



ALIOR  
BANK

Biuro Maklerskie

# POWRÓT OPTYMIZMU NA GPW



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE  
Komentarz do wydarzeń rynkowych - listopad 2023 r.

# Lista autorów

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Jakub Szczepaniec**

*Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych*

*Dział Analiz Makroekonomicznych*

## **Marcin Brendota**

*Menedżer ds. Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Arkadiusz Banaś**

*Specjalista ds. Analiz*

## **Tomasz Kolarz**

*Ekspert ds. Data Science*

## **Damian Marciniak**

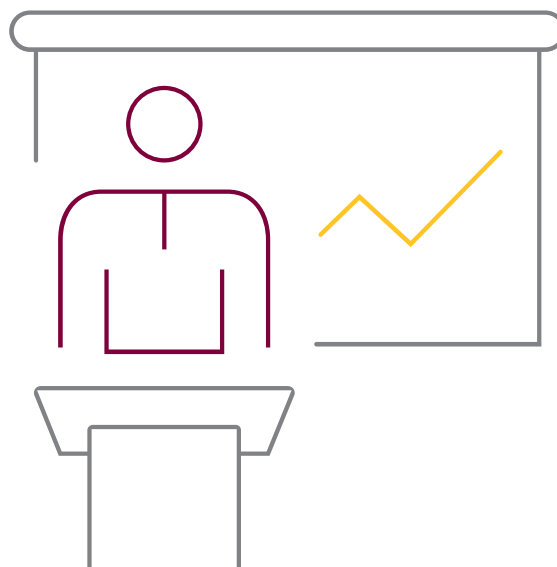
*Dyrektor ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

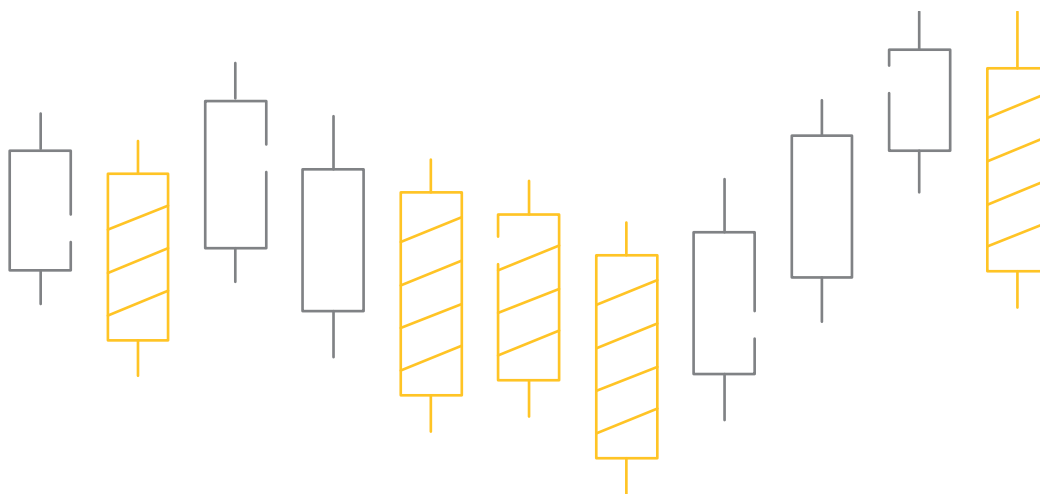
*Makler Papierów Wartościowych*



16 listopada 2023 r.

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska .....	10
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne .....	12
<b>Surowce</b> .....	<b>13</b>
Surowce energetyczne .....	13
Złoto .....	14
Metale przemysłowe .....	14
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	16
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>18</b>



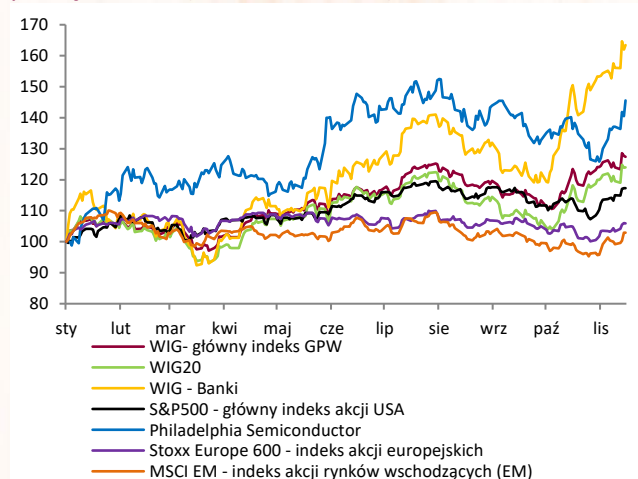
# Wstęp

- Zdecydowanie najważniejszym wydarzeniem ostatnich tygodni z perspektywy polskiego inwestora są **dawno niewidziane w takiej skali wzrosty** na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). W samym październiku, przy spadkach na globalnym rynku akcji o 3,1% i 3,9% na rynkach wschodzących, szeroki indeks krajowego rynku akcji – WIG zyskał 9,5%, a obliczany w dolarze MSCI Poland aż 12,3%!
- W przeważającej mierze diagnozujemy to jako efekt **powyborczego optymizmu zagranicznych inwestorów**, którzy skoncentrowali zakupy głównie na największych spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa oraz bankach. **Optymizm w zdecydowanie mniejszym stopniu był widoczny na akcjach najmniejszych spółek** (gdzie największą rolę cenotwórczą pełnią krajowi inwestorzy). Wzrosty na GPW kontynuowane były także w listopadzie, przy czym w nieco mniejszym stopniu niż na rynkach zagranicznych.
- Globalnie nadal **w centrum uwagi pozostają rentowności obligacji**, zwłaszcza „bezpiecznych” **skarbowych krajów wysoko-rozwiniętych (DM)**. Im wyższe rentowności, tym mniej uzasadnione podejmowanie ryzyka na rynkach akcji.
- Gospodarczo zakładamy, że jeszcze **nie w pełni widoczne są efekty zacieśniania monetarnego** (podwyżek stóp procentowych banków centralnych i spadku podaży pieniądza) w czołowych gospodarkach rozwiniętych. O ile stymulowana wydatkami rządowymi i rosnącym deficytem budżetowym gospodarka amerykańska ma się całkiem dobrze, a jej PKB za III kw. wzrósł aż o 4,9% (w zanalizowanym ujęciu k/k), to już np. gospodarka niemiecka cały czas kuleje- PKB w III kw. spadło tam o 0,8% r/r i 0,1 % k/k.
- Jednocześnie miary inflacji (z których najszerzą jest wskaźnik cen konsumpcyjnych- CPI), mimo iż spadają (kontrybuuje tu jeszcze przeważnie efekt statystyczny wysokiej bazy porównawczej lat poprzednich), to w większości gospodarek są nadal powyżej poziomów optymalnych z punktu

widzenia maksymalizacji długookresowego realnego wzrostu gospodarczego (w większości banków centralnych cel inflacyjny przyjmowany jest w okolicy 2-3 proc.). Biorąc pod uwagę, że rachunek kosztów gospodarczych za obniżanie inflacji jest jeszcze niepełny, **akcje ogółem niedoważamy względem obligacji.**

- Za **najbardziej perspektywiczną klasę obligacji** w średnim terminie (6-12 mies.) nadal uważamy **obligacje skarbowe krajów DM oraz korporacyjne emitentów o wysokim standingu finansowym (IG – Investment Grade)**. Wzrost implikowanych z notowań oczekiwań inflacyjnych do poziomu 2,35-2,55 proc. na najważniejszym wartościowo rynku obligacji inflacyjnych, tj. amerykańskich (w interwałach od 2 do 30 lat) wykorzystaliśmy do wzmocnienia nastawienia do zwykłych długoterminowych obligacji amerykańskich.
- Na **polskim rynku obligacji korzystniejszy profil zysku do ryzyka dostrzegamy w obligacjach zmienno-kuponowych** (mimo zapoczątkowanego cyklu obniżek stóp NBP), w tym emitentów korporacyjnych, ale tylko o najwyższym standingu finansowym.
- **Wśród rynków akcyjnych najlepiej postrzegamy rynek polski i Ameryki Łacińskiej**, najgorzej - amerykański. (zo)

## Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku (2023.01.01=100)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

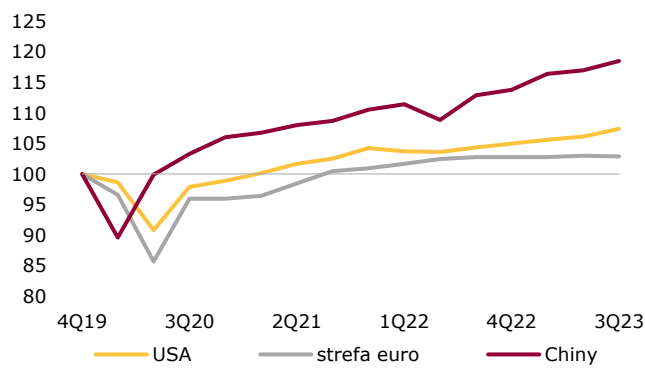
# Opis sytuacji gospodarczej

- EBC, Fed blisko mety
- Chiny ponownie stymulują gospodarkę
- NBP przerywa obniżki stóp

Na przestrzeni ostatnich tygodni publikowane były szacunki PKB za III kw. 2023 r. w głównych globalnych gospodarkach. W USA odnotowany został, pozytywnie zaskakujący, wyraźny wzrost (2,9% r/r, 4,9% k/k w wersji zannualizowanej), w Chinach odczyt (4,9% r/r) też lekko przebił oczekiwania, a w strefie euro postępuje słabnięcie koniunktury (PKB rósł zaledwie o 0,1% r/r), ale nie jest to nic zaskakującego.

