

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	2,27 %	USA (USD)	1,36 %	USD/EUR	0,11 %	Ropa Brent (USD)	1,60 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1,97 %	Europa (EUR)	1,84 %	CZK/USD	-0,13 %	Gaz (USD)	7,23 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-5,24 %	Czechy (CZK)	0,70 %	CZK/EUR	0,00 %	Fotowoltaika (EUR)	3,87 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-7,04 %	Polska (PLN)	0,62 %	PLN/EUR	1,05 %	Złoto (USD)	2,31 %
Czechy – PX (CZK)	4,91 %	Węgry (HUF)	0,39 %	HUF/EUR	1,97 %	Srebro (USD)	-2,36 %
Polska – WIG30 (PLN)	1,90 %	Turcja (TRY)*	1,43 %	TRY/EUR	-2,82 %	Miedź (USD)	3,69 %
Węgry – BUX (HUF)	2,91 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Gospodarka strefy euro zaskoczyła silnym wzrostem w II kwartale, a wskaźniki wyprzedzające sugerują, że wzrost pozostanie silny w III kwartale. Oficjalna inflacja bazowa jest nadal niska, ale we wskaźnikach wyprzedzających można wyczuć napięcia inflacyjne.

Gospodarka Europejskiej Unii Monetarnej (UGW) powróciła do wzrostu w II kwartale br., po spadkach w poprzednich dwóch kwartałach, w tempie kwartalnym (2%) nie tylko silniejszym niż oczekiwano, ale także w najszybszym tempie w historii, z wyjątkiem wzrostu o 13% q/q po otwarciu gospodarek po pierwszej fali pandemii w III kwartale ubiegłego roku. Mimo to, w przeciwieństwie do np. USA czy Chin, jest nadal mniejszy (o ok. 3%) niż pod koniec 2019 roku. w 2Q21 najlepiej radziły sobie nastawione na turystów Hiszpania (+ 2,8% q/q), Włochy (+ 2,7%) i Portugalia (+ 4,9%). Niemcy dodały „tylko” 1,5% q/q, Francja dodała tylko 0,9% w drugim kwartale po stagnacji w pierwszym. Struktura wzrostu nie została jeszcze opublikowana.

Dane opublikowane w UGW w lipcu 2021 r. nie były zbyt interesujące, biorąc pod uwagę zagregowane dane o PKB; jedynymi interesującymi danymi były dane ze wskaźników wyprzedzających.

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,6% m/m w maju, tempo rok do roku zwolniło ze względu na efekt bazy z 23,3% w kwietniu do 9% w maju. Zgodnie z tym, co pokazały dane o PKB, najlepszą sprzedaż odnotowano w Hiszpanii (+17,5%) i we Włoszech (+17,6%), natomiast sprzedaż w Niemczech pozostawała w stagnacji rok do roku. **Rynek pracy** istotny dla konsumpcji gospodarstw domowych **w maju uległ dalszej poprawie**, a stopa bezrobocia spadła do 7,9%, najniższego poziomu od maja 2020 r. **Produkcja przemysłowa** spadła w maju po raz drugi w tym roku o równy procent, głównie ze względu na spadek o 1,5% we Włoszech i prawie punkt procentowy w Hiszpanii. Dynamika wzrostu rok do roku jest oczywiście nadal wysoka (20,5% w maju) dzięki niskiej bazie z zeszłego roku.

Wskaźniki wyprzedzające wskazują na dalszy rozwój przemysłu. Chociaż **wskaźnik menedżerów zakupów (PMI)** w przemyśle przetwórczym **spadł po osiągnięciu w lipcu nowego rekordowego poziomu (63,4 pkt), jego wartość (62,6 pkt.) pozostaje bezprecedensowa w historii** i wskazuje na silny dalszy wzrost w sektorze. Przyrost nowych zamówień był najwyższy od maja 2000 r., co wpłynęło na możliwości firm, głównie ze względu na brak nakładów – indeks tzw. terminów dostaw wykazał historycznie najdłuższe terminy dostaw, historyczne maksimum osiągnął też indeks zakumulowanej i niedokończonej produkcji. Silny wzrost popytu w obliczu ograniczonej podaży oznaczał, że ceny wyrobów również rosły w lipcu w niemal najwyższym tempie w historii.

Inne wskaźniki wyprzedzające dają podobny obraz sytuacji w przemyśle. Zaufanie do przemysłu mierzone przez KE było już w styczniu 2021 r. (-6,1 pkt.) lepsze niż tuż przed wybuchem pandemii w lutym 2020 r. (-6,2 pkt.), dalej **rosło w kolejnych miesiącach** i w lipcu osiągnęło 14,6 pkt., **był to czwarty nowy historyczny rekord** z rzędu (mierzony od stycznia 1985 r.) w największej gospodarce strefy euro indeks **IFO** odwzorowujący warunki w przemyśle nieznacznie pogorszył się w lipcu (ze 101,7 w czerwcu do 100,8 pkt), ale tylko ze względu na gorsze oczekiwania; ocena obecnej sytuacji wzrosła do najwyższej wartości (100,4 pkt) od sierpnia 2019 r. Przyczyną pogorszenia oczekiwań były głównie obawy o inflację, a w mniejszym stopniu także niedogodności związane z brakiem nakładów.

