

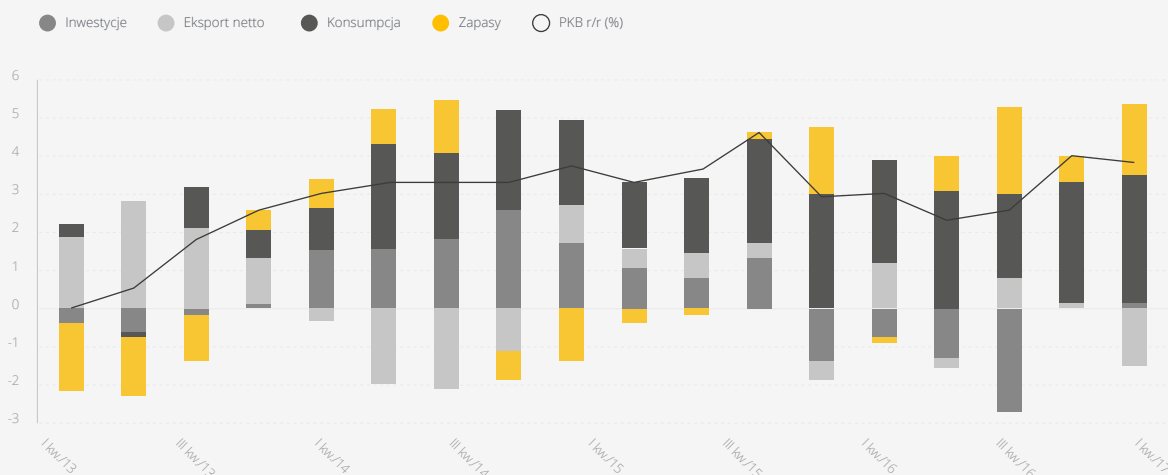
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

W minionym miesiącu najważniejszą publikacją makroekonomiczną z Polski był odczyt dynamiki PKB za II kwartał 2017 r. GUS podał, iż w tym okresie nasza gospodarka rozwijała się w tempie 3,9% r/r. Dynamika była nieco niższa niż 4% osiągnięte w I kwartale br. Podczas gdy analitycy prognozowali wzrost o 3,8% r/r. Motorem napędowym wzrostu były konsumpcja oraz akumulacja zapasów, natomiast kolejny raz negatywnie zaskoczył brak odbicia w inwestycjach.

Pomimo wygasającego pozytywnego wpływu zawiązanego z uruchomionym rok temu programem Rodzina 500+ oraz inflacji konsumpcja przyspieszyła z

4,7% do 4,9% r/r, dodając do dynamiki PKB 2,9 pkt. proc. Inwestycje wzrosły w minionym kwartale jedynie o 0,8% w ujęciu rocznym, dodając do PKB zaledwie 0,1 pkt. proc. Rynkowy konsensus oczekiwał odbicia tego komponentu o 2,5% r/r. Dużo, bo aż 1,9 pkt. proc., dodał do dynamiki PKB wzrost zapasów. Mogło to być efektem słabej sprzedaży w minionym kwartale, choć bardziej prawdopodobną przyczyną są oczekiwania przedsiębiorców na dalszą poprawę popytu w drugiej części roku. Wg wyliczeń GUSu, w II kwartale 2017 r. polski eksport wzrósł o 2,8% r/r, a import o 6,1% r/r. W efekcie eksport netto odjął od odczytu PKB 1,5 pkt. proc.

