



Słabość dolara

Barometr Inwestycyjny

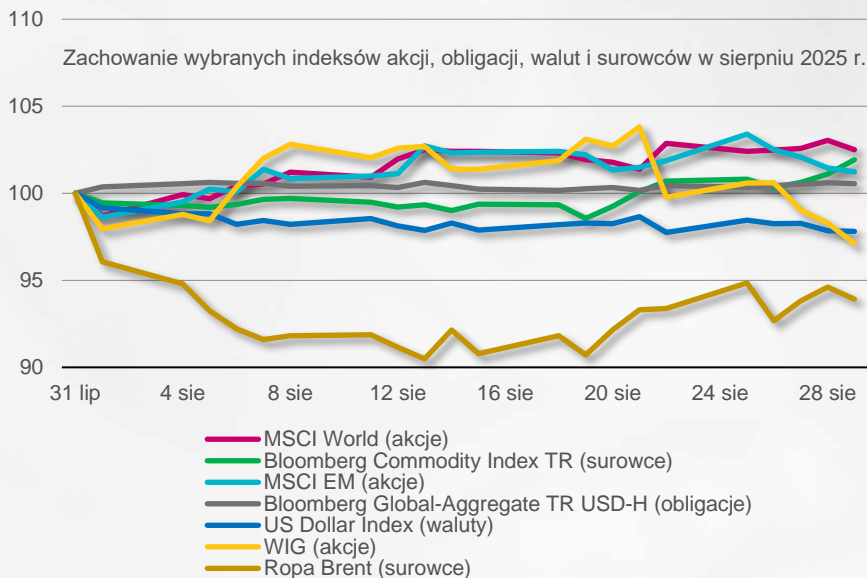
4 września 2025 r.

 **citi** handlowy®

Citigold®

Amerykański dolar jest jednym z głównych czynników determinujących zachowanie poszczególnych aktywów finansowych w tym roku. W sierpniu przecena amerykańskiej waluty była kontynuowana (o 2,2%, a to spora zmiana jak na jeden miesiąc, w ostatnich 25 latach większa zmiana wartości USD niż +/- 2,2% w poszczególnych miesiącach dotyczyła około 30% przypadków) i sprzyjała wzrostom notowań większości głównych indeksów. Globalne indeksy akcji MSCI World i MSCI EM zyskały odpowiednio 2,5% i 1,2%, surowcowy Bloomberg Commodity Index TR zyskał 1,9%, a obligacyjny Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Hedged USD 0,5%. Z tego pozytywnego obrazu wyłamali się nieliczni, m.in. polski WIG oraz ropa naftowa. Jest to o tyle zaskakujące, że słaby dolar zwykle sprzyja surowcom, a wśród krajów rozwijających się, Polska jest uznawana za jeden z bardziej wrażliwych na zmianę wartości dolara (o specyficznych przyczynach preceny polskich akcji i notowań ropy w kolejnych rozdziałach). Patrząc szerzej – korelacja miesięcznych (kalendarzowych) stóp zwrotu w ostatnich 25 latach między indeksami MSCI World i MSCI EM, a indeksem dolara (DXY Index) wyniosła odpowiednio -0,46 i -0,51. Jest to solidna ujemna korelacja, a zatem nie powinniśmy być zaskoczeni, że kolejny miesiąc osłabienia dolara (już siódmy w tym roku, wyjątkiem był lipiec) wspierał kontynuację wzrostów na szerokich indeksach akcyjnych.

Za sierpniowym osłabieniem dolara stało kilka czynników. Przede wszystkim z amerykańskiego rynku pracy napłynęły rozczarowujące dane, które wyraźnie zwiększyły szanse obniżki stóp procentowych przez Fed o 25 p.b. we wrześniu (decyzja zapadnie 17 września, a kolejne posiedzenia to 28-29 października i 9-10 grudnia). Obecnie kontrakty wyceniają prawdopodobieństwo takiego ruchu na 98% (źródło: CME Group). Wystąpienie J. Powella podczas sympozjum w Jackson Hole miało 'gołębią' wymowę, co także przyczyniło się do słabości dolara i utrzymuje przekonanie inwestorów o wrześniowej obniżce kosztu pieniądza. Dodatkowo w IV kwartale spodziewane jest wyraźne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w USA, co w połączeniu z nadal utrzymującą się w pobliżu 3% inflacją PCE core kreuje stagflacyjne środowisko, które nie sprzyja dolarowi. W tej układance nie mogło zabraknąć D. Trumpa, który wydał polecenie zwolnienia Lisy Cook ze stanowiska gubernatorki Fed. Wiele osób wskazuje na to, że nie ma to mocy prawnej, dlatego Cook w dalszym ciągu będzie decydować o wysokości stóp procentowych. Decyzja Trumpa pokazuje jednak, że w dalszym ciągu miesza się w to, co dzieje się w Rezerwie Federalnej, co oczywiście podważa niezależność amerykańskiego banku centralnego i powoduje słabość dolara. Patrząc historycznie, przestrzeń do jego dalszego osłabienia jest jeszcze duża i jak widać, nie brakuje argumentów za kontynuacją takiego scenariusza, co jak się wydaje byłoby korzystne dla inwestorów. Początek września przynosi jednak odreagowanie, blisko 1% umocnienie USD oraz lekką korektę notowań akcji. I to też nie może dziwić, ponieważ wrzesień to statystycznie najgorszy miesiąc dla akcji (poniżej tabela obrazująca średnią stopę zwrotu globalnych indeksów akcji w poszczególnych miesiącach za ostatnie 25 lat).



Miesiąc	MSCI World	MSCI EM
styczeń	0,0%	1,0%
luty	-0,3%	0,1%
marzec	0,3%	0,3%
kwiecień	2,1%	2,3%
maj	0,2%	-0,6%
czerwiec	-0,3%	0,0%
lipiec	1,4%	1,0%
sierpień	-0,3%	-0,9%
wrzesień	-1,5%	-1,3%
październik	0,9%	0,6%
listopad	1,8%	1,3%
grudzień	1,1%	2,4%

Adrian Gabzdyl
Doradca Inwestycyjny
Jakub Banaszewski
Doradca Inwestycyjny
Michał Wasilewski

Marek Trembiński, CIIA
Doradca Inwestycyjny
Bartosz Gabryjończyk
Makler Papierów Wartościowych

Źródło wykresów i wyników indeksów: Bloomberg.

Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Polska

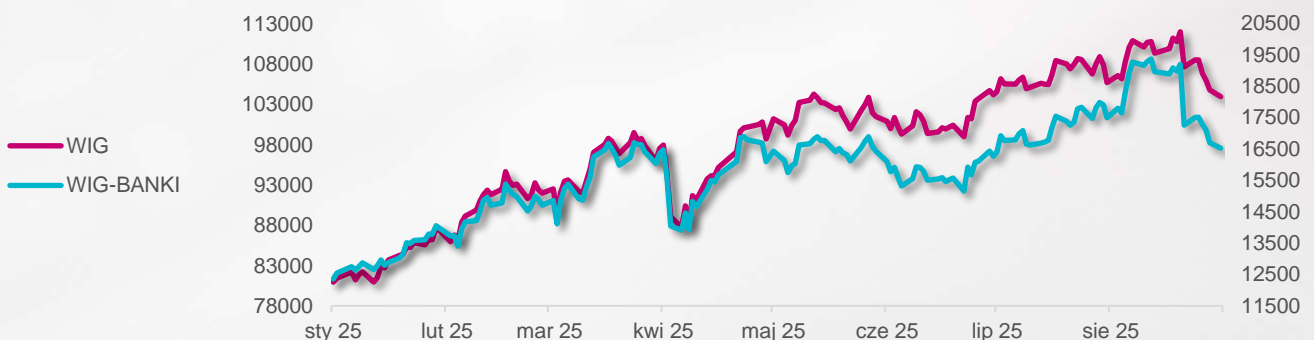
Imponująca seria wzrostów na indeksie WIG została zakończona. W sierpniu główny indeks GPW wygenerował stratę na poziomie 2,9%, notując tym samym pierwszą ujemną stopę zwrotu w ujęciu miesięcznym od listopada 2024 roku. Najmocniej traciły największe spółki, których indeks WIG20 zniżył o 5,3%. Środowisko umiarkowanych wzrostów na globalnych rynkach akcji nakazuje poszukiwania przyczyny korekty w czynnikach wewnętrznych. W tym konkretnym przypadku w czynnikach o charakterze politycznym, o czym w szczególności piszemy poniżej. Ważnym wydarzeniem na krajowym rynku było także kolejne posiedzenie RPP i podjęte decyzje jej członków w zakresie kierunków i parametrów polityki pieniężnej.

Przez większą część minionego miesiąca na polskim rynku akcji obserwowaliśmy wzrosty wartości głównych indeksów. W okolicach połowy sierpnia indeksy WIG i WIG20 kwotowane były blisko poziomów 112 000 i 3 000 pkt, co w obu przypadkach oznaczało solidną (dodatnią) zmianę względem zamknięcia z końca lipca. Opublikowane kilka dni później wiadomości płynące z Ministerstwa Finansów zachwiały rynkiem i wyraźnie zmieniły układ sił pomiędzy kupującymi i sprzedającymi. Zgodnie z oficjalnymi doniesieniami w MF trwają prace legislacyjne nad projektem podwyższającym stawkę podatku dochodowego dla banków. Mowa o podatku CIT, który z obecnych 19% ma wzrosnąć docelowo do 23% od 2028 roku. Projektowane zmiany mają wejść w życie już od 1 stycznia przyszłego roku, co oznacza, że wyższe stawki mają obowiązywać również wcześniej. Zgodnie ze wstępnymi planami ma to być odpowiednio 30% w kolejnym roku i 26% w 2027. Dodatkowe wpływy z podatku CIT mają zasilić budżet państwa o 6,5 mld zł w roku 2026, a w okresie 10 lat łącznie o 20 mld zł, co będzie stanowiło istotny udział sektora bankowego w finansowaniu wydatków budżetowych. Opisane zmiany podatkowe dla banków są znaczne. W procesie

legislacyjnym mogą oczywiście ulec jeszcze zmianie oraz będą podlegały prawie weta ze strony prezydenta. W rozumieniu wielu wyborców zwiększony podatek nakładany na banki może być jednak społecznie akceptowalny, a jego uzasadnienie jako przesunięcie części nadmiarowych zysków do budżetu w środowisku wysokich stóp procentowych popierane. Trzeba zatem założyć, że wprowadzenie zwiększonego podatku w takiej lub zbliżonej formie jest bardzo prawdopodobne, nawet w obliczu politycznych sporów pomiędzy rządem a prezydentem. Podobnie odebrali to inwestorzy. Indeks WIG-Banki dzień po komunikacie przecenił się aż o 10% i nadal pozostaje pod presją podaży. Poniżej przedstawiamy wykres pokazujący zmianę wartości indeksów WIG i WIG-Banki w ostatnich miesiącach, mając na uwadze znaczący wpływ sektora na wartość głównych indeksów GPW.

Po sierpniowej przerwie, w dniach 2-3 września odbyło się kolejne posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej. Dla przypomnienia, w maju i lipcu RPP obniżyło stopy łącznie o 75 p.b., nazywając dokonane cięcia ruchami dostosowawczymi, niebędącymi jeszcze cyklem luzowania. W ciągu dwóch miesięcy od poprzedniego posiedzenia rynek starał się wycenić prawdopodobieństwo kolejnej obniżki we wrześniu. Napływające dane i wydarzenia z polskiego rynku stopniowo te szanse zwiększały, efektem czego konsensus z ostatnich dni zakładał ruch w dół o 25 p.b. Niespodzianki ostatecznie nie było. Rada przychyliła się do oczekiwań rynkowych, ustanawiając nowy poziom stopy referencyjnej na pułapie 4,75%. Po opublikowaniu decyzji rynek zareagował spokojnie. Znaczących ruchów nie można było dostrzec ani na obligacjach, ani krajowej walucie. Obecnie czekamy na konferencję prezesa NBP oraz komentarze poszczególnych członków RPP do podjętej decyzji, co może rzucić więcej światła na przyszłe ruchy w zakresie polityki pieniężnej w Polsce.

Zmiana wartości indeksu WIG-Banki (prawa oś) na tle WIG (lewa oś) (źródło: stooq.pl)



Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Źródło wyników indeksów: Bloomberg

USA

Sierpień dał powody do zadowolenia inwestującym na amerykańskim rynku akcji. Grupujący największe spółki S&P 500 wzrósł o +1,9%, technologiczny Nasdaq Composite +1,6%, a przemysłowy Dow Jones Industrial aż +3,2%. Optymizmem powiało również na rynku długu, co poskutkowało wzrostem indeksu U.S. Aggregate Bond Index o +1,14%.

Miniony miesiąc to mieszanka szczególnie eksponowanej w ostatnim czasie geopolityki, kończącego się sezonu publikacji wyników spółek za 2 kwartał, nadziei na kolejne obniżki stóp procentowych przez Fed i standardowych, cyklicznych danych makroekonomicznych. W centrum uwagi było spotkanie prezydenta USA D. Trumpa i prezydenta Rosji W. Putina, które zakończyło się brakiem konkretnych ustaleń dot. zawieszenia broni w Ukrainie. D. Trump stwierdził po spotkaniu, że kilka ważnych kwestii pozostało nierozwiązanych, przyznał jednak, że przynajmniej przez 2-3 tygodnie nie musi myśleć o nakładaniu sankcji na Rosję. Według doniesień New York Times, D. Trump miał stwierdzić w rozmowie z europejskimi liderami, że szybkie osiągnięcie pokoju jest możliwe, jeśli Ukraina odda Rosji kontrolowaną przez siebie część Donbasu. Kilka dni później podczas spotkania w Białym Domu prezydent D. Trump zasignalizował gotowość USA do zaangażowania się w gwarancje bezpieczeństwa Ukrainy, podobne do art. 5 NATO. Z kolei prezydent Ukrainy, W. Zełenski, oświadczył, że jest gotowy do trójstronnych rozmów z udziałem prezydenta Rosji, W. Putina. Na moment pisania tego artykułu nie widać jednak faktycznych sygnałów mogących przybliżyć nas do osiągnięcia pokoju za naszą wschodnią granicą.