W dominującym sektorze usług sytuacja uległa dalszej poprawie w lipcu. Wynik lipcowy (60,4 pkt.) był najwyższy od czerwca 2006 r., głównie ze względu na najszybszy wzrost nowych zamówień od maja 2000 r. Podobnie jak w czerwcu, istotną rolę odegrała **dalsza poprawa w Niemczech** również w lipcu, gdzie indeks wzrósł z 52,8 pkt w maju i 57,5 pkt w czerwcu **do 62,2 pkt w lipcu**. Presja inflacyjna wzrosła również w sektorze usług: wzrost cen wyrobów gotowych był

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

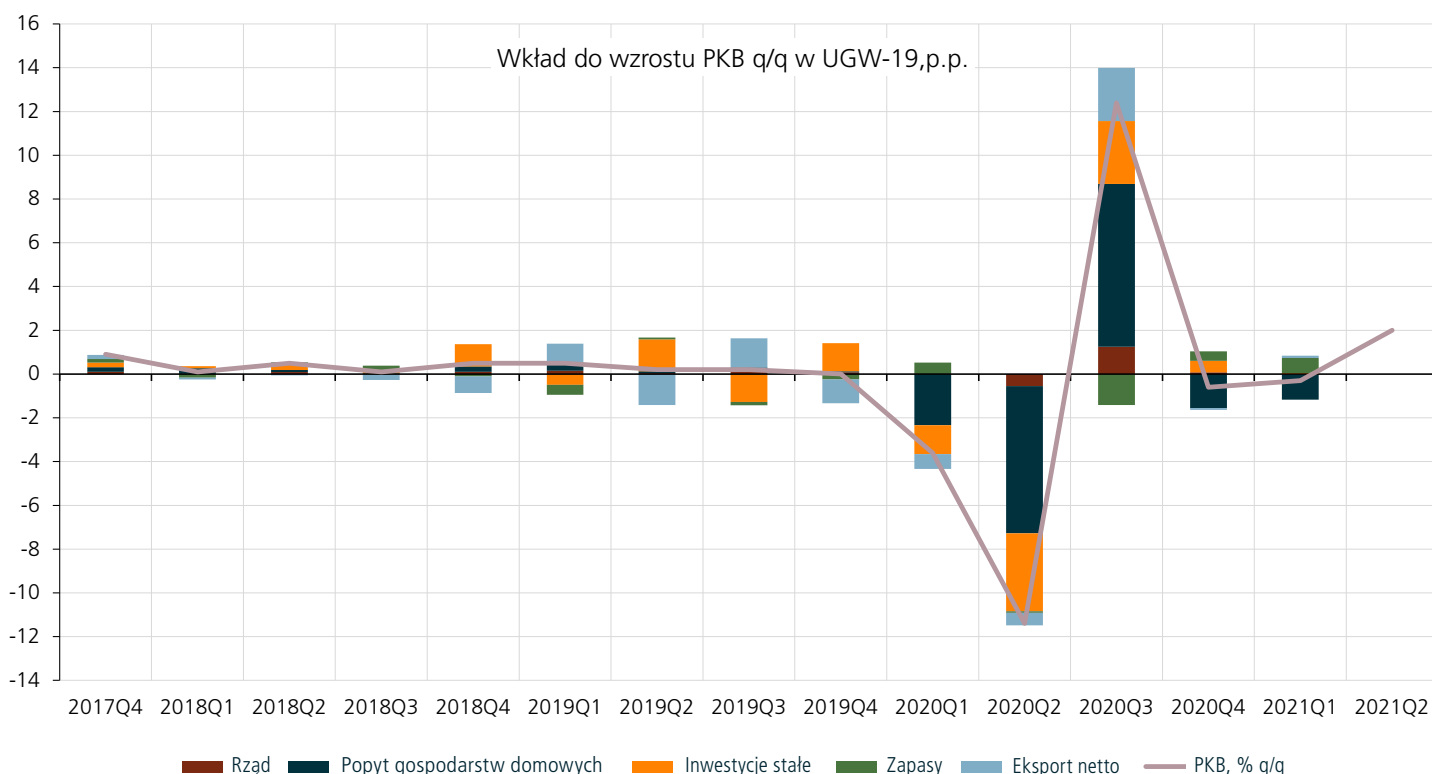
ponownie (podobnie jak przed 2 miesiącami) najwyższy od 2002 r. (czyli od początku pomiaru tego subindeksu). Być może rejestruje to bank centralny strefy euro.

Dobre nastroje w usługach odzwierciedlają również wskaźniki ufności konsumenckiej mierzone przez KE. w styczniu 2021 r. zaufanie gospodarstw domowych wyniosło -15,5 pkt., co niewiele odbiegało od średniej z drugiej połowy ubiegłego roku (14,9 pkt.), ale od tego czasu stale się poprawia. Wydaje się jednak, że **optymizm gospodarstw domowych osiągnął szczyt w czerwcu (-3,3 punktu).** **w lipcu optymizm gospodarstw domowych pogorszył się za sprawą rosnących obaw inflacyjnych,** wobec których EBC obecnie nic nie robi (raczej odwrotnie) - **wskaźnik zaufania gospodarstw domowych spadł do -4,4 pkt.** Złagodzenie ograniczeń i poprawiający się rynek pracy wciąż są w świadomości gospodarstw domowych ale nie musi tak być stale.

Według wstępnych danych, **w lipcu inflacja zasadnicza** dalej rosła: podczas gdy w marcu wynosiła tylko 1,3%, w lipcu już 2,2%, geograficznie głównie dzięki Niemcom (3,1%), a sektorowo głównie dzięki utrzymaniu się cen wzrost w sektorze energetycznym. Już w marcu, po poprzednich trzynastomiesięcznych seriach negatywnych wkładów do wzrostu ogólnego poziomu cen, przedział cen energii stał się dodatnim kontrybutorem, a w kolejnych miesiącach wzrost tego sektora był dwucyfrowy (14,7% r/r dodane tylko w lipcu). Jednak presja popytowa pozostaje słaba, o czym świadczy niska **inflacja bazowa.** w rzeczywistości **w maju, czerwcu i lipcu osiągnęła ten sam poziom 0,9%,** czyli o 0,5 punktu procentowego poniżej wartości ze stycznia. Ponadto, biorąc pod uwagę, że styczniowy wzrost inflacji wynikał głównie z rewizji koszyka konsumenckiego, inflacja popytowa konsumentów w strefie euro jest nadal bardzo niska, pomimo bezprecedensowych bodźców monetarnych i fiskalnych.