Dynamika PKB oraz jego składowe



Źródło: mBank

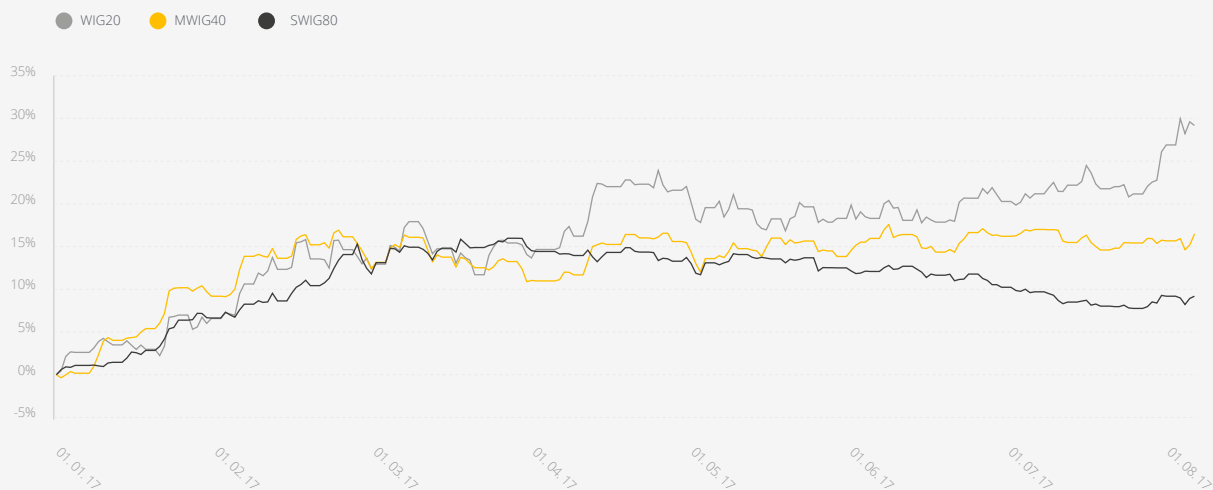
Pomimo rozczarowującej kompozycji krajowego PKB w minionym kwartale (minimalna kontrybucja inwestycji i wysoka zapasów) odczyt na poziomie 3,9% r/r, przy niskiej dynamice wzrostu inwestycji w polskiej gospodarce, może pozytywnie rokować na najbliższe kwartały. W przypadku wzrostu nakładów brutto na środki trwałe, co będzie wspierane przyspieszającym napływem funduszy z Unii Europejskiej w drugiej połowie roku, i rozprędną konsumpcją prywatną można spodziewać się wysokiej dynamiki PKB w naszym kraju w tym roku.

AKCJE

Polski rynek akcji pokazał w sierpniu dużą siłę. Lokomotywą wzrostu były duże spółki z indeksu WIG20, które zyskały aż 6%. Kolejny miesiąc słabiej zachowują się małe i średnie spółki, które w sierpniu spadły o 0,5%. Patrząc na stopy

zwrotu od początku roku rozwarstwienie między największymi i najmniejszymi spółkami wynosi już 20 punktów procentowych (WIG20 zyskał 29,2%, mWIG40 16,4%, natomiast sWIG80 tylko 9,2%).

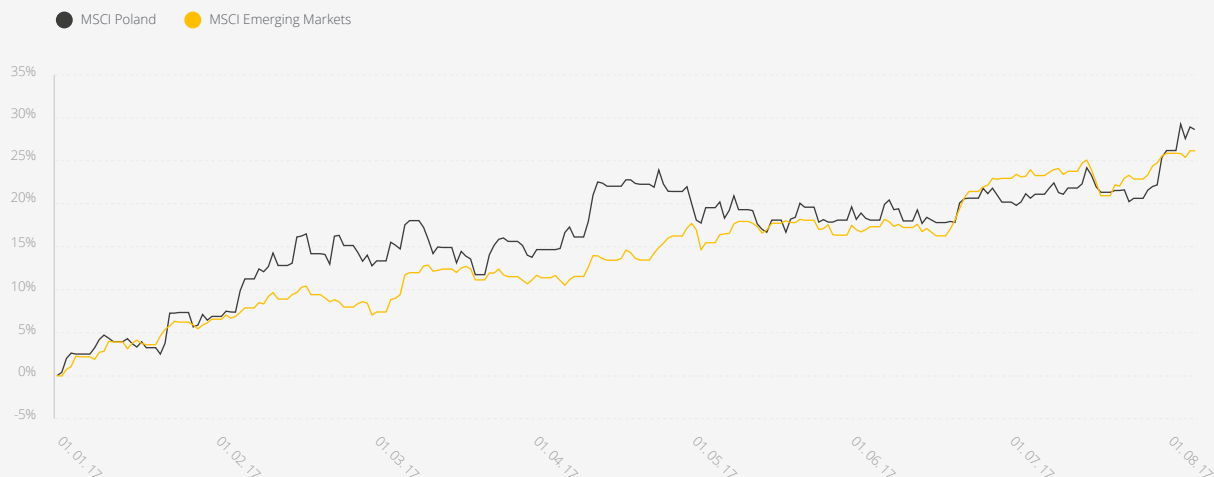
Stopy zwrotu od początku roku



Źródło: Bloomberg

Głównego źródła dysonansu między polskimi indeksami należy doszukiwać się przede wszystkim w globalnych napływach do funduszy Emerging Markets. Ponieważ „polska” część tego indeksu składa się przede wszystkim ze spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, z tego też względu inwestorzy