Sierpień to także kontynuacja, jak się wydaje niekończącej się sagi związanej z cłami. Prezydent D. Trump podpisał rozporządzenia ustanawiające nowe cła dla importowanych towarów z ponad 70 państw. Dotychczasową stawkę 10% utrzymały tylko kraje z deficytem w handlu z USA. Według opublikowanego dekretu na większość państw nałożono stawkę 15%, co w większości oznacza niższe cła niż te ogłoszone w kwietniu. Są to w większości kraje, które posiadają niewielką nadwyżkę w handlu z USA oraz te, które uzgodniły warunki porozumienia handlowego, jak m.in. Unia Europejska, Japonia i Korea Płd. W porównaniu do pierwotnego ogłoszenia cel z 2 kwietnia, wyższymi taryfami objęte zostaną m.in. produkty z Kanady, drugiego największego partnera handlowego USA. Wzrosną też cła na import z Turcji (do 15% z 10%) oraz Szwajcarii (do 39% z 31%).

Import z Tajwanu, który mimo starań nie uzgodnił umowy z USA, objęty zostanie 20% cłem (pierwotnie stawka miała wynosić 32%). Spośród państw afrykańskich cłami objętych zostało 20 krajów, przy czym trzy z nich stawką 30% (RPA, Libia, Algieria), a pozostałych siedemnaście – stawką 15%. Meksykowi wydłużono termin na negocjacje o kolejne 90 dni. Wprowadzono także dodatkowe cło w wysokości 25% na towary importowane z Indii w związku z zakupami przez to państwo rosyjskich surowców energetycznych. Nowe cło będzie doliczane do standardowej stawki celnej 25% i wejdzie w życie w ciągu 21 dni. Prezydent USA zapowiedział także wprowadzenie cła 100% na import półprzewodników. Z nowego cła miałyby być zwolnione firmy produkujące w Stanach Zjednoczonych. Jeżeli chodzi o będące w centrum uwagi relacje handlowe na linii USA - Chiny to podpisano rozporządzenie, które przedłuża o kolejne 90 dni obowiązywanie niższych, 30-procentowych cel na produkty z Państwa Środka (stawka 145% pozostaje zawieszona). Ponadto D. Trump zgodził się na eksport do Chin chipów AI NVIDIA i AMD (H20 NVIDIA i MI308, które prezydent USA określił mianem „przestarzałych”) w zamian za wpłatę do amerykańskiego budżetu 15% przychodów z ich sprzedaży.

Wydzwięk danych makroekonomicznych przybliży nas do obniżki stóp procentowych przez Fed, choć odczyt danych inflacyjnych można uznać za mieszany. Z jednej strony CPI (inflacja cen konsumenckich) w lipcu wyniosła 2,7% r/r, choć oczekiwano jej wzrostu do 2,8% r/r, z drugiej zaś inflacja PPI (inflacja producentów) w lipcu wzrosła zdecydowanie silniej od prognoz do 3,3% r/r z 2,4% r/r w czerwcu (dane zrewidowane) przy oczekiwaniach na wzrost do 2,5% r/r. Najistotniejszy w kontekście polityki monetarnej wydaje się być odczyt zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, który wzrósł w lipcu zaledwie o 73 tys. (konsensus: 101 tys.). Raport zaskoczył negatywnie nie tylko niską dynamiką zatrudnienia w lipcu, ale przede wszystkim skalą rewizji w dół wyników dla poprzednich miesięcy. O spowolnieniu gospodarki świadczyć mogą również wskaźniki wyprzedzające koniunktury. Chociaż zarówno PMI, jak i ISM dla usług utrzymują się powyżej kluczowego poziomu 50 pkt oddzielającego wzrost koniunktury od jego spadku, to już ich przemysłowe odpowiedniki są poniżej tej bariery.

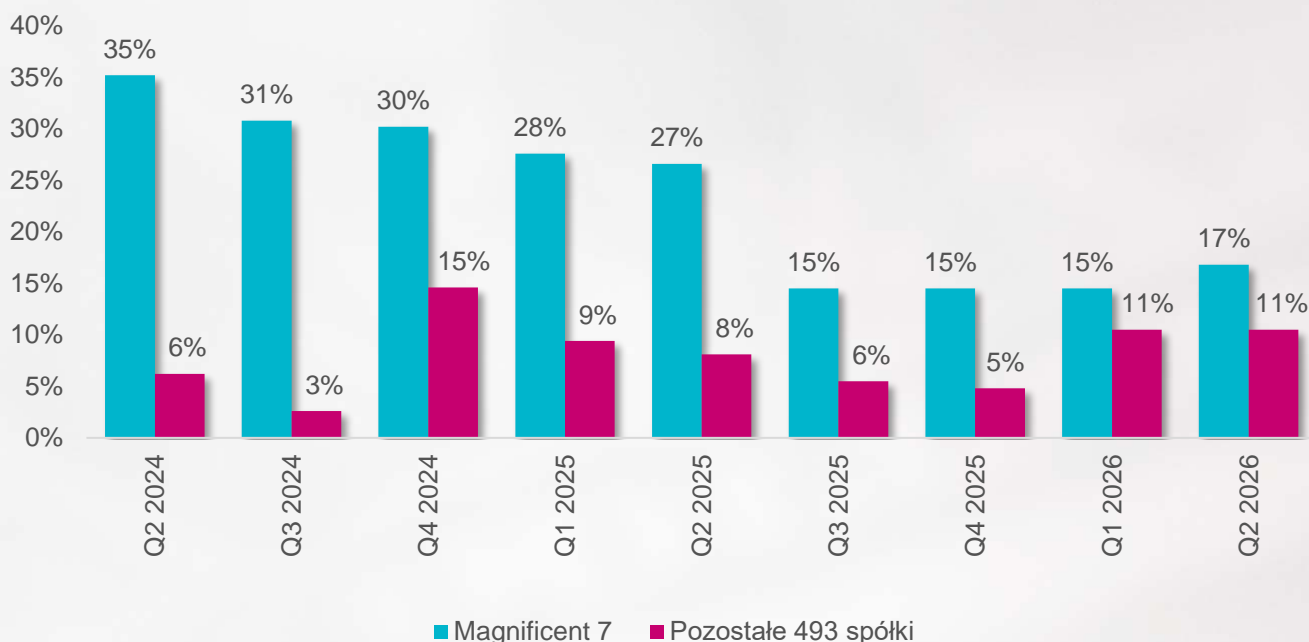
Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Źródło wyników indeksów: Bloomberg