Na pierwszym spotkaniu (22 lipca) od czasu kiedy EBC dostosował swój mandat, aby łatwiej tolerować wyższą inflację, oczywiście żadne zmiany w jego polityce nie nastąpiły. na lipcowym posiedzeniu jednak różnice między jastrzębim a gołębiem skrzydłem EBC (ponownie) ujawniły się, gdy gołębi kurs EBC nie spodobał się przedstawicielom Niemiec, Holandii czy Belgii – EBC nadal nie chce słyszeć o obniżce tempa skupu aktywów, którą proponują i chce utrzymać ujemne stawki przez nieokreślony i długi okres. Prezes EBC CH. aLagarde powiedział, że chociaż w Radzie istniała „niewielka rozbieżność opinii”, zdecydowana większość poparła ultra-gołębie stanowisko.

Wzrost w strefie euro osiągnął 2% q/q, poza 3Q21 był najwyższy w historii.

Źródło: Eurostat, <http://bit.ly/1QBhOvd>

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Wzrost gospodarczy nie zwalnia, polityka fiskalna pozostaje bardzo luźna, a inflacja jest najwyższa od początku lat 80. Bank centralny skręca w jastrzębim kierunku, ale robi to bardzo, bardzo powoli.

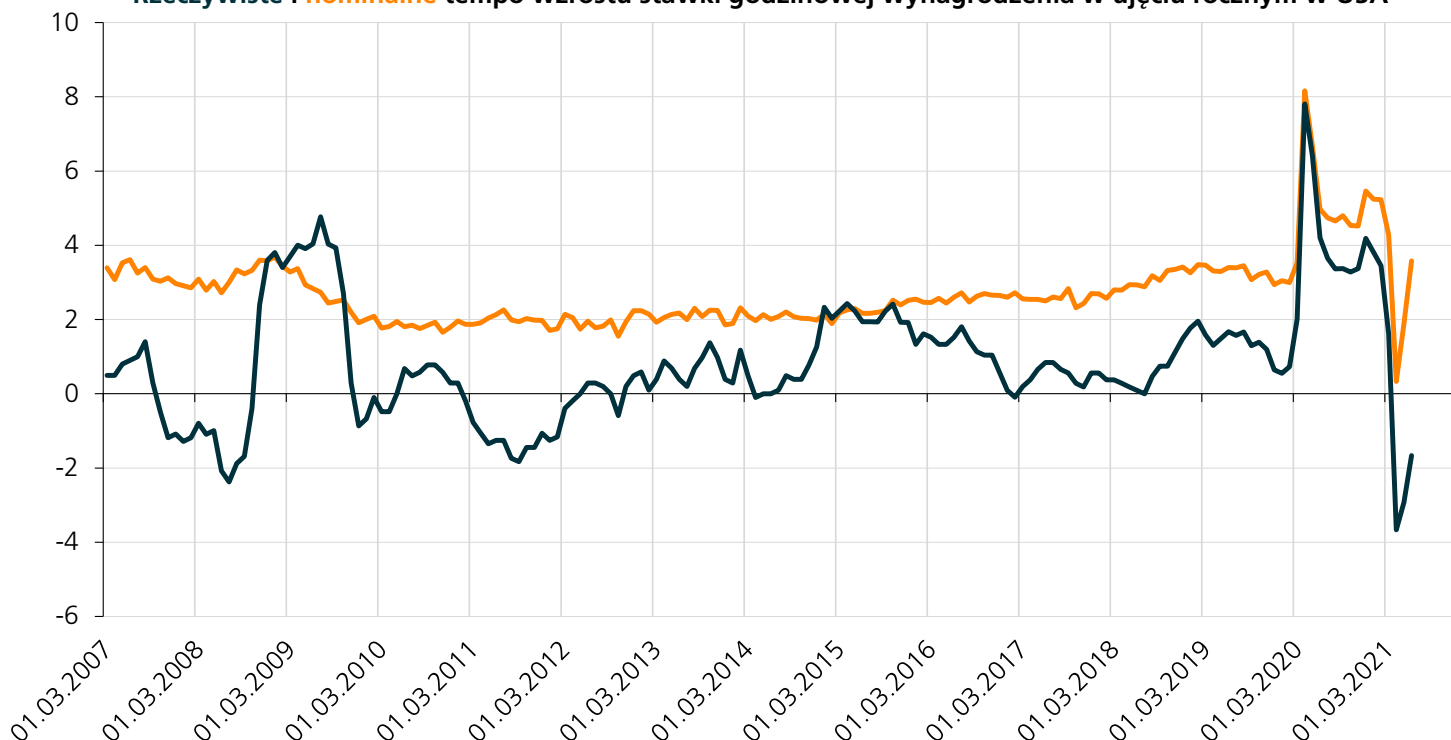
W drugim kwartale gospodarka amerykańska rosła prawie w tym samym tempie (6,5% q/q), co w pierwszym (6,3%), a więc nieco wolniej niż w strefie euro, w przeciwieństwie do pierwszego kwartału. w strukturze w porównaniu z pierwszym kwartałem nic się nie zmieniło. Największy dodatni wpływ na wzrost miały wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, które przyczyniły się do wzrostu o 7,8 pp, a następnie inwestycje (+0,6 p.p.). Odzwierciedleniem silnych zagregowanych wydatków gospodarstw domowych był (nie dziwi) kolejny ujemny wkład eksportu netto (-0,7 p.p.) oraz, ze względu na niewystarczającą podaż, również zapasy (-1,1 p.p.). w szczególności znaczny spadek zapasów w I półroczu br. (skumulowany wkład -3,8 p.p.) stwarza przestrzeń do (jeszcze) szybszego wzrostu gospodarczego w przyszłości.