zagraniczni lokują pieniądze w tych spółkach. Zbiorczy indeks krajów rozwijających się (MSCI Emerging Markets) zyskał od początku roku 26%, natomiast jego polska część (MSCI Poland) 28,6% - czyli poziom zbliżony do WIG20.



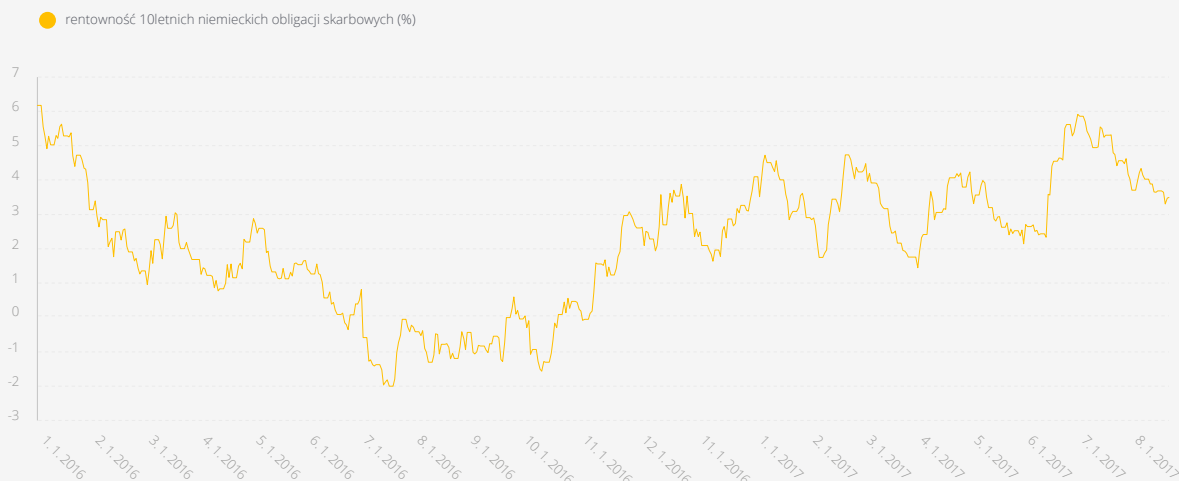
Drugim elementem wpływającym na rozwarstwienie między krajowymi indeksami są publikowane wyniki finansowe za pierwsze półrocze 2017 roku. Wyniki spółek z WIG20 okazały się zbliżone bądź lepsze do oczekiwań rynkowych - poza wynikami spółki Eurocash, które zostały obciążone jednorazowymi zdarzeniami. Natomiast spółek z mWIG40 które mocno negatywnie zaskoczyły wynikami jest znacznie więcej – Forte, Sanok Rubber, Stalprodukt, Wawel, Neuca czy Trakcja. Notowania tych spółek mocno skorygowały się w ostatnich tygodniach, co z jednej strony ciążyło indeksowi, natomiast z drugiej urealniło wyceny i oczekiwania co do przyszłej ścieżki wynikowej, dając tym samym miejsce na potencjalne pozytywne zaskoczenia w kolejnych okresach wynikowych.

OBLIGACJE

Kluczowym wydarzeniem sierpnia na rynku długu miało być coroczne sympozjum w Jackson Hole. W przeszłości miejsce to dawało początek wielu zmianom w polityce monetarnej. Warto wspomnieć chociażby wystąpienie byłego prezesa FED, Bena Bernanke i zapowiedź kolejnej rundy luzowania monetarnego (programu Quantitative Easing) czy analogiczny krok przedstawiony przez prezesa ECB, Mario Dragiego, w 2014 roku.