**Walka z inflacją w świecie zachodnim trwa, choć wiele wskazuje na to, że minęła już kulminacyjną fazę** i po okresie podwyżek stóp procentowych, największe banki centralne, tj. amerykański Fed i EBC ze strefy euro, mogą przejść do okresu stabilizacji, a następnie ostrożnej redukcji stóp procentowych. Taki jest bazowy (konsensusowy) scenariusz na końcówkę tego i na przyszły rok. Roczna dynamika cen konsumenckich w strefie euro w październiku obniżyła się do 2,9% r/r, a w USA do końca roku powinna zejść w okolice 3% r/r. Pozostaje zatem jeszcze powyżej celu EBC, czy też Fed (2%), ale oddziaływanie wysokich stóp procentowych na inflację jest odsunięte w czasie i dopiero będzie się materializować.

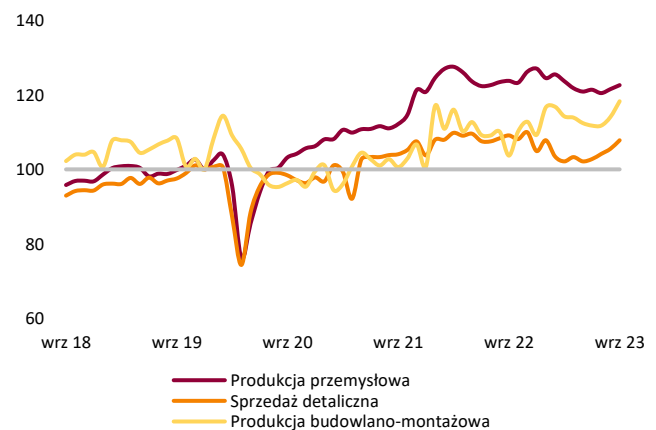
## Poziom PKB w największych gospodarkach (4Q19=100, wyr. sez., ceny stałe)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Poza tym na przełomie 2023 i 2024 r. spodziewane jest osłabienie koniunktury w gospodarkach rozwiniętych, zwłaszcza w USA. Tak sugerują wskaźniki wyprzedzające (ankietowe), konsensusy prognoz analityków (zbierane przez Bloomberg) czy też prognozy samych banków centralnych. Słabszy popyt powinien sprzyjać redukcji inflacji. Jednym z elementów, który natomiast może nieznacznie wesprzeć globalny wzrost, jest trwająca w Chinach stymulacja gospodarki. W październiku tamtejszy rząd ogłosił kolejny w tym roku pakiet, wspierający post-covidowe ożywienie, tym razem o wartości ok. 0,8% PKB. Tym samym poprawiają się perspektywy wzrostu tej drugiej, największej po USA, gospodarki świata. Z kolei Międzynarodowy Fundusz Walutowy w listopadzie podniósł prognozy wzrostu PKB Chin z 5% do 5,4% w 2023 i z 4,2% do 4,6% w 2024 r.

## Polska – produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna i budownictwo (gru'19=100, ceny stałe, wyr. sez.)

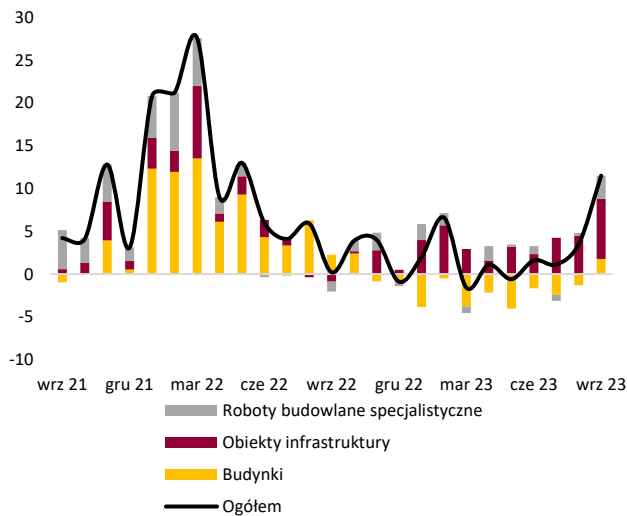


źródło: GUS, opracowanie własne

W polskiej gospodarce ostatnie miesiące stoją pod znakiem ożywienia krajowego konsumenta, któremu sprzyja wyhamowanie wzrostu cen i utrzymująca się względnie dobra sytuacja na rynku pracy. Jednak o ile dynamika popytu krajowego zaczęła się poprawiać, to zagraniczny ma raczej dość mizerne krótkoterminowe perspektywy, co uderza w polskich eksporterów. Poza tym listopad był miesiącem pauzy w obniżkach stóp procentowych NBP, po dwóch z rzędu cięciach o łącznie

100 p.b. we wrześniu i październiku. Tym samym NBP zamarkował możliwość korekty w dotychczasowym podejściu do polityki monetarnej w kierunku bardziej restrykcyjnego nastawienia.

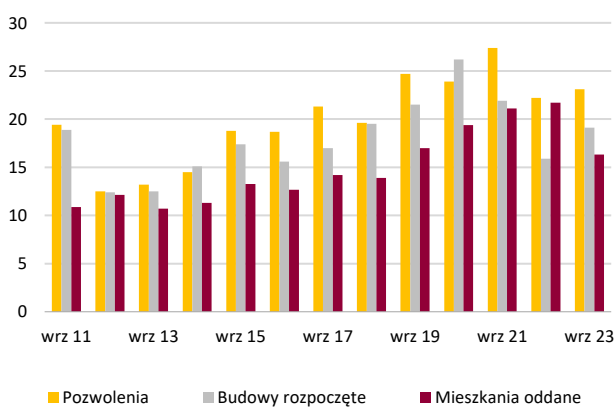
#### Polska – budownictwo (% r/r, realnie) i struktura (p.p.)



źródło: GUS, opracowanie DAM

Odbicie w konsumpcji jest dość wyraźne i obserwowane głównie w miesięcznych danych o sprzedaży detalicznej. Ta we wrześniu spadała najwolniej w tym roku, o 0,3% r/r, a w październiku oczekujemy (DAM Alior), że zaliczyła dodatnią dynamikę r/r. Sektor przemysłowy już zaczyna pozytywnie reagować na wspomniany impuls. Wrzesień był drugim z rzędu miesiącem wyraźnego wzrostu krajowej produkcji w ujęciu m/m po wyrównaniu sezonowym. Sprzyja temu również **dość silny wzrost w krajowym budownictwie**, napędzany głównie wydatkami infrastrukturalnymi, ale także ożywieniem w budownictwie mieszkaniowym.

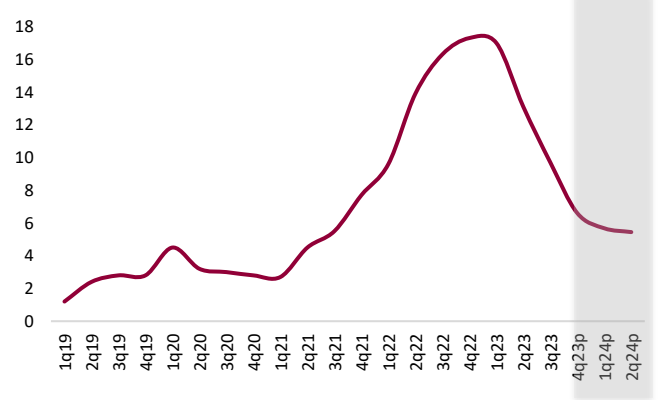
#### Polska – rynek mieszkaniowy (wrzesień, tys.)



źródło: GUS, opracowanie DAM

**Październik był ostatnim miesiącem spektakularnego hamowania inflacji konsumenckiej.** Mierzący ją wskaźnik CPI obniżył się do 6,5% r/r z 8,2% r/r we wrześniu. Wyczerpują się jednak efekty podwyższonej bazy statystycznej z ub. roku, a polska gospodarka wchodzi w okres poprawy krajowego popytu konsumenckiego przy dość silnym rynku pracy. Powyższe czynniki nie będą sprzyjać dalszemu hamowaniu inflacji. Spodziewamy się, że obserwowany ostatnio proces szybkiego spadku wskaźnika CPI w najbliższych miesiącach znacząco spowolni.