Całkowita sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw po spadku w I kwartale (+7,1% q/q), a w II kwartale de facto była w stagnacji, choć nie wynikało to z danych o PKB. Po faktycznej stagnacji w kwietniu (0,07% m/m) i spadku w maju (-1% m/m), **w czerwcu dodała 1,2% m/m**. ze względu na efekt niskiej bazy z zeszłego roku, kiedy wiele placówek zostało zamkniętych, ich **dynamika rok do roku osiągnęła wysokie 15,7%**. w perspektywie najbliższych miesięcy powstają dogodne warunki kombinacji ponownie otwartego handlu, skumulowanego popytu i nadal bardzo luźnej polityki monetarnej, ale głównie fiskalnej. Minusem są jednak zakłócone łańcuchy dostaw, które zmniejszają dostępność towarów w wielu sektorach.

Rynek pracy nadal pozytywnie wpływa na konsumpcję gospodarstw domowych. w czerwcu **stopa bezrobocia (5,9%)** nieznacznie wzrosła w porównaniu do maja (5,8%), ale i tak (z wyjątkiem maja) jest najniższa od marca 2020 r. (4,4%). Spada także nieprzerwanie od kwietnia 2020 stopa bezrobocia U6 (obejmująca nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli i tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei, że je znajdą) dalej spada): podczas gdy w kwietniu 2020 było to 22,8%, w czerwcu 2021 powróciła poniżej 10%, osiągając 9,8%. **Polepszenia**, choć oczywiście wielkość bezwzględna jest mniejsza niż w poprzednich miesiącach, **są nadal widoczne w danych „przepływu”**. Przy pierwszych wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych czerwcową średnią tygodniową wyniosła poniżej 400 tys. (jeszcze pod koniec pierwszego kwartału było to 720 tys.; wiosną 2020 roku bezprecedensowe 5,5 mln.), we wnioskach trwających widać spadek poniżej 3,3 milionów. na razie jednak płaca nominalna nie rośnie znacząco (tylko 3,6% w czerwcu), co ze względu na wysoką inflację oznacza, że płace realne z roku na rok spadają.

Ze względu na wysoką inflację spadło tempo wzrostu płac realnych

Rzeczywiste i nominalne tempo wzrostu stawki godzinowej wynagrodzenia w ujęciu rocznym w USA



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Po spadku **zamówień na dobra trwałe** w kwietniu po raz pierwszy od kwietnia 2020 r. (po korekcie o 0,7% m/m), **w maju i czerwcu powróciły one do wzrostu**. Majowy wzrost wyniósł +3,2%, czerwcowy wzrost 0,8% m/m. Tempo wzrostu rok do roku w czerwcu wyniosło 29,3%, co jest tylko odzwierciedleniem ubiegłorocznego efektu bardzo niskiej bazy; bardziej wymowny jest wzrost w pierwszej połowie tego roku, który wyniósł 8,5%. Bez kategorii samolotów lotnych i kategorii sprzętu wojskowego, czyli po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią przybliżenie dla inwestycji stałych większości firm, obraz jest taki sam: **w czerwcu tak zdefiniowane zamówienia dodały 0,5%, w porównaniu do końca ubiegłego roku były o 9,2% wyższe. Produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 0,4% m/m**, na koniec i półrocza była o 1,8% wyższa niż na koniec 2020 roku. na wzrost rok do roku (+9,8%) istotny wpływ ma oczywiście pierwsza fala pandemii z wiosny 2020 r.

Inflacja bazowa PCE nadal silnie rośnie. po dodaniu 0,6% m/m w kwietniu (najwięcej od 2001 r.), ceny bazowe wzrosły o 0,5% m/m w maju i o 0,4% w czerwcu. Tempo wzrostu w ujęciu kwartalnym za II kwartał wyniosło więc 1,6%, czyli niespotykany poziom od III kwartału 1982 roku. Co zaskakujące, biorąc pod uwagę trwającą ekspansję fiskalną, bank centralny (ale także, jak pokazuje rentowność obligacji lub kurs dolara rynek finansowy) nie jest dużo bardziej negatywnie nastawiony do tych liczb. Inflacja bazowa PCE rok do roku wyniosła 3,5%, podczas gdy inflacja zasadnicza wyniosła 4%.

Amerykańska Rezerwa Federalna spotkała się pod koniec lipca. na posiedzeniu oczywiście nie nastąpiła zmiana nastawienia w polityce pieniężnej, czego również oczekiwano. po raz pierwszy jednak Fed wskazał, że moment, w którym przynajmniej tempo odkupu aktywów zmniejszy się (z obecnych 120 mld USD/miesiąc) może nie być odległy. Powell powiedział w komunikacie prasowym, że gospodarka poczyniła postępy w kierunku „pełnego zatrudnienia i 2% średniej inflacji”, ale nie jest to jeszcze wystarczający postęp, aby teraz zmniejszyć tempo wykupów. Inne niż po poprzednich posiedzeniach były mylące i niepewne słowa Powella, że widzi w najbliższej przyszłości „więcej zagrożeń dla inflacji” niż wcześniej, ale w perspektywie średnioterminowej ma „względna pewność, że inflacja spadnie”, ale jednocześnie „trudno powiedzieć, kiedy to nastąpi”... Nie jest pewne, czy Fed wie, co stanie się z inflacją.

CEE3

POLSKA

Gospodarka nadal silnie rośnie, bezrobocie jest niskie, a płace rosną o 10%. Mimo wyższej oczekiwanej inflacji bank centralny nadal nie rozważa zaostrzenia polityki.

Najnowsze dane o wzroście gospodarczym w I kwartale zostały opublikowane w połowie maja. po tym, jak gospodarka skurczyła się o 2,7% r/r (-0,5% q/q) w ostatnim kwartale ubiegłego roku, według zrewidowanych danych, **spadek wyhamował do 0,9% r/r w I kwartale br. (dzięki zaskakująco silnemu wzrostowi kwartał do kwartału o 1,1%)**. Wszystkie składniki zagregowanego popytu pozytywnie wpłynęły na wzrost rok do roku, z wyjątkiem eksportu netto (-1,9 pp), który ucierpiał w wyniku wzrostu importu. Wstępne dane za II kwartał zostaną opublikowane dopiero 13 sierpnia, czyli po zamknięciu tego numeru.