W tym roku wszystkie oczy zwrócone były właśnie na prezesa Europejskiego Banku Centralnego, gdyż od wielu tygodni spekulowało się, iż Mario Draghi

może w najbliższym czasie ogłosić początek wygaszania programu QE. Historia mogłaby wówczas zatoczyć koło, gdyż zarówno początek, jak i koniec luzowania zostałyby ogłoszone w tym samym miejscu - Jackson Hole. Ostatecznie inwestorzy musieli obejść się smakiem, gdyż prezes EBC bardzo zdawkowo wypowiedział się na temat przyszłych działań, a niechęć do poruszania tematu może wskazywać, że w podobnym tonie przebiegać będzie wrześniowe spotkanie banku centralnego. Scenariusz taki jest pozytywny dla obligacji a inwestorzy, wsparci dodatkowo rosnącym konfliktem na linii Korea Północna-U-SA, przystąpili do powiększania pozycji na rynku długu.



Krajowi inwestorzy, wsparci gołębią retoryką EBC i spadkiem rentowności obligacji naszych zachodnich sąsiadów, również ruszyli na zakupy. Optymistyczny wydzźwięk popłynął również z założeń budżetu państwa na 2018 rok. Deficyt ma wynieść jedynie 41,5 mld złotych co byłoby najlepszym wynikiem od 2012 roku. Największym katalizatorem pozytywnych zmian ma być dalsze uszczelnianie systemu VAT, którego przychody mają wzrosnąć z 154 mld PLN (w obecnym roku) do 166 mld PLN w 2018 roku. Mniejszy deficyt oznaczać będzie mniejszą podaż obligacji skarbowych, co już teraz inwestorzy dyskontują w cenach. Łyżką dziegciu w założenia do budżetu są optymistyczne oczekiwania odnośnie inflacji CPI - średnioroczny poziom 2,3%. Taki odczyt nie został odnotowany ani razu w tym roku i wydaje się, że przy stabilnych cenach surowców (głównie ropy) poprawa na rynku pracy będzie nie wystarczającym czynnikiem do tak mocnego wzrostu indeksu CPI. Niemniej trzeba pamiętać, że rządy mają tendencję do zakładania zbyt optymistycznych scenariuszy, które często w kolejnych okresach są korygowane. Mimo to, założenia deficytu budżetowego są ambitne aczkolwiek wykonalne.



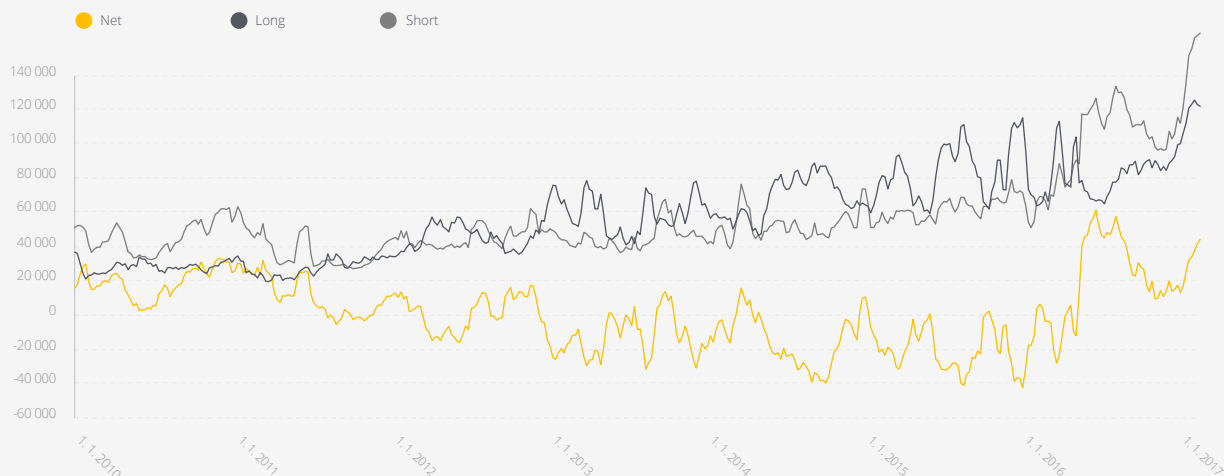
Źródło: Bloomberg

SUROWCE

Miedź po raz kolejny pokazała siłę. W sierpniu jej notowania wzrosły o 6,3% po wzroście o 7,5% miesiąc wcześniej. Wsparciem dla notowań cały czas pozostaje osłabiający się dolar na rynkach finansowych, jak również utrzymujący się optymizm do rynku surowców przemysłowych. Pewnym wsparciem dla czerwonego kruszywa pozostają malejące zapasy na giełdach (COMEX, LME, SHME), które spadły na koniec sierpnia o 10% względem lipca. Taki krajobraz podsyca apetyt spekulacyjny na miedź, jednak trzeba pamiętać, że sam spadek zapasów jest tylko uzupełnieniem dla pełnego obrazu miedzi a nie jego fundamentem.