#### Polska – inflacja konsumencka CPI (% r/r, średnio w kwartale)



źródło: GUS, opracowanie i prognozy własne DAM

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na pewno dostrzega ten element. Zresztą komunikuje, że okres szybkiego hamowania wzrostu cen jest już za nami. Na konferencji po posiedzeniu 9 listopada jako główny element niepewności dla perspektyw inflacji prezes NBP wskazał wybory parlamentarne i niejasność co do dalszej polityki gospodarczej przyszłego rządu. **W rezultacie RPP postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie**, w tym stopę główną NBP na 5,75%. A. Głapiński (prezes NBP) jednocześnie dał do zrozumienia, że najwcześniejsze ewentualne ruchy na stopach są możliwe dopiero w przyszłym roku, gdy poznamy więcej szczegółów dotyczących kształtu i rozmiaru rządowych wydatków w 2024 r. Niezależnie od argumentacji, wygląda na to, że **RPP robi stopniowy zwrot w kierunku bardziej restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej.** (js)

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

- **Wysokie rentowności obligacji osłabiają atrakcyjność rynku akcji**
- **Dla akcji amerykańskich pojawiają się kolejne rewizje w dół prognoz finansowych**
- **W USA niska (zerowa) premia za ryzyko rynkowe**

Po trzecim z rzędu spadkowym miesiącu, jakim był październik, dla mierzonych indeksem MSCI World akcji globalnych rynków rozwiniętych, **pierwsza połowa listopada przyniosła znaczące odreagowanie**. Sprzyjały temu brak dalszych podwyżek stóp procentowych na ostatnich posiedzeniach najważniejszych banków centralnych, dalsze spadki inflacji oraz umiarkowane poziomy cen surowców energetycznych. Ostatecznie przełożyło się to także **na spadki rentowności długoterminowych obligacji skarbowych** stanowiących główną konkurencję o kapitał względem rynków akcji. Jeszcze w połowie października rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych testowały poziom 5%, najwyższy od 15 lat, by miesiąc później zniżkować do 4,5%. Obligacje o krótszym terminie zapadalności oferują ok. 40-50 pb wyższe rentowności. Dynamika rocznych cen konsumenckich w USA (inflacja CPI) powróciła do poziomu 3,2%, po 3,7% we wrześniu i sierpniu, i wobec 3,3% średniej oczekiwań.

Motorem wzrostów w listopadzie były znów największe amerykańskie spółki technologiczne określane mianem Magnificent 7, sektorowo zaś – spółki IT, w tym producenci półprzewodników.

Średnio i długoterminowo w naszej ocenie **na niekorzyść akcji amerykańskich przemawiają wysokie wyceny przez pryzmat wskaźników P/E**, który zagregowany dla spółek z indeksu S&P500 na koniec października wynosił 20,6x. Dla porównania akcje europejskie (Stoxx Europe 600) na koniec października były wyceniane przy P/E na poziomie 12,7, a akcje rynków wschodzących (MSCI Emerging Markets) przy poziomie 13,2. Jedyną drogą do obniżenia wskaźnika jest albo spadek cen, albo przyrost zysków

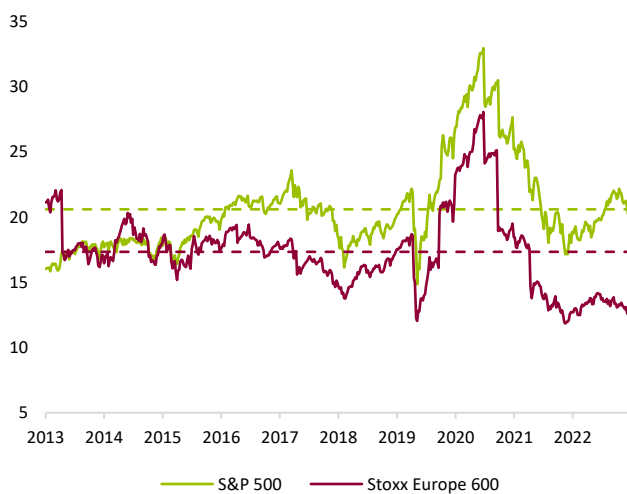
(czyni mianownika we wskaźniku). Niestety w odniesieniu do bieżącego roku jest prognozowany niewielki spadek zysku na akcję zagregowanego dla wszystkich spółek S&P500, a w ostatnich tygodniach prognozy były te jeszcze rewidowane w dół. Jeżeli więc dla zysków przedsiębiorstw tegoroczne perspektywy prezentują się słabo, to jedyną drogą dla obniżenia wycen pozostaje korekta cen akcji. Nawet uwzględniając ambitne prognozy na 2024 r., szacujące ok. 10% wzrost zysku na akcję, to kalkulowany wg tych prognoz wskaźnik P/E wynosi ok. 18x - nadal dużo. Czyli jedyną drogą do przywrócenia wskaźnika do bardziej atrakcyjnych poziomów byłaby spadkowa korekta rynkowych wycen akcji, co zresztą już miało miejsce we okresie sierpień- październik.

Pozostaje pytanie jaki byłby względnie racjonalny poziom tych wycen. Po odwróceniu wskaźnika P/E do postaci E/P zostanie otrzymana tzw. stopa zysku, która jest bardzo zbliżona do wskaźnika ROE, tylko w mianowniku jest kapitał własny wyceniany rynkowo, a nie wg ujęcia bilansowego. Przy P/E na poziomie 20x stopa zysku wynosi 5% i to by oddawało teoretyczny potencjał wzrostu wartości spółki. Jeżeli więc stopa wolna od ryzyka wynosi również 5% to jaki jest sens nabywać aktywa ryzykowne, które nie dają żadnej dodatkowej premii za to ryzyko. Tylko 3%-owa nadwyżka ponad stopę wolną od ryzyka wymagałaby, aby P/E spadł do 12,5x (1/8%), czyli w stosunku do obecnych wycen oznaczałoby przecenę akcji o ponad 35%. Na dziś może się to wydawać mało prawdopodobne, ale **nawet zakładając prognozowany wzrost zysków i równoczesny spadek rentowności obligacji** (czyli zmniejszenie stopy wolnej od ryzyka) i tak rynek akcji amerykańskich wydaje się obecnie mało atrakcyjny. Dlatego też **podtrzymujemy nastawienie zdecydowanie negatywne** względem tej klasy aktywów.

W wymiarze fundamentalnym nie należy również zapominać, że wysokie rynkowe stopy procentowe to także wyższe koszty finansowe przedsiębiorstw, które i tak są pod presją zacieśniania marż operacyjnych. Natomiast

w modelach wycen dochodowych wyższa stopa wolna od ryzyka wpływa na wzrost tzw. stopy dyskontowej, co wpływa niekorzystnie na samą wycenę. W tej chwili w USA trwa sezon publikacji kwartalnych wyników finansowych. Póki co pojawia się więcej pozytywnych zaskoczeń względem prognoz niż rozczarowań. Wysokie dynamiki w ujęciu rocznym notują sektory dóbr wyższego rzędu oraz spółki TMT (technologia, media, telekomunikacja). Natomiast mocne spadki zysków obejmują przede wszystkim spółki surowcowe i ochrony zdrowia, co w tym drugim przypadku można też odnieść do wysokich zysków ubiegłego roku.

### Wskaźnik P/E i 10-letnia średnia



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Jak zostało wspomniane, akcje **europejskie są wyceniane znacznie bardziej atrakcyjnie od akcji amerykańskich**. Wskaźnik P/E dla indeksu Stox Europe 600 wynosi 12,7 co daje tzw. stopę zysku na poziomie ok. 7,9%. Jeżeli rentowności nawet włoskich obligacji (zdecydowanie wyższych od niemieckich i francuskich) wynosiły na koniec października 4,7% to i tak potencjalna dochodowość akcji europejskich jest ok. 3 pp. wyższa, czyli jest pewna premia za ryzyko rynkowe (czego nie można powiedzieć o akcjach amerykańskich). Ale też **trwające obecnie konflikty geopolityczne, ryzyko zacieśnienia marży operacyjnych (presja kosztowa wynagrodzeń, cen energii i surowców) oraz konsekwencji podtrzymanej restrykcyjnej polityki pieniężnej, nakazują wzmoczoną ostrożność, którą wyrażamy w nastawieniu umiarkowanie negatywnym**, czyli nieco lepiej od akcji amerykańskich, ale wciąż poniżej poziomu neutralnego. Również dla spółek europejskich trwa obecnie sezon

publikacji wyników finansowych, niestety obecne publikacje, póki co, wykazują mocno dwucyfrowe spadki licząc r/r.

**Preferowanym przez nas stylem inwestycyjnym w obszarze ekspozycji na akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM) pozostają: *value*** (tj. spółki nisko wyceniane w relacji zarówno do bieżących, jak i oczekiwanych zysków, działające w bardziej tradycyjnych branżach) oraz ***quality*** (spółki mające niskie zadłużenie i wysokie marże). **Nie preferujemy spółek wzrostowych (*growth*)** – zazwyczaj drożej wycenianych dzięki historii stosunkowo szybkiego wzrostu przychodów. Wykazują one jednak większą wrażliwość na poziom stóp procentowych, a ich rynkowe wyceny bazują niekiedy na odległych i w związku z tym, niepewnych projekcjach finansowych. (mb, zo)

## Rynki wschodzące (EM)

- Deweloper budowlany Country Garden ogłasza bankructwo
- Chińskie samochody elektryczne „zalewają” europejski rynek
- Chiny ograniczają eksport grafitu
- Meksyk najważniejszym partnerem handlowym USA

Negatywny sentyment wobec aktywów ryzykownych w październiku nie ominął również rynków wschodzących (EM). Także i tu jednak w pierwszej połowie listopada widzimy spore odbicie notowań, a „lokomotywą pociągową” są akcje spółek z Ameryki Łacińskiej.