Jednak według miesięcznych danych i wskaźników wyprzedzających z lipca wydaje się, że drugi kwartał również był mocny.

Po lekkich wahaniami w kwietniu (-0,7% m/m, przy okazji pierwszy spadek od czerwca 2020 r.), **produkcja przemysłowa** wzrosła w kolejnych dwóch miesiącach, o 1,6% m/m w maju **i o jeden procent w czerwcu**. w pierwszym półroczu br. produkcja wzrosła o 6,4% w stosunku do końca ubiegłego roku, a w porównaniu z końcem marca o niecałe 2 procent. w ujęciu rocznym wzrost był bardzo wysoki (+18%) w czerwcu, podobnie jak wszędzie indziej, ze względu na efekt bazy. **Indeks menedżerów ds. zakupów** zwolnił nieznacznie w lipcu po historycznym wzroście w maju i czerwcu (odpowiednio 57,2 i 59,4), ale nadal był to drugi najwyższy wynik w historii (57,6 punktu). Spadek o 1,8 punktu w porównaniu z czerwcem wynikał z nieco wolniejszego wzrostu nowych zamówień. Jeśli chodzi o wydarzenia w nadchodzących miesiącach, pytanie brzmi, jak wszechobecne problemy w łańcuchu dostaw wpłyną na produkcję: subindeks mapujący warunki podaży wejściowej pogorszyły się w czerwcu po raz osiemnasty, osiągając nowe historyczne minimum.

Złagodzenie warunków funkcjonowania centrów handlowych w lutym oraz niska baza z wiosny 2020 r. (kiedy sprzedaż gwałtownie spadła) znalazły odzwierciedlenie w silnym wzroście sprzedaży rok do roku w II kwartale 2021 r. **Realna sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu o 8,6%, zamykając mocno drugi kwartał** (sprzedaż paliw i odzieży najbardziej wzrosła w samym czerwcu). Ten mocny wynik oczywiście odzwierciedla przede wszystkim otwieranie się placówek i efekt bazy, ale fundamenty również pozostają pro wzrostowe.: **stopa bezrobocia** spadła w czerwcu do **6%** (zaledwie 0,8 p.p. powyżej wartości z lutego 2020 r.), a **wzrost płac** osiągnął w drugim kwartale ok. 10% r/r (9,8% w samym czerwcu).

Inflacja jeszcze przyspieszyła w lipcu po lekkim i przejściowym spowolnieniu w czerwcu, osiągając najwyższy poziom od dziesięciu lat. w lipcu, według pierwszych szacunków z końca miesiąca, wyniosła ona 5 proc., a wzrost miesiąc do miesiąca wyniósł 0,4%. w porównaniu z czerwcem (4,4%), ceny paliw (30% r/r) i żywności (+3,1% r/r) w największym

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

stopniu przyczyniły się do przyspieszenia inflacji, ale według naszych szacunków przyspieszyła również inflacja bazowa (z 3,5% do 3,7%). Połączenie silnego wzrostu płac (niskie bezrobocie), utrzymującego się ograniczenia po stronie podaży i plan dalszego wzrostu cen regulowanych (poza ostatnimi podwyżkami opłat za wywóz odpadów, ceny gazu ziemnego dla gospodarstw domowych wzrosły o 12% od sierpnia 2021 r.) sprawia, że słowa polskich bankierów centralnych, że stopy nie wzrosną od razu, stają się coraz mniej prawdopodobne.

A nowa prognoza polskiego banku centralnego, zaprezentowana na lipcowym posiedzeniu (na którym oczywiście nie nastąpiła żadna zmiana w polityce pieniężnej) ma taki sam wpływ na wiarygodność słów. Nowa prognoza przyniosła znaczny wzrost oczekiwanej inflacji, która tym samym pozostanie w górnej granicy przedziału tolerancji i w 2023 roku: w tym roku bank centralny oczekuje średnio 4,1% CPI, w 2022 3,3% (wobec 2,8% w marcowej prognozie), a w 2023 3,4% (wobec 3,2%). nie przeszkadza to jednak bankowi centralnemu w dalszym odkupywaniu aktywów. w konferencji prasowej prezes NBP podał 3 warunki zaostrzenia polityki pieniężnej, której wydaje się, że bank centralny w ogóle nie chce zacieśniać: (1) kolejna fala pandemii nie może uderzyć we wzrost, (2) inflacja musi pozostać powyżej 3,5% i być napędzana popytem, oraz (3) rynek pracy musi być silny. Jednak biorąc pod uwagę rozwój inflacji na świecie uważamy, że istnieje co najmniej 50% prawdopodobieństwo, że stopy wzrosną w tym roku.

ROPA

W bieżącym roku wzrost cen ropy, który rozpoczął się w ostatnich 2 miesiącach ubiegłego roku i nadal trwa, jest napędzany przez otwieranie się gospodarek i rosnący popyt na surowce, również wynikający z chęci zabezpieczenia się przed inflacją. o ile w listopadzie 2020 r. baryłka ropy kosztowała około 40 USD, to pod koniec czerwca 2021 r. jej cena przekroczyła 75 USD. Cena nadal rośnie w pierwszej połowie lipca i prawdopodobnie rosnąby w drugiej połowie, gdyby OPEC+ nie zwiększył produkcji od sierpnia br. Doprowadziło to do spadku ceny ropy nawet do 65-67 USD za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

Lipiec był pozytywnym miesiącem dla rozwiniętych rynków akcji. Inwestorzy byli optymistycznie nastawieni po publikacji bardzo dobrych wyników finansowych spółek za II kwartał br. Przekraczanie szacunków analityków nastąpiło we wszystkich sektorach, w tym w dużych firmach, takich jak Apple, Google i Microsoft. w krajach rozwiniętych następuje stopniowy wzrost liczby zaszczepionych, co wiąże się ze złagodzeniem obecnych środków restrykcyjnych. Doprowadziło to do optymistycznych oczekiwań co do rozwoju wydarzeń w miesiącach jesiennych. Nadal słyszeliśmy potwierdzające oświadczenia banków centralnych w Europie, USA i Japonii dotyczące utrzymania luźnych warunków monetarnych poprzez niskie stopy procentowe i skup obligacji, a w niektórych przypadkach szacowany czas utrzymywania się presji inflacyjnej został wydłużony. Rynki akcyjne notowały więc w lipcu przyzwoite wyniki: amerykański indeks S&P 500 + 2,3% i europejski indeks DJ STOXX 600 + 2%.