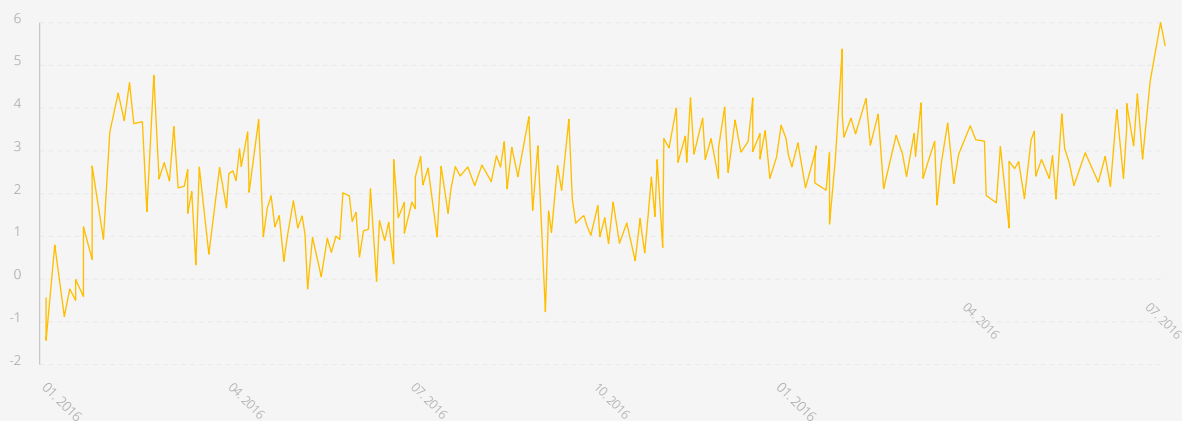
Liczba otwartych długich pozycji spekulacyjnych rośnie od wielu tygodnia i w każdym kolejnym ustanawia nowe, historyczne maksima. Natomiast dynamika wzrostu ilości otwartych pozycji krótkich mocno wyhamował, a dwa ostatnie tygodnie sierpnia przyniosły nawet ich delikatny spadek. Na razie trudno mówić o kapitalizacji sprzedających, jednak ewentualny spadek ich pozycji będzie wsparciem dla notowań miedzi, gdyż wygeneruje dodatkowy popyt (każda zamykana krótka pozycja oznacza zlecenie kupna).

Pozycje spekulacyjne w kontraktach na miedź



Źródło: Bloomberg

Ilość otwartych pozycji spekulacyjnych nie zmieniła się istotnie w skali miesiąca. Niewielki wzrost pozycji długich, został zniwelowany analogicznym wzrostem pozycji krótkich, co pozwoliło utrzymać pozycję netto prawie na niezmiennym poziomie. Widać tym samym, że inwestorzy krótkoterminowi w dalszym ciągu pozostają bierni i najprawdopodobniej czekają na impuls – bądź techniczny (wybicie z konsolidacji) bądź fundamentalny (np. strajki, powodzie czy dynamiczna zmiana zapasów surowca na giełdach). Zbilansowany rynek spekulacyjny pozwala założyć, że w przypadku materializacji któregoś z powyższych „zapalników” ruch powinien być dynamiczny.