Coroczne wystąpienie J. Powella podczas sympozjum w Jackson Hole miało 'gołębią' wymowę. Przewodniczący FOMC ocenił, że ponieważ polityka Fed znajduje się ciągle w obszarze restrykcyjnym, to zarówno podstawowa prognoza Fed, jak i zmieniająca się równowaga czynników ryzyka mogą uzasadniać dostosowanie polityki Fed. Zasugerował, że rosnące ryzyko dla rynku pracy może uzasadniać obniżkę już we wrześniu (taki scenariusz jest już mocno wyceniany przez rynki finansowe, chociaż szef Fed nie podał konkretnej daty). Aktualnie rynek zakłada blisko 98% prawdopodobieństwo cięcia stóp procentowych przez Fed na najbliższym posiedzeniu 17 września.

Na dzień 29 sierpnia, 98% spółek z indeksu S&P 500 zaraportowało swoje wyniki finansowe. 81% z nich pozytywnie zaskoczyło wysokością zysku na akcję i taki sam odsetek pozytywnie zaskoczył wysokością przychodów. Ogółem dynamika zysku na akcję dla amerykańskich *blue-chips* wyniosła 11,9% r/r i przebiła oczekiwania o 7,7%.

Jeżeli chodzi o tzw. „wspaniałą siódemkę” ("Magnificent 7"), czyli największe spółki technologiczne będące w centrum uwagi inwestorów, ich dynamika zysku na akcję w 2 kwartale wyniosła 26,6% r/r przekraczając tym samym szacunki o 10,5%, czyli bardziej niż szeroki indeks. Patrząc na prognozy za 3 kwartał, aktualnie 46 spółek wskazało negatywne szacunki wyników vs. konsensus, a 52 spółki zasugerowały pozytywne liczby wobec oczekiwań analityków. Na ten moment wycena cena/zysk dla S&P 500 biorąc pod uwagę bieżącą kapitalizację oraz prognozowane zyski w nadchodzących 12 miesiącach (tzw. *forward P/E*) wynosi 22,9x wobec 5-cio i 10-cio letnich średnich na poziomach odpowiednio 19,9x i 18,5x. Retrospektywnie patrząc, tanio nie jest, jednak innowacyjność spółek i dynamiczna rewolucja AI mogą wynieść wyniki po raz kolejny znacznie powyżej oczekiwań analityków i rynku, a to tłumaczyłoby osiąganie przez indeks kolejnych szczytów.

Dynamika EPS r/r dla spółek "Magnificent 7" w relacji do pozostałych 493 spółek z indeksu S&P 500 w ostatnich kwartałach wraz z prognozą na okres Q3 2025 – Q2 2026 (źródło: FactSet)



Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Źródło wyników indeksów: Bloomberg

Europa

Europejskie firmy pozostają w tyle za swoimi amerykańskimi odpowiednikami pod względem zysków za drugi kwartał, a skutki wojny handlowej zdają się frustrować inwestorów, którzy mocno liczyli na ożywienie na rynkach Starego Kontynentu.

Dobiega końca sezon wynikowy spółek wchodzących w skład indeksu Stoxx Europe 600. Oczekuje się, że zyski w drugim kwartale wzrosną o 4,3% w porównaniu z analogicznym okresem rok wcześniej (a bez sektora energetycznego +8,1%). W tym samym czasie przychody spadną o 1,5% (bez sektora energetycznego będzie to jednak wzrost o 0,6%). Jedynie 50,7% firm odnotowało wyniki przekraczające szacunki analityków, które były ostatnio rewidowane w dół. W poprzednich latach szacunki biło średnio 54% spółek. Z kolei przedsiębiorstwa wchodzące w skład indeksu S&P 500 są na dobrej drodze do osiągnięcia średniego wzrostu zysków rok do roku na poziomie 12%, co jest w dużej mierze zasługą dobrych wyników gigantów technologicznych z Doliny Krzemowej i banków z Wall Street. Indeks S&P 500 odnotował jedną z największych pozytywnych niespodzianek w porównaniu z oczekiwaniami od 25 lat – przekroczonej jedynie w okresie pandemii koronawirusa (80% spółek opublikowało wyniki wyższe niż oczekiwane).

Na początku roku akcje europejskie prześcignęły spółki z Wall Street po latach słabych wyników, a zaufanie do akcji amerykańskich zostało zachwiane przez nieprzewidywalną politykę Trumpa. Wielu inwestorów obstawiało, że niemiecki pakiet stymulacji fiskalnej i ogromny wzrost wydatków na obronę w Europie doprowadzą do długotrwałej poprawy na rynkach akcji w regionie. Badanie przeprowadzone przez BofA wśród zarządzających funduszami wykazało, że alokacje w akcje strefy euro wzrosły na początku tego roku do najwyższego poziomu od 2021 roku. Jednak ta przewaga nie trwała długo. Wysokie zyski amerykańskich spółek o dużej kapitalizacji ponownie wpłynęły na wzrosty na giełdach, pomimo cel Trumpa i pogarszających się danych gospodarczych z USA. Słabe wyniki firm w Europie za drugi kwartał potwierdziły rosnące przekonanie, że wzrosty na giełdach w regionie tracą impet.

Podczas gdy indeks S&P 500 wielokrotnie bił nowe rekordy od tzw. dnia wyzwolenia Trumpa, akcje europejskie pozostają praktycznie bez zmian, a indeks Stoxx Europe 600 nie powrócił jeszcze do szczytu z początku marca. Według analityków Citi do końca bieżącego roku, wzrost wartości indeksu Stoxx Europe 600 ma wynieść około 5%.

Prognozowana relacja długu rządowego do PKB poszczególnych krajów europejskich w 2025 i 2026 r.
(źródło: Citi Research)

Kraj / region	2025	2026
strefa euro	87,2%	88,1%
Niemcy	63,9%	65,6%
Francja	116,6%	119,3%
Włochy	137,4%	138,0%
Hiszpania	99,9%	98,7%
Polska	47,4%	50,7%

Choć to akcje często najbardziej elektryzują inwestorów, warto przyrzeć się również rynkowi obligacji. Koszty obsługi długu we Francji zrównują się z kosztami we Włoszech. Inwestorzy przyglądający się rynkom długu publicznego stawiają drugą co do wielkości gospodarkę Unii Europejskiej na równi z krajem, który od lat jest jednym z najbardziej zadłużonych. Konwergencja podważyła długoletnie poglądy na temat pozycji Francji jako jednego z najbezpieczniejszych kredytobiorców w regionie, a Włoch jako jednego z najbardziej ryzykownych (z powodu ogromnego długu rządowego w wysokości około 140% PKB, tabela powyżej).