Ciekawą aprecjacje odnotowały giełdy środkowoeuropejskie, szczególnie rynek czeski a wynikiem w ujęciu miesięcznym +4,9% (indeks PX). Super wzrost pokazały akcje czeskiej firmy programistycznej Avast, które wzrosły o przyzwoite 17,7% miesiąc do miesiąca po spekulacjach o możliwym przejściu przez amerykańską firmę programistyczną NortonLifeLock, wcześniej znaną jako Symantec. Były więc głównym motorem silnego wzrostu całego praskiego indeksu. Co więcej, po ogłoszeniu przez Europejski Bank Centralny możliwości powrotu do przedkryzysowych ustawień dotyczących wypłaty

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



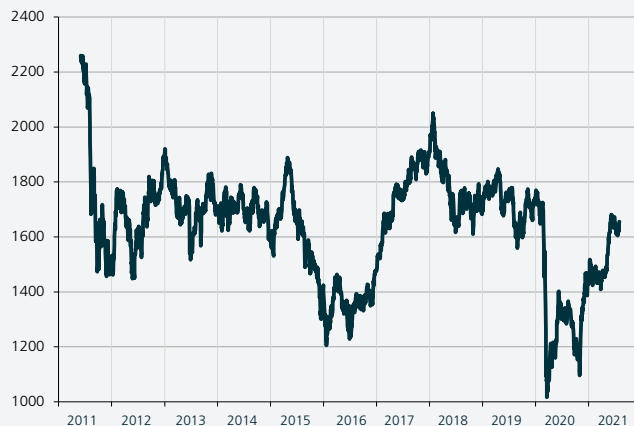
Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCYJNE

dywidendy, wszystkie „czeskie” banki odnotowały wzrosty. Najwięcej zyskały akcje Moneta (+7%), o którym wciąż spekuluje się na temat dalszego przejęcia przez PPF. Również w Polsce (indeks WIG 30 + 1,9%) szczególnie dobrze radziły sobie tytuły bankowe. Wsparciem był stopniowy wzrost stóp procentowych w krajach Europy Środkowej oraz trwające solidne ożywienie gospodarcze. Wraz a postępującym uwalnianiem gospodarek czy sklepów nadal rosły udziały firm a sektora konsumenckiego, takich jak producent i sprzedawca butów CCC czy sieć odzieżowa grupy LPP. Firmy te potrafiły wykorzystać kryzys do obniżenia kosztów, rozwoju kanału internetowego i usprawnienia procesów, co w najbliższych miesiącach powinno przełożyć się na znaczny wzrost zysków. Większość słoweńskich akcji również zakończyła miesiąc wzrostami, indeks SBITOP + 3,9%.

Akcje rynków wschodzących przeżyły najgorszy miesiąc od wybuchu pandemii koronawirusa (marzec 2020), a indeks MSCI Emerging Markets USD stracił ponad 7%. Głównym powodem była jednoznaczna zapowiedź chińskiego rządu dotycząca regulacji w sektorze edukacji, która była wyraźniejsza niż oczekiwali inwestorzy. Ponadto pojawiły się obawy dotyczące możliwości interwencji rządu w innych sektorach. Chińskie akcje straciły na wartości blisko 8% (indeks CSI 300), jest to najgorszy wynik od maja 2019 r. (spadek był większy niż załamanie w czasie pandemii). Inne akcje azjatyckie też nie radziły sobie dobrze, tylko akcje indyjskie zakończyły miesiąc blisko zera. Akcje w Ameryce łacińskiej również zawiodły. Obawy związane a mutacją delta koronawirusa, które dodatkowo pogłębia niższą liczbę szczepień populacji (w porównaniu a rynkami rozwiniętymi), nadal silnie odbijają się na rynkach wschodzących.

CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

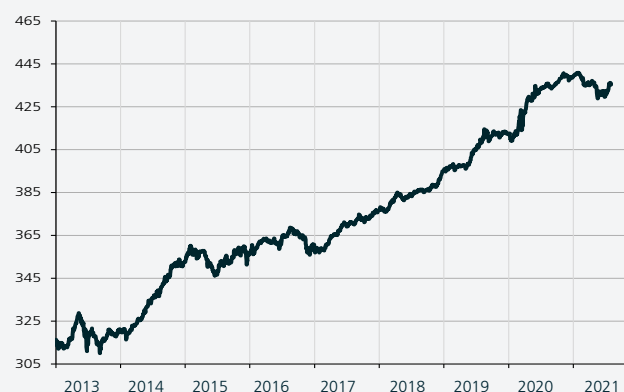
W ciągu ostatnich 12 miesięcy na amerykańskim rynku obligacji zaobserwowaliśmy trzy różne okresy. od końca lipca 2020 r. długoterminowe rentowności w USA zaczęły powoli rosnać, ponieważ pandemia nie wykazała większych trwałych konsekwencji, a rynek powoli zaczął zastanawiać się, czy bezprecedensowa ekspansja fiskalna faktycznie przełoży się na wzrost inflacji. pod koniec ubiegłego roku 10-letnie obligacje amerykańskie wzrosły a 0,5% w lipcu do około 0,9%. od stycznia br. obawy te nasiliły się, co spowodowało wzrost rentowności nawet do 1,8% w pierwszym kwartale. Jednak od końca marca br., łącznie a czerwcem, rynki obligacji (lub tego, co a nich zostało po inwazji banków centralnych) zaczęły opuszczać te obawy (całkowicie irracjonalnie w świetle danych o inflacji). w lipcu 2021 r. dziesięcioletnie rentowności dalej spadały, mimo że inflacja w USA osiągnęła najwyższy poziom od dziesięcioleci. o ile na koniec czerwca były na poziomie 1,45%, o tyle na koniec lipca granica 1,2% była już widoczna. Krótki koniec pozostał na stałym poziomie około 0,2%.