Uwarunkowania dla akcji spółek z EM są w części podobne, jak i na DM, tzn. związane z globalną sytuacją gospodarczą i geopolityczną oraz kosztem pieniądza. Podobnie **wysokie rentowności obligacji skarbowych krajów DM podnoszą wymaganą przez inwestorów premię za ryzyko** (skoro „bezpieczne” instrumenty oferują wysoką stopę zwrotu, od „ryzykownych” powinniśmy oczekiwać odpowiednio wyższego zysku), **skutecznie ograniczając napływ kapitału na rynki akcji krajów EM**. Także napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie zwiększają awersję inwestorów do ryzyka, wywołując dodatkowo obawy o możliwość „rozłania się” konfliktu na sąsiednie państwa. Trzecim i w kontekście rynków wschodzących najważniejszym czynnikiem, jest nadal niepewna sytuacja gospodarki Chin.



Opisywane w poprzednich wydaniach Nawigatora problemy chińskiej gospodarki, takie jak słaba konsumpcja, problemy firm inwestycyjnych czy kurczący się bilans handlowy wciąż są aktualne. Pojawił się natomiast dodatkowo **aspekt konfliktu technologicznego, tym razem na linii Chin – Unia Europejska**. Jednym z najprężniej rozwijających się sektorów chińskiego przemysłu jest branża samochodów elektrycznych, a od 2021 roku duża część wyprodukowanych „elektryków” kierowana jest na eksport (w bieżącym roku Chiny eksportują już więcej samochodów niż Niemcy czy Japonia). Tak duża konkurencja zmusiła amerykańską Teslę do solidnych obniżek cen swoich samochodów w Chinach, a chińskie „elektryki” coraz chętniej kupowane są także w państwach Unii Europejskiej, skutecznie odbierając udział w rynku takim firmom, jak choćby niemiecki Volkswagen. **W związku z tym, Komisja Europejska podjęła decyzję o wszczęciu postępowania antysubsydyjnego** (śledztwo mające wyjaśnić, czy wspierani przez chiński rząd producenci aut elektrycznych nie są z góry na uprzywilejowanej pozycji w stosunku do rodzimych firm europejskich), którego efektem może być nałożenie dodatkowych ceł. **W ramach odwetu Chiny zapowiedziały ograniczenie od początku grudnia br. eksportu grafitu – minerału kluczowego w procesie produkcji akumulatorów.** W 2022 roku ChRL była największym producentem grafitu, odpowiadając za (wg różnych źródeł) za od 65 do 75% światowej produkcji tego minerału.

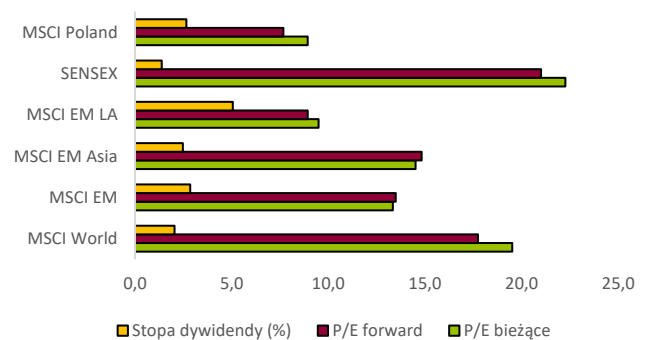
Trudno doszukiwać się poprawy sytuacji na chińskim rynku nieruchomości, który już od przeszło dwóch lat mierzy się z kryzysem. Największy chiński deweloper **Country Garden opublikował niedawno raport finansowy za I półrocze 2023 roku, w którym spółka zanotowała prawie 49 mld juanów straty** (ok. 6,7 mld USD), przy okazji oficjalnie ogłaszając bankructwo. We wrześniu kolejny miesiąc z rzędu spadły ceny nieruchomości (o 0,1%), spadają także dynamiki sprzedaży domów i rozpoczętych budów. **Chińczycy niechętnie zaciągają nowe kredyty hipoteczne, a ewentualne nadwyżki finansowe wolą lokować z dala od rynku nieruchomości.**

Zastój w najważniejszym dla chińskiego PKB sektorze, jakim jest branża deweloperów budowlanych, odbija się również na gospodarkach, wydawałoby się, niezwiązanych z sytuacją Państwa Środka. Słaby popyt w przemyśle przekłada się na spadek zapotrzebowania na

gotowe produkty i surowce, co nie sprzyja opartym na eksporcie gospodarkom innych rynków wschodzących, dla których Chiny są kluczowym (często najważniejszym) partnerem handlowym. Oznaki słabnącego przemysłu w Chinach często pogarszają sentyment rynkowy w takich krajach jak Brazylia, Korea Południowa czy Tajwan.

Za to nieco lepiej wygląda sytuacja w Indiach, które zgodnie z prognozami Międzynarodowego Funduszu Walutowego mają być jedną z najszybciej rozwijających się gospodarek na świecie w 2024 roku (ze wzrostem PKB o 6,3%). Za tak optymistyczne prognozy odpowiada między innymi bardzo dobra sytuacja demograficzna – do 2032 roku w Indiach ma przybyć 96 mln osób w wieku produkcyjnym (w Chinach dla porównania ubędzie ich 31 mln). Do tego rosnące nakłady inwestycyjne i prognozowane we wskaźnikach PMI silne ożywienie w sektorach usługowym i przemysłowym to dodatkowe argumenty za tym, że Indie w szybkim tempie stają się globalną potęgą. **W naszej ocenie nie jest to jednak dobry moment na inwestowanie w indyjskie akcje, które pod względem wskaźnika P/E wyceniane są wyraźnie drożej nawet niż rynki rozwinięte ogółem, oferując przy tym niższą stopę dywidendy.**

**Wyceny P/E i P/E forward oraz stopa dywidendy na poszczególnych rynkach akcji\***



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, \*dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Indie – Sensex, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, aktualne na 15.11.2023 r.

Podsumowując, do akcji rynków wschodzących ogółem, gdzie główną rolę odgrywają gospodarki Chin i Indii, podobnie jak dla akcji DM, **utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie**, z dodatkiem off-benchmarkowej pozycji w akcjach regionu Ameryki Łacińskiej, które z kolei wyceniane są na atrakcyjnych poziomach i oferują wysoką stopę dywidendy. Tamtejszym spółkom będą sprzyjać

m.in. czynniki makroekonomiczne - bank centralny najważniejszej gospodarki regionu, tj. Brazylii rozpoczął już luzowanie polityki monetarnej, a **brazylijskie Ministerstwo Finansów podniosło prognozę wzrostu PKB w 2023 roku z 2,5% do 3,2%**. Na napiętej sytuacji między Chinami i USA zyskuje z kolei **Meksyk, który w tym roku stał się najważniejszym partnerem handlowym Stanów Zjednoczonych** (wartość wymiany handlowej między tymi krajami była większa niż między USA a Chinami czy Kanadą). To, w połączeniu z rosnącymi cenami surowców, powinno wesprzeć oparte na eksporcie gospodarki tego regionu. (ab, zo)

## Polska

- **Polski rynek akcji najsilniejszym na świecie**
- **Bardzo dobre zachowanie szczególnie dużych spółek z GPW**
- **Wyraźne wzrosty oczekiwań na przyszłe wyniki dużych i małych spółek**
- **Polskie akcje nadal tanio wyceniane na tle EM – utrzymujemy neutralne nastawienie**

W październiku główne indeksy GPW wyraźnie odbiły, jednak najmocniej zyskał reprezentujący największe spółki indeks WIG20 (+12,2%). Na jego tle jeszcze lepiej zachowały się spółki, w których Skarb Państwa posiada istotny (bezpośredni/pośredni) lub decydujący udział. Wartość rynkowa wspomnianych spółek wzrosła w październiku o 17%. Nieco mniej wzrósł indeks szerokiego rynku WIG (+9,5%), a podium zamknął indeks średnich spółek mWIG40 (+4,7%), który odrobił wrześnieowy spadek. Mniejsze spółki skupione w indeksie sWIG80, po dwóch poprzednich miesiącach relatywnej siły względem rynku, tym razem zachowały się słabiej, rosnąc o jedynie 0,9%. Sentymen na krajowym rynku akcji był zatem wyraźnie lepszy od globalnego, mierzonego indeksem MSCI All Country, który w październiku ponownie zniżył, tym razem o 3,1%.