Premier Francji François Bayrou przedstawił pakiet fiskalny na rok 2026, obejmujący podwyżki podatków i cięcia wydatków o wartości 44 mld euro. Nazwał go „momentem prawdy”, mającym na celu uniknięcie kryzysu zadłużenia podobnego do tego, którego doświadczyła Grecja. Według Eurostatu, relacja długu rządowego do PKB Francji wzrosła w zeszłym roku do 113%. Oczekuje się, że do końca 2026 roku osiągnie aż 119%. Agencja ratingowa Moody's obniżyła rating kredytowy Francji w grudniu. Konkurenci, S&P Global i Fitch, przyznają mu negatywną perspektywę. Jeśli rząd nie zdoła uchwalić budżetu przed upływem terminu wyznaczonego na grudzień, Francja może po raz drugi z rzędu mieć trudności z uchwaleniem budżetu, co pogłębi jedynie istniejące problemy. Urzędujący premier François Bayrou, który stoi na czele mniejszościowego rządu zwrócił się do parlamentu o wotum zaufania, jednak arytmetyka wydaje się nieuchronnie pchać go w stronę dymisji. Rosnące zadłużenie państw strefy euro może doprowadzić do znacznego spadku wartości wyemitowanych obligacji na rynkach (wzrostów rentowności) a tym samym dodatkowo obciążyć będące pod presją wydatków budżety krajów UE.

Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Źródło wyników indeksów: Bloomberg

Rynki wschodzące (EM – z ang. emerging markets)

Sierpień przyniósł kontynuację osłabienia USD i w efekcie kontynuację wzrostu notowań aktywów z rynków rozwijających się. Indeks akcyjny MSCI EM zyskał 1,2%, co było nieco słabszym wynikiem niż 2,5% wzrost indeksu MSCI World (czyli spółek z krajów rozwiniętych), ale w ujęciu od początku roku i ostatnich 12 miesięcy stopy zwrotu to już +17% i +14,4% - w każdym z tych okresów był to wynik nieco lepszy niż MSCI World. Obligacje EM w sierpniu także kontynuowały trend wzrostowy. Indeks długu EM emitowanego w USD zyskał 1,4%, a w walutach lokalnych około 2%.

Chiny

Według badania S&P Global, wskaźnik PMI dla chińskiego sektora przemysłowego wzrósł w sierpniu 2025 r. do 50,5 punktu wobec 49,5 w lipcu. To najlepszy wynik od marca br. i wyraźnie powyżej prognoz ekonomistów, którzy oczekiwali jedynie 49,7 punktu. Przekroczenie granicy 50 punktów oznacza powrót do wzrostu po kilku miesiącach 'recesji'. Ankietowani producenci wskazali na rosnącą liczbę nowych zamówień, szczególnie krajowych. Jednocześnie eksport pozostawał słaby – sierpień przyniósł piątą z rzędu spadek zagranicznych kontraktów.

Zupełnie inny obraz wyłania się z badań Narodowego Biura Statystycznego (NBS). Oficjalny PMI dla przemysłu wyniósł w sierpniu 49,4 punktu wobec 49,3 miesiąc wcześniej, co oznacza piątą miesiąc 'recesji'. Wynik był gorszy od oczekiwań rynku i pokazuje, że fabryki wciąż odczuwają słaby popyt krajowy i presję amerykańskich ceł. Równolegle PMI dla sektora usług i budownictwa utrzymał się powyżej 50 punktów, sygnalizując umiarkowany wzrost (lipcowy PMI od S&P Global dla usług wyniósł 53 pkt, najwyżej od maja 2024 r., ale od NBS to już tylko 50,3 pkt).

Możemy zatem uznać, że te dane są dość niejednoznaczne (zwłaszcza jeśli dodamy dobre dane handlowe w lipcu: eksport +7,2% r/r, import +4,1% r/r, ale słabe dot. inwestycji i sprzedaży detalicznej – tu odpowiednio zaledwie +1,6% i +3,7%). Ma to przełożenie na firmy, które nie radzą sobie najlepiej, zwłaszcza te kontrolowane przez państwo. Chińskie przedsiębiorstwa przemysłowe odnotowały w lipcu spadek zysków po raz trzeci z rzędu. Według danych NBS, zyski chińskich firm przemysłowych w całym okresie styczeń–lipiec obniżyły się o 1,7% r/r. Przedsiębiorstwa państwowe odnotowały spadek zysków o 7,5% w ciągu pierwszych siedmiu miesięcy br. Firmy sektora prywatnego odnotowały natomiast wzrost zysków o 1,8% - taki sam wynik stał się udziałem firm zagranicznych.

Pekin wprowadził szereg środków mających pobudzić konsumpcję, zwiększyć inwestycje infrastrukturalne oraz złagodzić wojnę cenową pomiędzy przedsiębiorstwami. Jak dotąd nie przyniosły one jednak wyraźnej poprawy. W lipcu kredyty netto udzielane przez chińskie banki spadły po raz pierwszy od 20 lat, co podkreśla słabość popytu wewnętrznego i ostrożność konsumentów. Nasiloną konkurencją cenową najmocniej uderzyła w sektor odnawialnych źródeł energii. Najwięksi producenci paneli słonecznych zanotowali w pierwszej połowie roku wyraźny wzrost strat. Problemy nie ominęły też motoryzacji, czyli branży szczególnie narażonej na wojnę cenową. Eskalacja ceł może jeszcze nasilić konkurencję cenową, dlatego kluczowe znaczenie ma teraz pobudzanie popytu wewnętrznego. Statystycy z NBS podkreślają konieczność „większej elastyczności i przewidywalności polityki gospodarczej” wobec niepewności globalnej, słabego popytu krajowego i nierównowagi między podażą a popytem w wybranych sektorach (źródło: Puls Biznesu).