Źródło: Capital Economics

Podsumowując, inwestorzy grający na wzrost cen miedzi, mogą zaliczyć sierpień do udanych okresów. Dodając tego wzrosty z czerwca i lipca sytuacja wygląda jeszcze lepiej – trzy z rzędu wzrostowe okresy. Rozpoczynając wrzesień, musimy jednak przywołać trochę historii i zasygnalizować, iż sekwencja 4 wzrostowych miesięcy z rzędu miała ostatnio miejsce w 2010 roku a od tego czasu po każdych 3 miesiącach wzrostu przychodziły spadki. To zapewne sygnał ostrzegawczy o którym nie można zapominać, ale nie przekreśla szans dalszych wzrostów. Surowce mają tendencję do poruszania się w silnych trendach, a dynamika wzrostów ostatnich trzech miesięcy jest znacznie większa niż ta obserwowana o ostatnich latach. Tym samym stare, rynkowe powiedzenie „trend is your friend” daje większą szansę bykom.

Przez cały sierpień kontrakty terminowe na europejską ropę Brent poruszały się w trendzie bocznym tuż ponad poziomem 50 USD za baryłkę, notując w skali miesiąca symbolicznąwyżkę o 0,3%. Zupełnie inaczej wyglądały natomiast notowania kontraktów na amerykańską ropę WTI. W tym przypadku w minionym miesiącu ceny spadły o 5,9% zniżkując poniżej poziomu 50 USD za baryłkę. Tym samym spread Brent-WTI, czyli różnica pomiędzy notowaniami europejskiej i amerykańskiej ropy naftowej znalazł się na dwuletnich maksimach osiągając poziom 5,8 USD.

Duży wpływ na sytuację na rynku ropy naftowej, w szczególności amerykańskiego benchmarku, miał huragan Harvey, który pod koniec sierpnia uderzył w wybrzeże Teksasu, ważnego centrum rafineryjnego. W efekcie powodzi i szkód przez niego wyrządzonych wstrzymano działanie 12 rafinerii, posiadających łącznie około 25% całkowitych mocy przerobowych rafinerii w Stanach Zjednoczonych, a także zamknięto część portów oraz rurociągów, czego skutkiem było wyhamowanie importu i eksportu ropy naftowej oraz produktów ropopochodnych. W rezultacie niższego popytu ze strony rafinerii notowania czarnego złota znalazły się pod presją, natomiast ceny benzyny i produktów ropopochodnych gwałtownie wzrosły.

Naprawa szkód oraz powrót do normalnej aktywności w amerykańskim sektorze rafineryjnym może potrwać kilka tygodni, niemniej jednak fundamentalnie w długim terminie sytuacja na globalnym rynku ropy naftowej nie uległa zmianie i wciąż mamy do czynienia z nadpodażą surowca, co powinno być przeszkodą do większych wzrostów jego notowań.



Zespół Inwestycyjny Departamentu Zarządzania Aktywami
Dom Maklerski ALFA Zarządzanie Aktywami S.A.
Sierpień 2017 r.

PRZYKŁADOWE PORTFELE MODELOWE

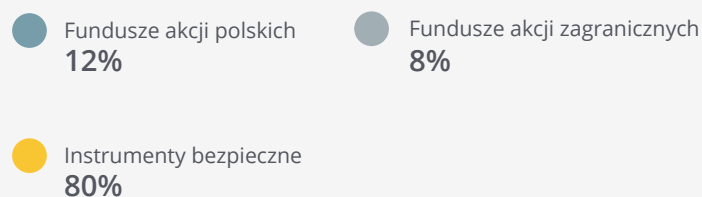
PORTFEL AGRESYWNY



PORTFEL ZRÓWNOWAŻONY



PORTFEL BEZPIECZNY



Portfele modelowe stanowią propozycję – w odniesieniu do opisanej w Biuletynie sytuacji rynkowej oraz w zależności od profilu ryzyka inwestora - konstrukcji portfela złożonego z funduszy inwestycyjnych. Skład portfela konkretnego inwestora powinien być dopasowany do jego indywidualnych potrzeb, wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego oraz możliwości i chęci podejmowania ryzyka inwestycyjnego.

Inwestycje w fundusze akcji polskich niosą ze sobą znaczące ryzyko inwestycyjne. Inwestycje w fundusze akcji zagranicznych niosą ze sobą, dodatkowo do ryzyka inwestycyjnego typowego dla funduszy akcji, ryzyko kursu walutowego, istotne w szczególności dla inwestycji w krajach rozwijających się. Instrumenty bezpieczne to fundusze inwestycyjne inwestujące wyłącznie w skarbowe papiery dłużne i pieniężne denominowane w PLN oraz gotówka w PLN.