Wzrostom kursów głównych indeksów GPW towarzyszyły przeważnie rewizje w górę oczekiwanych 12-miesięcznych zysków. Analitycy **najmocniej podnieśli oczekiwania na zyski spółek z indeksu sWIG80 (+5,2%) oraz WIG20 (+4,8%)**. Z kolei dla indeksu mWIG40 rynek zrewidował w

dół oczekiwane 12-miesięczne zyski aż o 11%, co jednak nie zdołało popsuć sentymentu.

Zagłębiając się na niższy poziom sektorów GPW, w październiku najlepiej zaprezentował się WIG-Banki, który wzrósł aż o 25,3%, a na kolejnych miejscach znalazły się WIG-Paliwa (+12,8%) oraz WIG-Budownictwo (+6%). Dla banków rynek zrewidował w górę oczekiwane wyniki o 5%, a dla paliw o 4,2%. Na drugim biegunie sentymentu rynkowego w minionym miesiącu byli producenci gier, których indeks sektorowy zniżył aż o 16%, przy towarzyszącej rewizji oczekiwanych wyników dla tego sektora jedynie o 2,3%.

Spoglądając na historyczne wartości wskaźników P/E (cena do zysku za ostatnie 12-miesiące), **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 ostatnich lat (6,4x) i jednocześnie obok Turcji (7,2x) są najtańsze w gronie liczących się światowych gospodarek**. Również w podobnym miejscu znajdują się zbiorczo rynki rozwijające Ameryki Łacińskiej (7,5x). W dalszym ciągu na relatywną słabość naszego rynku w dominującym stopniu wpływa wojna w Ukrainie (a także próby wrogich działań ze strony białoruskiego reżimu) i negatywne konsekwencje z tego płynące dla Polski, jako kraju sąsiadującego.

Większość kluczowych sektorów GPW (poza budownictwem i energetyką) utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat historycznego P/E (najtańsze są: paliwa, górnictwo oraz banki). Przez pryzmat tego wskaźnika niezmiennie tanie są również indeksy WIG, WIG20 oraz sWIG80. Z kolei obserwując wskaźnik oczekiwany P/E nisko (w okolicy 10-letnich minimów) prezentują się indeksy: WIG, WIG20, banki, energia oraz paliwa. Utrzymujące się od wielu miesięcy niskie wyceny krajowego rynku są symptomem tego, że inwestorzy oczekują wyższych zwrotów za ryzyko inwestowania w kraju sąsiadującym z wielkoskalową wojną. Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w średnim okresie kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie (gdzie aktualnie żadna ze stron nie posiada wyraźnej przewagi) oraz perspektywy dla krajowej inflacji, która od 9 miesięcy systematycznie spowalnia (w październiku do 6,5% r/r). Kolejnym czynnikiem ryzyka jest konflikt na Bliskim Wschodzie. Jeśli wymknie się on spod kontroli, to mogłoby to negatywnie odbić się na sentymencie na rynkach akcji.

Pomimo znaczących wzrostów w ostatnich kilku tygodniach, utrzymujemy nasze neutralne nastawienie (w horyzoncie 6-12 miesięcy) dla akcji polskich. Do rosnących napływów netto do Pracowniczych Planów Kapitałowych, utrzymujących się niskich wycen polskich akcji, zdrowych fundamentów sektora bankowego, doszedł czynnik w postaci lepszego postrzegania perspektyw polskiego rynku przez szereg zagranicznych

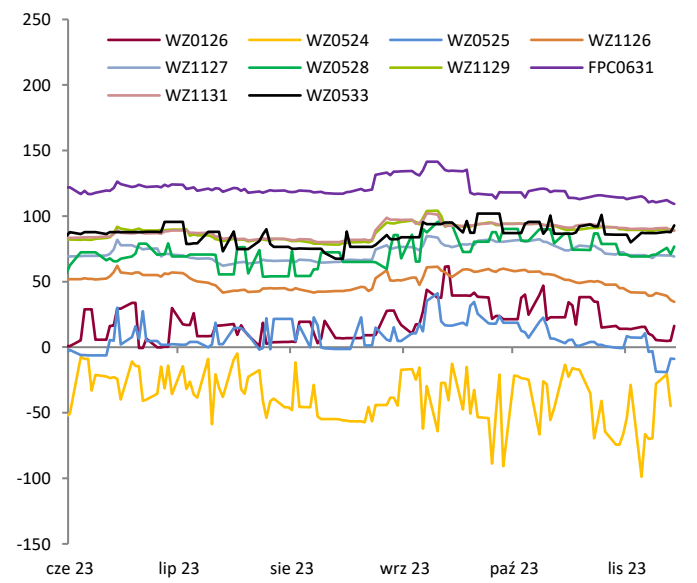
ośrodków inwestycyjnych. W ujęciu geograficznym, relację potencjalnego zysku do ryzyka dla akcji polskich oceniamy (obok akcji z regionu Ameryki Łacińskiej) jako **najbardziej korzystną**, przy czym w podejściu globalnym utrzymujemy preferencję (umiarkowaną) obligacji nad akcjami ogółem. (tk)

## Obligacje

- Dług skarbowy krajów wysoko-rozwiniętych (DM) oraz zagraniczny dług korporacyjny IG najbardziej perspektywicznymi segmentami obligacji
- Wzrosty rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach DM już zaczęły się korygować, co przekłada się na wzrost ich cen
- W kraju utrzymujemy niewielką preferencję dla obligacji zmienno-kuponowych, w tym korporacyjnych, ale tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym nad obligacjami stałokuponowymi

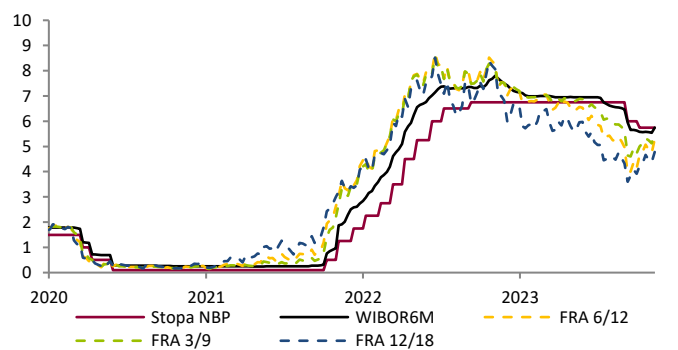
będącej bazą do oprocentowania większości obligacji zmienno-kuponowych, w tym skarbowych WZ.

Marża (p.b.) ponad WIBOR6M z jaką notowane są poszczególne serie skarbowych i quasi-skarbowych (FPC) obligacji zmienno-kuponowych



źródło: Bloomberg, cyfry w nazwie obligacji oznaczają kolejno rok i miesiąc zapadalności, marża 100 pb. oznacza 1 proc. rocznie rentowności powyżej stopy WIBOR6M w terminie do wykupu

Rynek stopy procentowej dla PLN: 6-miesięczna stopa WIBOR, kontrakty terminowe (FRA) na przyszłą stopę procentową rynku międzybankowego oraz stopa NBP (proc.)



źródło: Bloomberg, Bloomberg, FRA x/x+6 oznacza kontrakt na 6-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

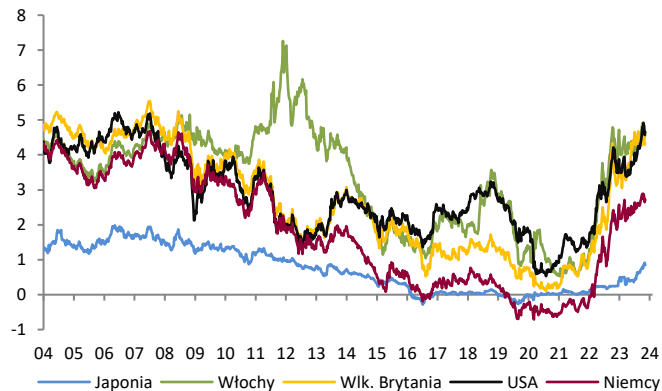
Rada Polityki Pieniężnej na listopadowym posiedzeniu wstrzymała się z kontynuacją obniżek stóp procentowych, co doprowadziło do wzrostu o ok. 20 pb., do 5,78% (dane na 15.11) stopy rynku międzybankowego WIBOR6M,

Doprowadziło to także do podniesienia się kwotowań przyszłych stawek rynku międzybankowego w kontraktach terminowych, przy czym należy zwrócić uwagę, że rynek zakładał zdecydowanie zbyt agresywne, niemające podstaw w fundamentach gospodarczych cięcia stóp.

W bazowym scenariuszu zakładamy daleko idącą stabilizację stóp przez NBP, zwłaszcza, że w aktualnej projekcji samego NBP cel inflacyjny w Polsce osiągnany jest na przełomie 2025 i 2026 roku (dopiero), co uwzględniając

aktualne kwotowania, czyni w naszej ocenie klasę obligacji zmienno-kuponowych godziwie wycenianą.