Gospodarki EM mają się w tym i przyszłym roku rozwijać w umiarkowanie dobrym tempie (4% r/r w 2025 i 2026 r.) przy stabilnej inflacji (3% r/r w 2025 i 2026 r. wg Citi Research), a EPS ma wzrosnąć w tym roku według konsensusu o ok. 11%. Jest to prognoza bardzo solidna (żeby nie powiedzieć wymagająca), a warto dodać, że regionalnie tylko w USA spodziewana jest większa dynamika wzrostu EPS w tym roku. Zdaniem Citi, konsensus prognoz zostanie jednak zrewidowany w dół, ponieważ nie uwzględnia jeszcze pełnego wpływu ceł na wyniki spółek i według Citi Research będzie to raczej 7-8% r/r. Nawet przy takiej redukcji, te prognozy wraz z dyskontem wycenowym akcji EM do DM (C/Z 12M dla MSCI EM 13,7 vs. 20,4 dla MSCI World) sprawiają, że umiarkowanie optymistycznie widzimy perspektywy dla akcji spółek z rynków rozwijających się w kolejnych miesiącach. Liczymy na to, że USD będzie kontynuował osłabianie do innych walut. Takie jest też stanowisko strategów Citi FX, którzy co prawda zauważają spadającą korelację indeksu dolara i MSCI EM, ale uważają, że słabnący rynek pracy w USA jednak będzie osłabiał USD, a historycznie jednym z głównych beneficjentów takiego scenariusza były m.in. polskie aktywa. Ewentualny mocny ruch w przeciwną stronę (którego nie można wykluczyć) jest głównym czynnikiem ryzyka dla akcji EM. Zdaniem Citi Research jest jeszcze jeden argument, który wspiera perspektywy dla akcji EM – mają one dość mocną ekspozycję na AI, a firmy giełdowe z taką ekspozycją notują w tym roku lepsze wyniki niż Magnificent 7, mają mieć wyższą dynamikę EPS w całym 2025 i 2026 r., a przy okazji ich zagregowany wskaźnik C/Z (12M) jest o ok. 25% niższy niż dla agregatu Magnificent 7.

Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Źródło wyników indeksów: Bloomberg

Surowce

W sierpniu indeks Bloomberg Commodity Index Total Return wzrósł o blisko 2%, zwiększając zyski w ujęciu YTD do 7,1%. Natomiast węższa miara Bloomberg Commodity Index od początku roku znajduje się na 3% plusie. Różnica między Bloomberg Commodity Index (BCOM), a Bloomberg Commodity Index Total Return polega na tym, że BCOMTR uwzględnia przychody z odsetek z obligacji, co zwiększa całkowity zwrot w porównaniu do samego BCOM, który bazuje wyłącznie na cenach fizycznych surowców, odzwierciedlając tylko zmianę ich wartości.

Surowce energetyczne

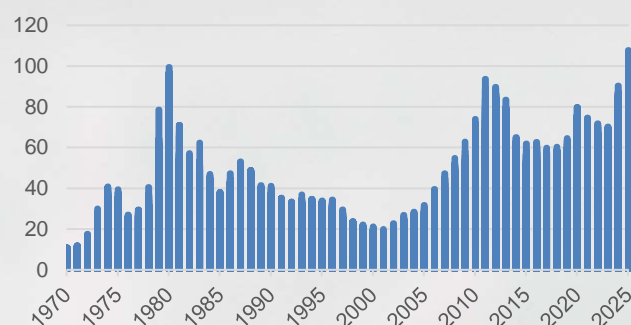
Ropa naftowa w ostatnich dniach odnotowała odbicie w kierunku 65\$ za baryłkę WTI, napędzane zarówno fundamentami, jak i ryzykami geopolitycznymi. W USA zapasy ropy spadły mocniej od prognoz, co było wynikiem rosnącego eksportu i pracy rafinerii na najwyższych poziomach od 2019 r. Równocześnie zmniejsza się prawdopodobieństwo zawarcia pokoju między Rosją a Ukrainą, co ponownie kieruje uwagę inwestorów na możliwość zaostrezenia sankcji wtórnych przez USA wobec importerów rosyjskiej ropy. Szczególnie narażone są Indie, które odpowiadają za około 33% eksportu Rosji – ewentualne ograniczenie zakupów przez ten kraj mogłoby znacząco zaburzyć globalny bilans. Jednocześnie rynek zmaga się z presją wynikającą z dalszego zwiększania wydobycia przez OPEC+ oraz sezonowego spadku popytu na benzynę. Według prognoz EIA nadpodaż w kolejnych kwartałach może sięgnąć 2 mln baryłek dziennie, co sygnalizuje ryzyko spadków cen w średnim terminie.

Na rynku gazu ziemnego amerykańskie kontrakty utrzymują się powyżej 2,9 USD/MMBTU. Popyt pozostaje solidny, jednak rekordowa produkcja (sięgająca blisko 110 bcf/d) prowadzi do dalszych wzrostów zapasów. Stan magazynów przekroczył już 3000 bcf i według prognoz może osiągnąć 3700 bcf do końca sezonu, wyraźnie przewyższając pięcioletnią średnią. Choć ostatnie dane wskazały na wolniejszy przyrost zapasów i wywołały krótkoterminową reakcję wzrostową cen, fundamenty pozostają umiarkowanie 'niedźwiedzie'. W Europie natomiast nastąpiła stabilizacja notowań w rejonie 30-33 EUR/MWh.

Metale szlachetne

Złoto pozostaje w centrum uwagi inwestorów, wspierane przez niepewność polityczną i makroekonomiczną. Próba odwołania przez Donalda Trumpa członkini Fed Lisy Cook budzi obawy o niezależność banku centralnego, co zwiększa atrakcyjność kruszcu jako 'bezpiecznej przystani'.

Liczba godzin pracy w USA potrzebna do zakupu 1 uncji złota (źródło: fred.stlouisfed.org, U.S. BLS)



Dodatkowo dolar osłabił się w sierpniu o około 2,2% (EURUSD przebił poziom 1,17). Banki centralne kontynuują masowe zakupy – prognoza na 2025 rok to blisko 1000 ton, choć World Gold Council szacuje jedynie 800 ton. Wsparciem dla popytu okazują się ETF-y, które zwiększyły zasoby do ponad 92 mln uncji. Katalizatorem wzrostów było także wystromienie krzywej dochodowości w USA – *spread* 2–10 lat sięga blisko 60 p.b., najwyższej od stycznia 2022 r. Tzw. „bull steepener”, czyli spadek rentowności krótkoterminowych obligacji przy stabilnych długoterminowych stopach, obniża koszt alternatywny utrzymywania złota i sprzyja napływowi kapitału do ETF-ów. Warto jednak zaznaczyć, że w relacji do średniej płacy w USA, notowania 'żółtego metalu' znajdują się aktualnie na rekordowo wysokich poziomach. Kupno 1 uncji metalu wymaga ponad 110 godzin pracy.

Z trendu wzrostowego na złocie korzysta również srebro, które na początku września znalazło się powyżej 40 dolarów za uncję, najwyższej od września 2011 roku.

Miedź

Na rynku miedzi po turbulencjach i korekcie amerykańskich kontraktów związanej z zaskakującym nieobjęciem cłami m.in. rafinowanej miedzi (o czym pisaliśmy jeszcze w poprzednim wydaniu Barometru), w sierpniu nastąpiła stabilizacja i umiarkowany wzrost cen. Kontrakty na miedź w USA drożały o blisko 6% na koniec miesiąca. Mniejsze wzrosty z końcem sierpnia notowały londyńskie kontrakty - około 3%. Ciekawie w tym kontekście prezentowały się dane z magazynów London Metal Exchange z początku sierpnia, które po miesiącach spadków zapasów miedzi w wyniku zwiększonego importu do USA, pokazały ich wzrost do 141,85 tys. ton, czyli do najwyższego poziomu od marca. Nadal jednak 51% światowych zapasów tego metalu (246,5 tys. ton) znajduje się w USA, kraju, który odpowiada za zaledwie około 5-6% światowego popytu.