W strefie euro obserwowaliśmy wzrost przychodów w pierwszych 5 miesiącach tego roku – Rentowności 10-letnich niemieckich obligacji wzrosły a -0,6% na koniec ubiegłego roku do -0,1% w połowie maja. od tego czasu jednak spadają, w lipcu osiągnęły -50 p.b. w strefie euro, inaczej niż w USA, ma to przynajmniej jakiś sens: inflacja zasadnicza również wzrosła, ale inflacja bazowa nie. a nawet inflacja zasadnicza nie jest najwyższa od 40 lat.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI - OBLIGACJE KORPORACYJNE

Podobnie jak w poprzednich 4 miesiącach, w lipcu na rynku obligacji korporacyjnych panował spokój. Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowane w euro nie zmieniły się w ciągu miesiąca: dla obligacji inwestycyjnych zmiana indeksu total return (TRI) wyniosła zero w porównaniu do końca czerwca (w stosunku do końca roku 2020 również), dla obligacji spekulacyjnych zmiana była nieznacznie dodatnia (+0,28 %). w przypadku instrumentów dolarowych zmiany były nieco mniej nudne. na rynku obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym, podobnie jak w czerwcu, ponownie odzwierciedlił się wzrost cen rentowności na rynkach obligacji skarbowych – w lipcu TRI wzrosło o 1,5% dla obligacji inwestycyjnych i 0,2% dla obligacji spekulacyjnych.

W lipcu sytuacja na rynku premii kredytowych zarówno dla obligacji korporacyjnych inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych denominowanych w euro była również spokojna. Według indeksu Markit iTraxx Europe CDS premie a obligacji inwestycyjnych nieznacznie spadły w lipcu (-0,4%), natomiast w przypadku obligacji spekulacyjnych nieznacznie wzrosły (+ 3,9%), co tylko zrównoważyło ich poprzedni spadek (o 4,4% w czerwcu). o ile w pierwszym przypadku premie CDS są o 2,8% niższe niż na koniec ubiegłego roku, o tyle w przypadku obligacji spekulacyjnych są one niższe aż o 28%. Różnica między oceną spekulacyjną i inwestycyjną zmniejszyła się więc dramatycznie nie tylko w ciągu ostatniego roku, ale także w ciągu ostatnich sześciu miesięcy.

W przypadku rynku europejskiego głównym czynnikiem spadku premii kredytowej pozostaje utrzymująca się nadwyżka wolnej płynności dostarczanej na rynek przez EBC w postaci bezpośrednich zakupów instrumentów i długoterminowych kredytów dla sektora bankowego. ze względu na planowane reinwestycje spłacanych instrumentów w portfelu EBC oraz długoterminowy charakter pozostałych instrumentów, w najbliższych latach nie należy spodziewać się istotnego obniżenia płynności wolnego rynku.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polska krzywa dochodowości spłaszczyła się w lipcu. Krótki koniec wzrósł do około 38 punktów, długi natomiast, w związku ze spadkiem w Niemczech, stracił około 20 punktów. Gołębia bezwładność polskiego banku centralnego zakotwicza krótki koniec, jego aktywność zakupowa w ramach programu QE utrzymuje się wtedy na dolnym długim końcu.

WALUTY

Dolar w stosunku do euro w lipcu oscylował bez żadnego kierunku między 1,175 a 1,190. Przypomnijmy, że w czerwcu, po posiedzeniu Fed i jego subtelnych, ledwo wyczuwalnych oznakach, że wciąż wie, jakie jest jego zadanie, dolar umocnił się wobec euro a 1,21 do 1,18. Jednak lipcowe posiedzenia banków centralnych już całkowicie zignorowały kurs walutowy.

Dzięki posiedzeniu CNB **czeska korona** umocniła się na chwilę poniżej 25,30 w czerwcu, ale zgodnie a oczekiwaniami długo nie pozostała tak silna. pod koniec miesiąca, pomimo relatywnie jastrzębich oczekiwań rynkowych co do stóp procentowych CNB, odzwierciedlonemu we wzroście kontraktu FRA 9x12 a 1,2 % na 1,6 %, znalazła się powyżej granicy 25,50. **w pierwszej dekadzie lipca, w związku a obawami o kolejną falę koronawirusa (wariant delta), korona na krótko osiągnęła 25,90**, czyli najniższą wartość od początku maja. Potem jednak przeważało przekonanie, że kolejna fala nie będzie tak destrukcyjna, jak dwie poprzednie ze względu na postępujące szczepienie, i więcej zaczęła grać różnica stóp procentowych.. w ten sposób korona wróciła **poniżej 25,50 pod koniec lipca.**

Złoty wobec euro, po umocnieniu do 4,45 w maju po dłuższym okresie, powrócił powyżej 4,50 w czerwcu i osiągnął 4,60 w lipcu. na koniec miesiąca kurs złotego do euro wynosił 4,55. Kuszące byłoby tłumaczyć osłabienie tym, że rynkowi nie podoba się bierność banku centralnego w obliczu wysokiej inflacji, ale nie jest to możliwe: węgierski forint, którego bank centralny nie jest tak apatyczny jak polski bank centralny, notuje podobne wyniki.