**Rentowności (proc.) 10-letnich obligacji skarbowych krajów - czołowych emitentów z DM**

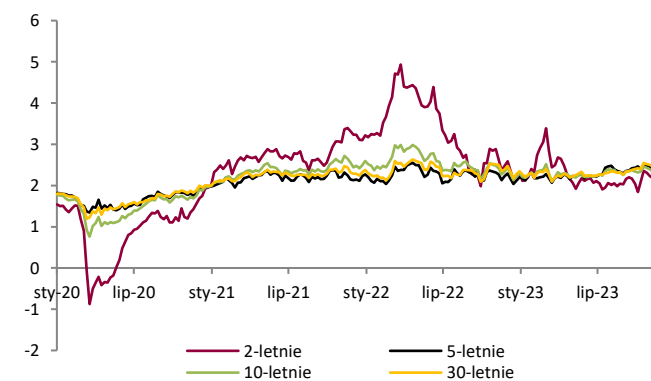


źródło: Bloomberg

Bardzo dużo dzieje się na zagranicznych rynkach obligacji skarbowych. Żaden z banków centralnych krajów G7 nie podwyższył już stóp na listopadowych posiedzeniach; nie ogłosił też definitywnego końca cyklu zacieśniania. W połączeniu z niskimi cenami surowców energetycznych i niższymi odczytami inflacji skutkowało to znaczącym spadkiem rentowności długoterminowych obligacji skarbowych krajów DM.

Uważamy, że w długim terminie nadal mają one potencjał do spadku, jednak nawet gdyby to nie nastąpiło, rentowności obligacji skarbowych w twardych walutach, takich krajów jak USA czy Niemcy, historycznie rzadko były tak wysokie. Co więcej, średnia inflacja w przyszłości ma dużą szansę być niższa od tych rentowności, co oznacza, że obligacje te oferują dodatni realny dochód.

**Implikowane rynkowe oczekiwania inflacyjne w USA – breakevens (proc.)**



źródło: Bloomberg

Wzrost implikowanych z notowań obligacji inflacyjnych, oczekiwań inflacyjnych w USA oceniamy jako zmniejszający atrakcyjność tej niszowej klasy aktywów (sprzyjający do realizacji zysków). (zo)

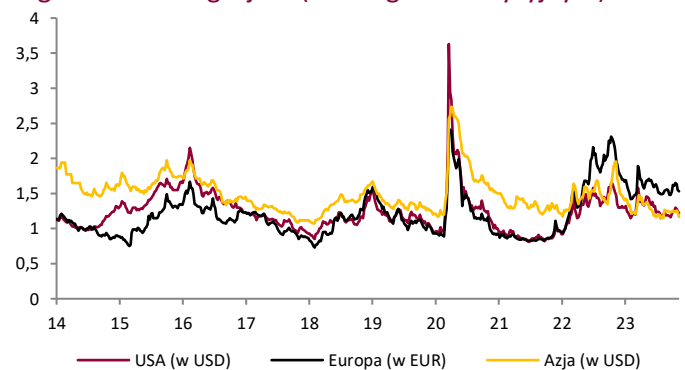
**Zagraniczne korporacyjne**

Podobnie jak i na rynku akcji, po spadku na globalnym rynku długu korporacyjnego w październiku, listopad przyniósł odreagowanie cen. Decydujący wpływ na to miał spadek rentowności na rynkach bazowych – podstawowych rynkach obligacji skarbowych, w USA czy Niemczech, choć spready (premie kredytowe) również w listopadzie skorygowały niewielkie wzrosty z października.

Emitenci korporacyjni z ratingiem IG utrzymują na poziomie zagregowanym stabilne wskaźniki finansowe. Premie kredytowe w okolicy 120 pb. dla emitentów amerykańskich w USD oraz ok. 150 pb. dla emitentów europejskich w EUR uważamy za godziwe i obarczone niskim poziomem ryzyka. Przy aktualnych uwarunkowaniach rynkowych nadal można także uzyskiwać dodatnie punkty swapowe z tytułu hedgingu walutowego do PLN (od 0,5-1,0% względem USD w zależności od okresu i do nawet powyżej 2,0% rocznie dla zabezpieczeń względem euro, dane na 15.11).

Zdecydowanie **nie preferujemy natomiast długu emitentów o niższym ratingu kredytowym bądź bez ratingu (high-yield, HY)**. Segment ten borykał się będzie w najbliższym czasie z trudnościami związanymi z refinansowaniem długu, a ponadto emitenci są z reguły bardziej podatni na efekty spowolnienia gospodarczego. (dm, zo)

**Premie (spready) za ryzyko kredytowe w poszczególnych segmentach obligacji IG (o ratingu inwestycyjnym)**

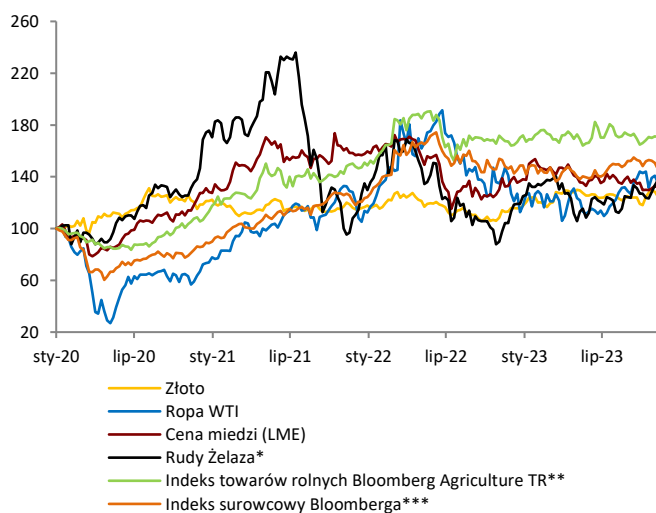


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

# Surowce

- Zaskakująco słabo w sytuacji kryzysu na Bliskim Wschodzie zachowała się ropa, jednak ryzyko szoku naftowego jest wyjątkowo wysokie
- Rajd złota zainicjowany konfliktem, napędzany był głównie zamykaniem krótkich pozycji spekulacyjnych, rzeczywisty popyt jeszcze nie dotarł
- Metale w zawieszeniu – rynek próbuje oszacować ścieżkę „lądowania” globalnej gospodarki

## Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, \* 62% Australia offshore export price, \*\* subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, adzwiercedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD, \*\*\* składa się z 23 notowanych na giełdach surowców i ich pochodnych, surowce energetyczne i towary rolne stanowią po ok. 30%, metale przemysłowe i szlachetne po ok. 17%

Pomimo, że październik obfitował w istotne dla cen surowców wydarzenia, zbiorczy indeks Bloomberg Commodity praktycznie nie uległ zmianie. Rentowność amerykańskich obligacji osiągnęła 20-letnie szczyty, co zwiększyło obawy rynku, że w globalnej koniunkturze coś może się mocniej „popsuć”. Równocześnie Chińczycy próbują coraz intensywniej wspierać kulejącą gospodarkę, co daje nadzieję na zrównoważenie ewentualnego dalszego spadku popytu z gospodarek Zachodu. Najważniejszym natomiast czynnikiem geopolitycznym, który oddziaływał na rynek, był niewątpliwie wybuch

otwartego konfliktu na linii Izrael- Hamas, który może w dowolnej chwili wyskalować do poziomu wojny regionalnej (a może i bardziej). Stał on za spektakularnym rajdem wzrostowym na złocie i spowodował silne rozchwianie cen ropy.

## Surowce energetyczne

Wynik ropy naftowej w październiku, w obliczu konfliktu w pobliżu głównych globalnych źródeł dostaw tego surowca, jest co najmniej zaskakujący. Ceny ropy Brent spadły bowiem o 6%, w okolice 85 dolarów za baryłkę. Warto jednak pamiętać o spektakularnym wzroście cen, jaki miał miejsce od czerwca (z okolic 70 USD). Co więcej w połowie miesiąca, w okresie największego niepokoju, ceny dotarły do poziomu 94 USD, a więc raptem ok. 2 USD poniżej wrześniowych szczytów. Kartel OPEC+ utrzymuje nadal nadzwyczajne cięcia produkcji i pomimo doskonałych wyników produkcji sektora wydobywczego w USA (13,1 mln baryłek dziennie, najwyższy poziom w historii), zapasy paliw na świecie pozostają bardzo niskie - w sektorze przemysłu OECD są o 110 mln baryłek poniżej średniej z ostatnich pięciu lat. Po kilkunastu miesiącach wyprzedzący surowca w celu obniżania cen, do najniższych od początku lat 80-tych poziomów spadły amerykańskie rezerwy strategiczne (obecnie ok. 351 mln bbl). Światowe wydobycie (obecnie ok. 101,6 mln baryłek dziennie), pozostaje od wielu miesięcy niższe od globalnego popytu (wg październikowych danych IEA ok. 101,9 mln bbl). Zgodnie z prognozą Goldman Sachs, deficyt surowca powinien nadal utrzymywać się przez cały rok 2024. Równocześnie w najnowszym raporcie OPEC spodziewa się, że globalny popyt na ropę naftową wzrośnie w ciągu kolejnych dwudziestu lat do 116 milionów baryłek dziennie pomimo transformacji energetycznej, a jego wzrost generowany będzie głównie z azjatyckich gospodarek rozwijających się. **Będące pod presją regulacji ekologicznych i niepewne co do przyszłości sektora wydobywczego w krajach DM duże koncerny wydobywcze nie inwestują natomiast w odpowiednim do tego scenariusza stopniu w wydobycie.** Jedynym w tej sytuacji rozsądnym pomysłem na zwiększanie bazy wydobywczej,