Wyniki indeksów w przeszłości nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Źródło wyników indeksów: Bloomberg

Stopy zwrotu oraz wskaźniki wybranych indeksów (na 29.08.2025)

<u>Akcje</u>	<u>Sierpień</u>	<u>2025 r.</u>	<u>1 rok</u>	<u>C/Z</u>	<u>C/Z (12M)</u>	<u>DY</u>
WIG	-2,9%	31,7%	23,5%	15,7	10,5	4,5%
WIG20	-5,3%	27,5%	15,8%	11,7	9,9	5,0%
mWIG40	-2,6%	27,1%	22,7%	34,2	11,4	3,4%
sWIG80	0,0%	23,9%	19,3%	19,0	13,9	2,6%
S&P 500	1,9%	9,8%	14,4%	24,7	22,9	1,2%
Nasdaq Composite	1,6%	11,1%	21,1%	33,3	28,9	0,6%
Eurostoxx 50	0,6%	9,3%	7,9%	15,9	15,4	3,0%
Stoxx 600	0,7%	8,4%	4,8%	15,5	14,9	3,2%
MSCI Japan	4,3%	8,9%	11,6%	17,3	16,4	2,1%
Hang Seng	1,2%	25,0%	39,4%	11,8	11,9	3,1%
MSCI World	2,5%	12,7%	14,1%	21,8	20,4	1,7%
MSCI Emerging Markets	1,2%	17,0%	14,4%	14,6	13,7	2,5%
MSCI EM LatAm	7,5%	29,5%	7,2%	10,2	10,2	4,9%
MSCI EM Asia	0,8%	16,1%	15,3%	15,5	14,7	2,1%
MSCI EM EMEA	0,0%	36,8%	26,1%	10,3	8,5	3,6%
MSCI Frontier Markets	6,2%	32,3%	30,6%	11,0	10,3	3,5%
<u>Surowce</u>						
Ropa Brent	-6,1%	-8,7%	-13,6%			
Miedź	3,8%	12,2%	9,0%			
Złoto	4,8%	31,4%	37,7%			
Bloomberg Commodity Index TR	1,9%	7,1%	11,8%			
<u>Obligacje</u>						
Amerykańskie - skarbowe	1,1%	4,5%	2,4%			
Polskie - skarbowe	0,3%	6,1%	6,3%			
EM - skarbowe (w USD)	1,4%	7,9%	8,9%			
Globalne - zagregowany	0,5%	3,3%	3,5%			
Globalne - skarbowe	0,3%	2,4%	2,7%			
Globalne korporacyjne - Investment Grade	0,7%	4,7%	4,6%			
Globalne korporacyjne - High Yield	1,1%	6,1%	8,4%			
<u>Waluty</u>						
USDPLN	-2,6%	-11,7%	-5,9%			
EURPLN	-0,3%	-0,4%	-0,4%			
EURUSD	2,4%	12,9%	5,8%			
USDJPY	-2,5%	-6,5%	0,6%			
Dollar Index Spot	-2,2%	-9,9%	-3,9%			

Źródło: Bloomberg

Słownik Terminów

C/Z (12M), leading P/E, P/E (12M)	szacunkowy wskaźnik cena/zysk informujący, ile trzeba zapłacić za jedną jednostkę szacowanego na kolejne 12 miesięcy zysku na jedną akcję spółki obliczany jako iloraz obecnej ceny akcji spółki i prognozowanego przez analityków zysku (konsensus) na wskazany okres (12 miesięcy)
C/Z, trailing P/E, P/E	historyczny wskaźnik cena/zysk informujący, ile jednostek pieniężnych trzeba zapłacić za jedną jednostkę pieniężną zysku z ostatnich 12 miesięcy na jedną akcję spółki obliczany jako iloraz obecnej ceny akcji spółki i zysku na jedną akcję z ostatnich 12 miesięcy
Citi Research	jednostka organizacyjna w podmiotach Grupy Citi zajmująca się analizami i badaniami ekonomicznymi oraz rynkowymi, a także dotyczącymi poszczególnych klas aktywów (akcje, obligacje, towary) i pojedynczych instrumentów finansowych lub grup instrumentów
Developed markets (DM)	kraje rozwinięte, czyli charakteryzujące się relatywnie najwyższym PKB per capita, wykształceniem i standardem życia obywateli oraz najlepiej rozwiniętym systemem prawnym, regulacyjnym i finansowym. Do tego grona najczęściej zaliczane są: USA i Kanada, Europa Zachodnia, Japonia i Australia
Div. yield (DY), Stopa dywidendy	iloraz dywidendy przypadającej na jedną akcję i ceny rynkowej akcji. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym większy dochód w postaci dywidendy z zainwestowanego kapitału uzyskuje akcjonariusz
Długi termin	rozumiany, jako okres powyżej 6 miesięcy
Drawdown	spadek wartości inwestycji od szczytu do dołka w określonym okresie, zwykle podawany jako procent między szczytem, a kolejnym dołkiem
Duration	zmodyfikowany czas trwania obligacji będący miarą wrażliwości obligacji na zmianę rynkowych stóp procentowych. Informuje, o ile powinna zmienić się rentowność obligacji z przypadku zmiany stóp % o 1 p.p.
EBC	Europejski Bank Centralny
Emerging Markets (EM)	kraje zaliczane do grona rozwijających się. Ich cechą wspólną jest niższy poziom PKB per capita od gospodarek rozwiniętych (takich jak USA, Europa Zachodnia, czy Japonia) oraz często szybsze tempo wzrostu gospodarczego. Charakteryzują się również mniej rozwiniętym systemem prawnym, regulacyjnym czy finansowym. Na rynkach finansowych za EM przyjmuje się Azję bez Japonii, Amerykę Łacińską oraz Europę Środkowo-Wschodnią
EPS	skrót od ang. Earnings per share, oznaczający zysk netto przypadający na jedną akcję
Fed	System Rezerwy Federalnej, potocznie Rezerwa Federalna (ang. Federal Reserve System, skrótowo Federal Reserve, potocznie Fed) realizuje zadania banku centralnego Stanów Zjednoczonych
FOMC	skrót od ang. Federal Open Market Committee. Komitet Otwartego Rynku jest organem kształtującym politykę pieniężną Fedu.
Krótki termin	rozumiany jako okres do 3 miesięcy
Obligacje High Yield (HY)	obligacje emitentów o ratingu nieinwestycyjnym, nadanym przez przynajmniej jedną z trzech głównych agencji ratingowych, tj. poniżej BBB- w Standard and Poor, poniżej Baa3 w Moody's oraz poniżej BBB- w Fitch. Z powodu wyższego ryzyka niewypłacalności emitenta, oferują wyższą dochodowość niż obligacje o ratingu inwestycyjnym, a ich notowania często są silnie skorelowane z rynkiem akcji niż obligacji skarbowych
Obligacje Investment Grade (IG)	obligacje emitentów o ratingu inwestycyjnym, nadanym przez jedną z uznanych agencji ratingowych, tj. BBB- i powyżej w Standard and Poor, Baa3 i powyżej w Moody's oraz BBB- i powyżej w Fitch
p.b.	punkt bazowy, czyli jedna setna punktu procentowego = 0,01%
QE	skrót od ang. Quantitative Easing oznaczającego program skupu aktywów, będący formą prowadzenia luźnej ('gołębiej', akomodacyjnej) polityki pieniężnej przez bank centralny
YTD (Year To Date)	zachowanie się ceny danego instrumentu finansowego od początku bieżącego roku do teraz
YTM (Yield to Maturity)	stopa zwrotu w terminie do wykupu określająca rentowność inwestycji w obligacje przy założeniu zatrzymania danej obligacji do terminu zapadalności i reinwestowaniu wypłacanych przez nią płatności kuponowych po YTM