Forint węgierski po osłabieniu w czerwcu (z poziomu 346 forintów/euro do poziomu 356 forintów/euro na koniec maja i do 351 forintów/euro na koniec czerwca), tracił przez większość lipca. Spadł on aż do 362 forintów za euro. To dziwne, bo bank centralny zaostrzył politykę pieniężną w czerwcu i w lipcu i zasygnalizował, że będzie to kontynuował.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Polska jest nisko zadłużoną gospodarką o solidnych podstawach i bankiem centralnym, który, co zaskakujące dla wielu, obniżył stopy procentowe do zera. w przeciwieństwie do CNB jednak polski bank centralny nie ma apetytu na zacieśnienie polityki (nawet jeśli jej własne prognozy wskazują na inflację powyżej górnej tolerowanej granicy w ciągu najbliższych trzech lat), a wręcz przeciwnie. Jednak, jak widać z rozwoju FRA, rynek widzi to inaczej i nie wierzy w gołębie podejście banku centralnego. a biorąc pod uwagę nowo zatwierdzony impuls fiskalny polskiego rządu („Polski Ład”), ma powody, by obawiać się szybszej inflacji, a tym

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

samym szybszej reakcji polskiego banku centralnego. Zagrożeniem dla polskich obligacji są też duże bodźce fiskalne w USA, a dezinflacyjne środowisko w strefie euro jest dla nich korzystne. w rezultacie oczekujemy dalszego wzrostu rentowności obligacji.

WALUTY

Przy kursie **euro do dolara** w tym roku dolar powrócił do ubiegłorocznego trendu osłabienia, czemu sprzyjała inflacyjna narracja. To trochę zaskakujące w świetle inflacji w USA, ale tak jest. Choć umocnił się on w czerwcu dzięki jastrzębim zwrotom Fed, uważamy, że Fed pozostanie w tyle za krzywą, a co za tym idzie, inflacja pozostanie wyższa przez dłuższy czas. w dłuższej perspektywie, dzięki wyższej inflacji, uważamy, że dolar ucierpi.

Korona wyczerpała już swój potencjał do dalszego umacniania się w tym roku, co w końcu potwierdziło rozwój w czerwcu. Rynki nie dbają o zły budżet, wariant delta koronawirusa prawdopodobnie nie doprowadzi do zamknięcia gospodarki na tak dużą skalę, jak w ubiegłym roku – innymi słowy, ewentualne osłabienie będzie tylko epizodyczne i krótkotrwałe. w drugiej połowie tego roku spodziewamy się głównie oscylacji w okolicach 25,50, w przyszłym natomiast, ze względu na rosnącą różnicę stóp procentowych między CNB a EBC, umocnienia poniżej 25 koron.

Z fundamentalnego punktu widzenia **złoty** zyskałby na wartościach znacznie silniejszych niż to, co widzimy dzisiaj. Jednak bank centralny uparcie ignoruje wysoką inflację i wydaje się, że w tym roku nic się nie zmieni. w tym roku nie spodziewamy się złotego poniżej 4,50. i Nawet jeśli polski bank centralny ostatecznie zaostrzy politykę pieniężną w przyszłym roku, jak się spodziewamy, będzie to zdecydowanie najłżejsze zaostrzenie w regionie. i takie - czyli w najlepszym razie bardzo niewielkie - będzie możliwe umocnienie złotego w 2022 roku.

RYNEK AKCYJNY

Jesteśmy teraz ostrożni w stosunku do niektórych rynków akcji. Jednym z głównych powodów naszej ostrożności są wysokie poziomy światowych indeksów giełdowych, niektóre wyceny akcji lub wyceny światowych indeksów giełdowych w przypadku rynku amerykańskiego są na historycznych maksimach lub najwyższych poziomach od bańki technologicznej w 2000 r., lub obawy przed gwałtownym wzrostem inflacji z powodu wciąż bezprecedensowych bodźców monetarnych i fiskalnych w głównych gospodarkach, zwłaszcza w USA, strefie euro i Japonii. Jednocześnie według historycznych statystyk zawsze było tak, że przy wyższej inflacji akcje nie radziły sobie zbyt dobrze. Widzimy również zagrożenia w możliwym wzroście podatków od przedsiębiorstw, ze względu na utrzymywanie się wysokiego deficytu budżetowego lub w zagrożeniach geopolitycznych. Dlatego uważamy, że oczekiwania co do bardzo pozytywnego rozwoju w przyszłości zostały już spełnione przy obecnych cenach akcji, a możliwości dalszego znacznego wzrostu są już znacznie ograniczone.

Z drugiej strony musimy podkreślić, że ogólne przewartościowanie światowych giełd wynika głównie z ekstremalnego przewartościowania amerykańskich akcji. w związku z tym mamy je znacznie niedoważone względem benchmarków w naszej globalnej alokacji akcji. Jeśli nasze oczekiwania zostaną spełnione, w nadchodzących miesiącach amerykańskie akcje będą znacznie ustępować reszcie świata.

Uważamy jednak, że niektóre regiony rynków wschodzących są nadal bardzo atrakcyjnie wyceniane. Należą do nich w szczególności region Europy Środkowej, który w ostatnich latach pozostawał daleko w tyle za światowymi indeksami giełdowymi. Europa Środkowa to obecnie prawdopodobnie najtańszy region świata (P/E 14,7; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,9). Największy potencjał wzrostu widzimy w regionie Europy Środkowej w średnim okresie, zwłaszcza w spółkach słoweńskich, czeskich i niektórych polskich. Lokalne rynki charakteryzują się wysokimi dochodami z dywidend (prawdopodobnie tylko częściowo obowiązuje to w 2021 r.) i stosunkowo niskim zadłużeniem. Bankowe papiery wartościowe charakteryzują się wysoką kapitalizacją, dobrym oczekiwanym zwrotem z kapitału i marżą odsetkową.

Kolejnym regionem, do którego jesteśmy pozytywnie nastawieni, jest rozwijająca się Azja, na czele z Chinami (P/E 15,1; P/S 2,2; EV/EBITDA 16,7). Wschodząca Azja jest obecnie ekonomicznym motorem świata. To oczywiście powinno mieć istotny pozytywny wpływ na dynamikę rentowności korporacyjnej lokalnych spółek giełdowych, a tym samym na stopy zwrotu z akcji.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

www.conseq.pl