MSCI World Financials	USD	3,4%	-0,4%	13,9%	43,2%	21,4%	55,6%
MSCI World Metals&Mining	USD	-6,2%	-8,5%	2,9%	23,4%	46,0%	84,7%
MSCI World Industrials	USD	1,6%	1,2%	12,9%	30,8%	34,1%	67,6%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	0,8%	3,3%	10,9%	24,0%	60,3%	116,3%
MSCI World Consumer Staples	USD	0,7%	1,4%	13,8%	10,5%	24,6%	26,9%
MSCI World IT	USD	3,8%	14,8%	20,5%	30,3%	106,2%	241,3%
Nasdaq	USD	4,0%	11,0%	15,7%	29,6%	88,2%	192,7%
Nasdaq100	USD	4,2%	13,9%	20,7%	28,7%	103,6%	226,6%
S&P Global Clean Energy	USD	2,7%	2,2%	-10,0%	35,6%	166,4%	153,8%
Eurostoxx Banks	EUR	4,2%	-1,3%	15,4%	56,4%	-7,1%	0,6%
WIG-Games	PLN	-6,4%	2,6%	-16,3%	-32,2%		
WIG-Energia	PLN	13,2%	3,6%	40,5%	53,1%	31,0%	10,8%
WIG-Banki	PLN	14,4%	10,1%	45,2%	96,0%	-4,4%	21,0%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	3,2%	11,0%	18,4%	27,3%	74,4%	137,5%
MSCI World Value	USD	1,4%	0,3%	11,8%	28,5%	17,2%	37,2%

SUROWCE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-4,0%	5,4%	17,4%	48,5%	5,9%	22,7%
Miedź	USD	-2,7%	-6,8%	6,5%	43,4%	64,6%	110,7%
Aluminium	USD	5,4%	11,4%	27,4%	55,2%	30,3%	71,7%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	0,1%	-1,1%	9,7%	49,8%	38,6%	14,5%
Rudy żelaza	USD	-24,9%	-22,6%	-3,8%	30,0%	137,1%	
Węgiel koksujący	CNY	16,6%	40,6%	66,9%			
Złoto	USD	0,0%	-4,9%	4,6%	-7,8%	51,0%	38,6%
Srebro	USD	-6,3%	-14,7%	-10,4%	-15,1%	64,3%	28,1%
Bloomberg Commodity Index	USD	-0,3%	3,4%	12,6%	30,9%	14,6%	16,0%
OBLIGACJE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-0,4%	0,0%	-0,1%	-0,5%	12,7%	9,1%
USD Korporacyjne IG	USD	-0,3%	2,7%	2,8%	2,5%	24,9%	26,3%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,4%	1,1%	1,2%	2,6%	8,6%	9,4%
USD Korporacyjne HY	USD	0,5%	2,2%	3,8%	10,1%	22,9%	38,0%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,3%	1,3%	2,9%	9,1%	15,2%	23,8%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-0,1%	-0,6%	1,6%	6,2%	19,4%	18,9%
EM skarbowe w USD	USD	1,0%	2,4%	4,3%	3,1%	20,9%	19,8%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-0,4%	0,6%	-0,4%	-0,1%	12,3%	18,0%
POZOSTAŁE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-0,5%	-3,4%	-2,2%	-1,1%	1,8%	5,8%
EUR/PLN	PLN	-1,0%	1,0%	0,0%	2,9%	5,1%	3,8%
CHF/PLN	PLN	-1,6%	2,7%	1,5%	2,7%	9,4%	5,4%
USD/PLN	PLN	-0,5%	4,6%	2,3%	4,0%	3,5%	-2,0%
USD/JPY	USD	-0,3%	-0,4%	-3,1%	-3,7%	1,0%	-6,0%
Bloomberg USD Index	USD	0,5%	2,7%	1,0%	-1,2%	-3,0%	-3,5%
MSCI EM Currency Index	USD	0,5%	-0,9%	1,3%	6,9%	9,1%	13,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,3%	-2,2%	-0,6%	2,4%	-7,0%	-16,7%
Europe REITS	EUR	2,2%	6,0%	20,3%	37,4%	-12,4%	
US REIT's	USD	1,8%	8,9%	23,0%	36,0%	22,7%	18,5%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	4,1%	21,8%	25,2%	17,7%	166,8%	472,4%
Amazon	USD	4,3%	7,7%	12,2%	0,6%	72,4%	351,2%
Alphabet (Google)	USD	7,4%	22,8%	43,1%	77,6%	134,9%	266,4%
Microsoft	USD	6,0%	20,9%	29,9%	33,9%	168,7%	425,4%
Facebook	USD	6,5%	15,4%	47,3%	29,4%	115,9%	200,8%
Netflix	USD	10,0%	13,2%	5,6%	7,5%	54,8%	484,1%
Tesla	USD	7,1%	17,7%	8,9%	47,6%	1119,5%	1635,1%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	3,1%	8,8%	22,8%	-0,7%	-6,3%	-10,8%
Roche	CHF	5,0%	17,6%	23,4%	16,5%	52,7%	53,4%
ASML	EUR	10,3%	28,7%	51,4%	124,1%	301,1%	638,7%
Nestle	CHF	0,8%	4,6%	21,8%	6,6%	42,2%	47,8%
Novartis	CHF	1,1%	7,4%	8,4%	8,6%	19,3%	23,9%
Novo Nordisk	DKK	8,2%	30,4%	43,3%	51,9%	99,4%	100,7%
L'Oreal	EUR	2,7%	7,6%	30,9%	43,1%	91,7%	134,0%
LVMH	EUR	-7,0%	-3,9%	19,4%	59,6%	107,7%	313,2%
Astrazeneca	GBP	3,0%	5,8%	22,6%	2,1%	46,9%	73,4%
SAP	EUR	5,2%	11,1%	23,8%	-8,7%	22,9%	61,2%
Sanofi	EUR	0,9%	0,7%	15,6%	3,2%	18,9%	26,9%
Chiny - BAT	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	-4,3%	-20,0%	-44,6%	26,0%	-30,7%	-8,2%
Tencent Holding	HKD	0,5%	-22,3%	-27,4%	-9,3%	41,5%	138,5%
Alibaba	USD	-14,4%	-22,0%	-29,8%	-41,8%	-4,6%	71,8%

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