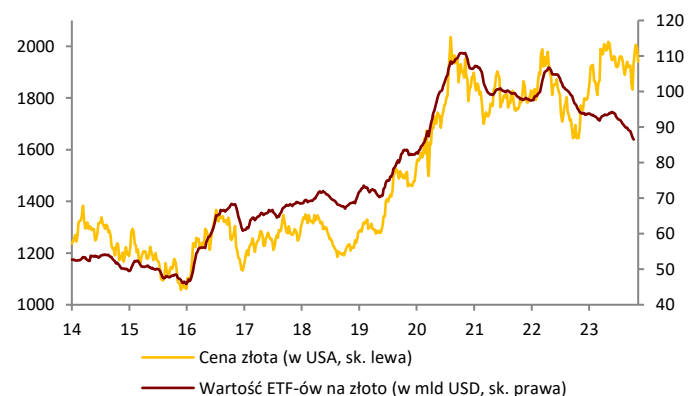
jest przejmowanie konkurentów. I tak Chevron poinformował, że przejmie za 53 mld USD firmę naftową Hess Corporation, z myślą o jej złożach ropy w Północnej Dakocie, u wybrzeży Gujany, w Zatoce Meksykańskiej i w Zatoce Tajlandzkiej. Natomiast Exxon Mobil ogłosił, że kupi za 60 mld USD firmę Pioneer Natural Resources. Wielkie koncerny naftowe stają się jeszcze większe, ale ropy od tego nie przybędzie... **W perspektywie krótkoterminowej kluczowy dla cen jest jednak charakter wyjścia świata z obecnego spowolnienia gospodarczego („soft landing” / „hard landing”), oraz rozwój wydarzeń na Bliskim Wschodzie.** Włączenie się Iranu do konfliktu miałyby dramatyczne skutki dla cen surowca. Po pierwsze pomimo sankcji Iran eksportuje obecnie ok. 700 tys. bbl ropy dziennie, na co Zachód pragnący taniego surowca przymyka oko, a ta podaż znikłaby niemal natychmiast. Co ważniejsze jednak, jest on w stanie skutecznie zablokować przez jakiś czas cieśninę Ormuz, przez którą codziennie przepływa 20 proc. światowych dostaw ropy i 90 proc. eksportu ropy z Zatoki Perskiej. W tej sytuacji ropa mogłaby kosztować równie dobrze 150, jak i 300 USD za baryłkę, a w zachodnich gospodarkach ponownie zawitałaby dwucyfrowa inflacja. **Jednak nawet w bazowym scenariuszu jaki kreśli większość analityków, w którym konflikt nie eskaluje, ze względu na niepokój, bieżący deficyt i niskie zapasy, najprawdopodobniejszy przedział cen w najbliższych miesiącach to 80-100 USD/bbl i podobny pogląd podzielamy także my.**

## Złoto

Katalizatorem wzrostu cen złota był wzrost ryzyka geopolitycznego po niespodziewanym ataku Hamasu na Izrael. Jednak równocześnie warto pamiętać, że czynnik ten trafił na niezwykle podatny grunt. Inwestorzy spekulacyjni, zapatrzeni w wysokie oprocentowanie dolarowych obligacji i przekaz FED-u pod tytułem stopy „higher for longer”, gremialnie obstawiali spadek cen złota. **Krótkie pozycje spekulacyjne na rynku były w momencie ataku największe od ponad roku. Rynek dostał doskonały pretekst do odreagowania i pozycje te były w panice zamykane, co dodatkowo napędzało wzrosty.** **Warto jednak zauważyć, że łączne aktywa w funduszach surowcowych (ETF) opartych na kruszcu nadal spadają.** Zarządzający aktywami, z których wielu handluje złotem za pośrednictwem ETF, nadal koncentrują się na sile amerykańskiej gospodarki, rosnących rentownościach

obligacji i potencjalnym kolejnym opóźnieniu terminu osiągnięcia szczytu stóp procentowych, Wskazując to jako powody, dla których nie warto się angażować. Rynek ETF był zawsze głównym segmentem wyznaczającym kierunek średnioterminowych cen złota. Mając to na uwadze, warto podkreślić, że istnieje ryzyko reakcji na zasadzie "obawy, że coś mnie ominie" (fear of missing out, FOMO), która potencjalnie może zwiększyć dynamikę rajdu i zaprowadzić ceny na ATH (all time high). **W obliczu końca cyklu podwyżek stóp dolarowych, pozostawanie złota w okolicach maksimum historycznych i ewentualne próby ich naruszania pozostają naszym bazowym scenariuszem.**

### Cena złota na tle wartości ETF-ów



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Metale przemysłowe

Na perspektywy zapotrzebowania na metale bazowe negatywnie wpływają wysokie koszty finansowania zapasów, silny dolar i przedłużające się spowolnienie na rynku nieruchomości w Chinach - a to poważna przeszkoda, nawet jeśli inne branże w chińskiej gospodarce (np. samochody elektryczne) odnotowują boom produkcyjny. Miedź taniała w październiku o 2,4%, po danych o niewielkim zwiększeniu zapasów monitorowanych przez giełdy, wskazującego nadpodaż. W połączeniu z osłabieniem juana, krótkoterminowe perspektywy metalu wydają się być słabe. Równocześnie pewne nadzieje daje to, że Pekin dokonał rzadkiej korekty chińskiego budżetu w trakcie roku w celu zwiększenia wydatków na pobudzenie gospodarki. Nowy Plan obejmuje w tym kwartale emisję dodatkowych obligacji skarbowych o wartości 1 bln juanów, a środki te mają być przeznaczone m.in. na pomoc dla budownictwa i w przypadku np. klęsk żywiołowych, co może zauważalnie pobudzić popyt na metale. Długi termin to całkiem inna

historia. Wg najnowszego raportu Międzynarodowej Agencji Energetycznej, osiągnięcie celów klimatycznych będzie wymagało wybudowania lub wymiany 80 mln km linii elektroenergetycznych do 2040 r., czyli ilości równej całej istniejącej sieci globalnej. Natomiast roczne inwestycje w sieci muszą do 2030 r. podwoić się, do ponad 600 mld USD rocznie. Pochłonie to wręcz niewyobrażalne ilości metali. **Tak więc o ile krótkoterminowo można obawiać się o słabszy popyt, to w terminie powyżej roku pojawi się silna presja na wzrost cen większości metali kolorowych, w tym miedzi.**

Podsumowując, rynek surowcowy pozostaje nadal pod dominującym wpływem wysokich stóp procentowych dla dolara. Powodują one ryzyko spowolnienia

gospodarczego, zwiększają koszt finansowy utrzymywania pozycji w surowcach (tak stanów magazynowych, jak i pozycji spekulacyjnych), skutecznie odciągają od złota, które „nie płaci odsetek”. Jednak szczyt „jastrzębiej” polityki na świecie niebawem będzie za nami, a czołowe gospodarki z dużym prawdopodobieństwem zaliczą „miękkie lądowanie”. Otoczenie makroekonomiczne dla surowców powinno w związku z tym poprawiać się. Dodatkowo mamy do czynienia nadal z niskimi stanami magazynowymi, szczególnie ropy, a nagłe zwroty geopolityczne mogą szokowo wpływać na ceny surowców. **Dlatego nasze postrzeganie perspektyw rynku surowcowego pozostaje pozytywne.** (bn)

## Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI (indeks globalny)	USD	-3,1%	-10,0%	-2,8%	8,6%	15,5%	31,4%
MSCI World (DM)	USD	-3,0%	-9,6%	-2,4%	8,7%	20,7%	36,9%
MSCI Emerging Markets (EM)	USD	-3,9%	-12,6%	-6,3%	7,9%	-17,1%	-4,3%
MSCI EM Asia	USD	-4,0%	-12,5%	-6,7%	11,8%	-21,2%	2,4%
MSCI EM Latin America	USD	-5,0%	-14,6%	-1,9%	-2,9%	21,1%	-17,9%
MSCI EM Europe. Middle East & Africa	USD	-2,8%	-10,8%	-5,7%	-1,6%	-0,4%	-9,2%
MSCI Poland	PLN	12,3%	-2,9%	10,7%	37,8%	36,0%	-11,4%
MSCI Frontier Markets	USD	-6,0%	-10,7%	-4,8%	0,6%	-11,4%	-11,6%
S&P500 - USA	USD	-2,2%	-8,6%	0,6%	8,3%	28,3%	54,7%
Russell 2000	USD	-6,9%	-17,0%	-6,0%	-10,0%	8,0%	10,0%
MSCI Europe	EUR	-3,6%	-7,8%	-7,0%	5,4%	28,6%	19,3%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-3,7%	-8,0%	-7,1%	5,2%	26,7%	19,9%
DAX - Niemcy	EUR	-3,7%	-10,0%	-7,0%	11,7%	28,2%	29,4%
CAC40 - Francja	EUR	-3,5%	-8,2%	-8,1%	9,9%	49,9%	35,2%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-4,4%	-6,5%	-2,4%	13,3%	39,8%	1,4%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-1,8%	-6,4%	2,5%	22,5%	54,6%	45,6%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-3,8%	-4,9%	-7,0%	3,2%	31,3%	2,7%
FTSE Nordic 30	SEK	-1,6%	-1,8%	-1,7%	14,1%	45,6%	67,6%
Nikkei - Japonia	JPY	-3,1%	-7,0%	6,9%	11,9%	34,3%	40,8%
TOPIX - Japonia	JPY	-3,0%	-3,0%	9,5%	16,8%	42,7%	36,9%
MSCI China	HKD	-4,4%	-15,2%	-12,7%	18,0%	-45,4%	-20,6%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-3,9%	-14,8%	-14,0%	16,5%	-29,0%	-31,5%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-7,6%	-13,5%	-8,9%	-0,7%	0,5%	12,2%
SENSEX - Indie	INR	-3,0%	-4,0%	4,5%	5,1%	61,2%	85,5%
MSCI Turkey	USD	-13,1%	-3,8%	7,8%	19,5%	69,9%	18,2%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-2,9%	-7,2%	8,3%	-2,5%	20,4%	29,4%
WIG	PLN	9,5%	-0,9%	13,7%	41,9%	62,3%	29,4%
<b>AKCJE - segmenty</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-6,0%	-13,9%	-6,7%	-0,5%	9,4%	14,7%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-2,7%	-9,4%	-2,0%	9,9%	17,3%	34,4%
WIG20	PLN	12,2%	-2,0%	11,8%	39,9%	41,8%	-0,1%
WIG20 total return	PLN	12,2%	0,1%	15,1%	44,1%	54,2%	12,8%
mWIG40	PLN	4,7%	-3,4%	12,3%	35,1%	61,6%	35,3%
sWIG80	PLN	0,9%	-5,0%	-1,4%	25,9%	61,7%	90,1%
<b>AKCJE - sektory</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-4,2%	-8,2%	-8,3%	-3,2%	15,0%	34,9%
MSCI World Energy	USD	-4,4%	-0,9%	0,4%	-1,5%	152,0%	16,0%
MSCI World Financials	USD	-3,7%	-9,6%	-3,7%	2,3%	32,7%	12,9%
MSCI World Metals&Mining	USD	-4,3%	-13,6%	-10,8%	9,2%	19,1%	35,0%
MSCI World Industrials	USD	-4,2%	-12,1%	-4,4%	9,1%	19,1%	29,7%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-4,8%	-12,7%	-1,3%	9,7%	5,6%	40,3%
MSCI World Consumer Staples	USD	-1,8%	-10,1%	-12,2%	-1,2%	5,5%	14,2%
MSCI World IT	USD	-0,9%	-9,5%	6,6%	25,4%	35,6%	113,8%
Nasdaq	USD	-2,8%	-10,4%	5,1%	17,0%	17,8%	75,9%
Nasdaq100	USD	-2,1%	-8,5%	8,8%	26,3%	30,4%	106,8%
Philadelphia Semiconductor	USD	-6,4%	-16,7%	7,4%	34,9%	43,2%	167,5%
S&P Global Clean Energy	USD	-11,3%	-29,1%	-30,6%	-31,5%	-33,6%	59,8%
Eurostoxx Banks	EUR	-3,6%	-5,4%	4,1%	23,2%	101,8%	11,2%
WIG-Games	PLN	-15,9%	-23,3%	-7,1%	-5,2%	-50,6%	42,6%
WIG-Energia	PLN	-0,6%	-10,5%	13,5%	32,3%	70,4%	7,5%
WIG-Banki	PLN	25,3%	8,7%	37,5%	70,0%	203,9%	31,1%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-2,4%	-10,0%	0,5%	17,2%	15,3%	61,9%
MSCI World Value	USD	-3,5%	-9,3%	-5,4%	0,5%	24,6%	11,7%



<b>SUROWCE</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-5,9%	1,3%	9,5%	3,9%	87,6%	32,6%
Miedź	USD	-2,4%	-9,0%	-5,7%	8,1%	19,7%	37,2%
Aluminium	USD	-3,9%	-0,2%	-5,4%	1,1%	21,3%	15,8%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	2,3%	-3,4%	-0,3%	-0,6%	67,7%	66,8%
Rudy żelaza	USD	-1,6%	5,7%	2,4%	28,6%	-1,1%	63,3%
Węgiel koksujący	CNY	-1,6%	31,2%	33,6%			
Złoto	USD	7,3%	1,0%	-0,3%	21,4%	5,6%	63,3%
Srebro	USD	3,0%	-7,7%	-8,8%	19,2%	-3,4%	60,3%
Bloomberg Commodity Index	USD	-0,2%	-2,5%	0,3%	-7,7%	45,6%	25,8%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-1,2%	-5,9%	-7,7%	0,5%	-24,4%	-12,6%
USD Korporacyjne IG	USD	-1,9%	-5,2%	-5,9%	2,8%	-15,5%	4,3%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,4%	-0,3%	0,5%	4,0%	-10,9%	-4,3%
USD azjatyckie IG	USD	-0,9%	-3,1%	-3,4%	5,5%	-9,7%	8,7%
USD Korporacyjne HY	USD	-1,2%	-2,1%	0,0%	6,2%	3,6%	16,2%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-0,3%	0,3%	2,9%	9,2%	3,5%	9,7%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-0,7%	-4,7%	-3,7%	6,5%	-5,5%	6,9%
EM skarbowe w USD	USD	-1,6%	-6,4%	-3,1%	7,1%	-15,6%	-3,6%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,5%	1,3%	4,8%	19,5%	-6,7%	5,8%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	0,0%	-3,8%	-4,0%	7,0%	-9,2%	-6,5%
EUR/PLN	PLN	-3,7%	1,1%	-2,9%	-5,6%	-3,4%	2,5%
CHF/PLN	PLN	-3,3%	0,7%	-0,7%	-3,0%	7,1%	21,4%
USD/PLN	PLN	-3,7%	5,2%	1,2%	-11,8%	6,4%	9,7%
USD/JPY	JPY	1,5%	6,6%	11,3%	2,0%	44,9%	34,3%
Bloomberg USD Index	USD	0,8%	4,8%	4,0%	-4,3%	8,9%	5,4%
MSCI EM Currency Index	USD	0,1%	-1,9%	-1,0%	5,9%	1,0%	5,4%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,2%	-4,0%	-7,0%	-3,6%	-13,4%	-23,5%
Europe REITS	EUR	-2,4%	-9,2%	-10,3%	-5,5%	9,4%	-33,1%
US REIT's	USD	-4,5%	-14,5%	-11,4%	-9,8%	3,9%	-6,4%
<b>USA - Magnificent 7</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-0,3%	-13,0%	0,9%	12,0%	59,7%	225,9%
Amazon	USD	4,7%	-0,4%	26,2%	29,9%	-12,3%	66,6%
Alphabet (Google)	USD	-5,2%	-6,5%	15,6%	31,3%	53,6%	127,5%
Microsoft	USD	7,1%	0,9%	10,5%	47,1%	71,6%	234,1%
Meta Platforms (Facebook)	USD	0,4%	-5,4%	25,4%	223,4%	14,5%	98,5%
Nvidia	USD	-6,3%	-12,7%	47,0%	202,3%	226,2%	680,5%
Tesla	USD	-19,7%	-24,9%	22,2%	-11,7%	55,3%	793,1%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	-2,3%	6,3%	3,2%	6,1%	28,8%	21,5%
Roche	CHF	-6,6%	-13,6%	-16,6%	-27,1%	-13,0%	11,5%
ASML	EUR	1,1%	-13,1%	-1,2%	19,5%	86,5%	293,7%
Nestle	CHF	-5,5%	-8,3%	-14,4%	-7,7%	2,4%	30,6%
Novartis	CHF	-5,0%	-2,1%	-2,1%	14,9%	40,8%	38,1%
Novo Nordisk	DKK	5,1%	24,6%	21,0%	67,4%	245,6%	421,3%
L'Oreal	EUR	0,8%	-6,4%	-8,5%	26,3%	48,5%	113,4%
LVMH	EUR	-5,8%	-20,5%	-22,6%	7,1%	74,7%	169,7%
Astrazeneca	GBp	-7,7%	-7,8%	-12,2%	2,1%	41,7%	95,4%
SAP	EUR	3,7%	2,1%	5,0%	32,7%	45,8%	46,1%
Sanofi	EUR	-15,5%	-11,7%	-11,1%	1,8%	24,1%	31,5%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	1,1%	-5,9%	6,5%	38,6%	30,0%	157,5%
Tencent Holding	HKD	-5,6%	-18,4%	-15,4%	49,2%	-46,1%	19,9%
Alibaba	USD	-4,8%	-19,2%	-2,5%	29,8%	-72,9%	-42,0%
Samsung Electronics	KRW	-2,2%	-3,7%	3,2%	15,2%	28,5%	81,8%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 października 2023 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM - rynki rozwinięte, JPM EMCI - indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG - rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny, \* subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczony w USD

# Ważne informacje

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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