Przed przystąpieniem przez Państwa do analizy materiału przygotowanego przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. informujemy, że:

Niniejszy komentarz został sporządzony przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. (dalej Bank). Sporządzanie i udostępnianie komentarzy rynkowych nie stanowi działalności maklerskiej w rozumieniu art. 69 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał i wszelkie prezentowane w nim dane, informacje, komentarze, opinie i prognozy zostały przygotowane przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. i wydane jedynie w celach informacyjnych. Nie jest to oferta ani zachęta do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Komentarz został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, z zastrzeżeniem, że Bank nie jest uprawniony do oceny wiarygodności lub rzetelności danych, na podstawie których komentarz został sporządzony. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych.

Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

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.

Opinie oraz wnioski zawarte w niniejszym komentarzu ważne są na dzień jego opublikowania. Informacje podane w komentarzach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Komentarze Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta.

Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości.

Klient podejmując decyzję o zakupie lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych powinien wziąć pod uwagę fakt występowania ryzyka, które wiąże się z podjęciem decyzji inwestycyjnej, a w szczególności możliwość zmiany ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem tej decyzji wbrew oczekiwaniom Klienta i w związku z tym nie uzyskania założonych przez Klienta zysków, a nawet utraty zainwestowanego kapitału.

Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy.

Produkty inwestycyjne są dostępne wyłącznie dla posiadaczy rachunku bankowego w Banku.

Produkty ubezpieczeniowe z elementem inwestycyjnym i oszczędnościowym są dostępne wyłącznie dla posiadaczy rachunku bankowego w Banku, a wybrane produkty także dla posiadaczy głównej karty kredytowej Citibank. Nabywane przez Klienta za pośrednictwem Banku produkty ubezpieczeniowe, produkty inwestycyjne, w tym fundusze inwestycyjne, nie są depozytem, zobowiązaniem ani nie są gwarantowane przez Bank, ani żaden z podmiotów zależnych od i powiązanych z Citigroup, z wyłączeniem produktów inwestycyjnych, gdzie emitentem jest Bank albo podmiot powiązany z Citigroup. W przypadku produktów inwestycyjnych ochrona kapitału i/lub gwarancja odsetek, jeśli dotyczy, są zobowiązaniem emitenta produktu inwestycyjnego.

Znajdujące się w ofercie Banku produkty inwestycyjne oraz produkty ubezpieczeniowe nie są gwarantowane przez Skarb Państwa, Bankowy Fundusz Gwarancyjny (z wyjątkiem należności z certyfikatów depozytowych oraz inwestycji dwuwalutowej objętych obowiązkowym systemem gwarantowania środków pieniężnych stosownie do treści ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji), ani jakiegokolwiek inne instytucje rządowe.

Produkty inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym włącznie z możliwością utraty zainwestowanego kapitału. Klient podejmując decyzję o zakupie lub sprzedaży produktu inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego z elementem inwestycyjnym powinien wziąć pod uwagę fakt występowania ryzyka, które wiąże się z podjęciem decyzji inwestycyjnej, a w szczególności możliwości zmiany ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem tej decyzji, wbrew oczekiwaniom Klienta i w związku z tym nieuzyskania założonych przez Klienta zysków.

Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości.

Produkty ubezpieczeniowe z elementem inwestycyjnym są obarczone ryzykiem inwestycyjnym włącznie z możliwością utraty części zainwestowanego kapitału. Wierzytelności z umowy ubezpieczenia są zabezpieczone przez Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny w zakresie określonym przez Ustawę o Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym. Oznacza to, że gdy Ubezpieczyciel stanie się niewypłacalny w przypadkach określonych przez Ustawę o UFG, Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny zaspokoi w części roszczenia osób uprawnionych z Umów ubezpieczenia na życie, w wysokości 50% wierzytelności, do kwoty nie większej niż równowartość 30 000 EUR w złotych.

Dotychczasowe wyniki produktów inwestycyjnych, portfeli inwestycyjnych, indeksów giełdowych, kursów walutowych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, od których zależy rentowność inwestycji, nie stanowią gwarancji ich przyszłych wyników.

Podejmując decyzje inwestycyjne w Banku lub w innej instytucji Klienti powinni wziąć pod uwagę koncentrację aktywów. Koncentracja aktywów oznacza duży udział produktu inwestycyjnego danego podmiotu lub emitenta, bądź danej klasy aktywów w portfelu inwestycyjnym. Nie jest możliwe dokładne wskazanie konkretnego poziomu lub maksymalnego udziału procentowego poszczególnych produktów inwestycyjnych lub klas aktywów odpowiednich dla każdego Klienta. Koncentracja aktywów może generować większe ryzyko niż zdywersyfikowane podejście do instrumentów finansowych i ich emitentów.

Klient powinien dążyć do dywersyfikacji polegającej na odpowiednim zróżnicowaniu portfela instrumentów finansowych celem zmniejszenia globalnego poziomu ryzyka.

Niniejszy 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. Komentarz 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz 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. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości.

Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Autor niniejszego opracowania zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. W niniejszej publikacji, w miejscach gdzie wykresy lub tabele wskazują, że osoba trzecia (strony) jest źródłem, należy pamiętać, że prezentowane za ich pomocą informacje mogą odnosić się do nieprzetworzonych danych otrzymanych od tych podmiotów.

Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów.

Niniejszy materiał odzwierciedla opinie i wiedzę jego autorów na dzień sporządzenia materiału.

Dodatkowych informacji udziela Biuro Doradztwa Inwestycyjnego Banku.

Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.