



Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

WZROSTY STÓP PROCENTOWYCH



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

13.39 % +49.39

49.39 34.44 48.29 16.67 88.00

Lista autorów

Zbigniew Obara

Menedżer ds. Analiz

Makler Papierów Wartościowych

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych

Dział Analiz Makroekonomicznych

Marcin Brendota

Ekspert ds. Analiz

Doradca Inwestycyjny

Rafał Komar

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Adam Dudoń

Ekspert ds. Analiz

Doradca Inwestycyjny

Bartłomiej Zalewski

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Marek Libner

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Damian Marciniak

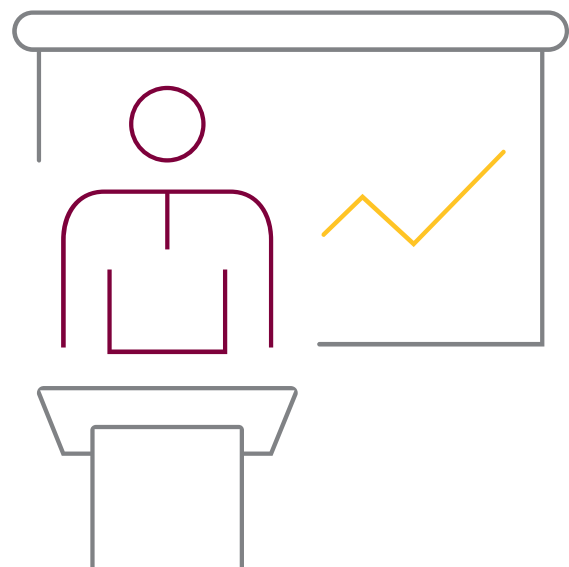
Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

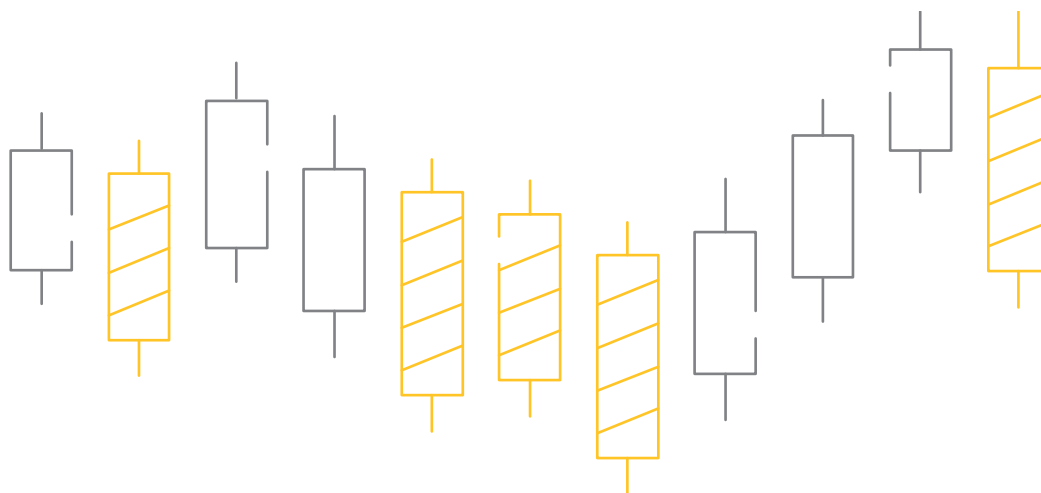
Makler Papierów Wartościowych



17 listopada 2021 r.

Spis treści

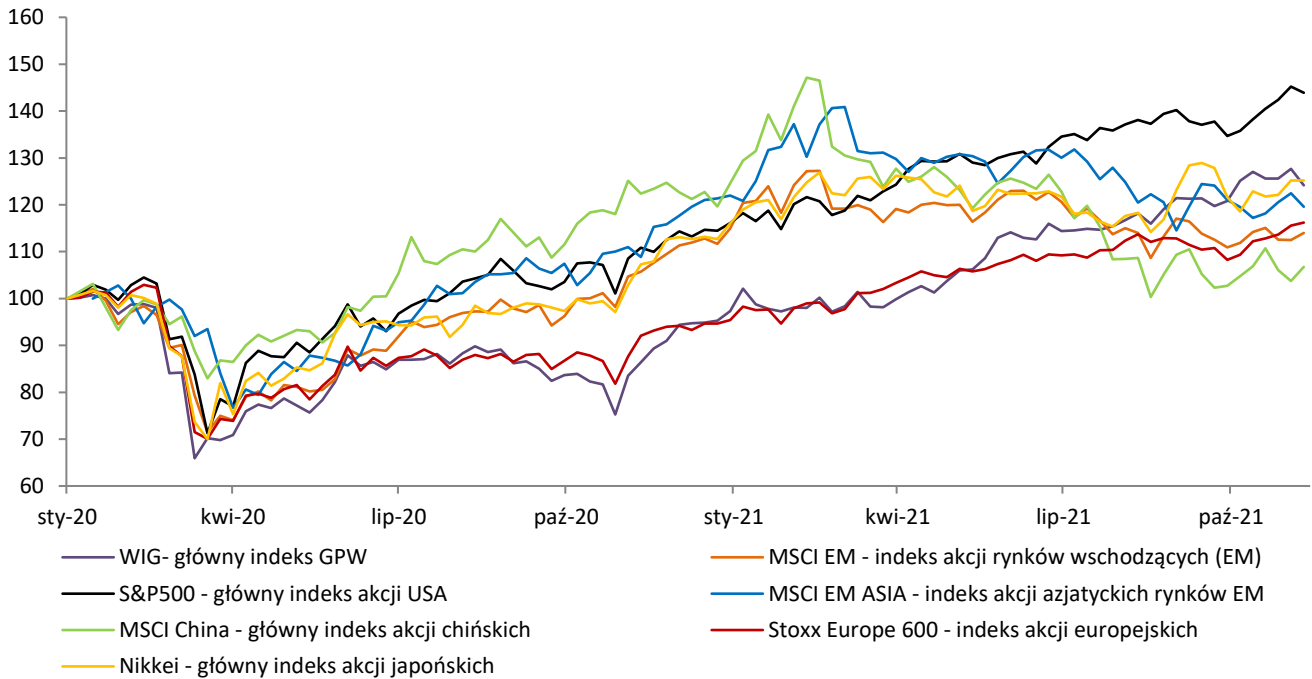
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	8
Rynki rozwinięte (DM).....	8
Japonia	10
Rynki wschodzące (EM).....	11
Polska	12
Obligacje	14
Zagraniczne korporacyjne IG.....	15
Zagraniczne korporacyjne HY	16
Surowce	17
Surowce energetyczne	18
Złoto	19
Metale przemysłowe.....	20
Towary rolne.....	21
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	22
Ważne informacje	24



Wstęp

- Cały szereg czynników ekonomicznych, z których na czoło wysuwa się zbyt długie zwlekanie Rady Polityki Pieniężnej z podwyżkami stóp procentowych, czy chociażby brak wcześniejszej odpowiedniej retoryki na taki ruch rynek przygotowującą, jak i geopolitycznych (wrogie działania Białorusi na granicy, a jednocześnie zaostrenie ingerencji organów europejskich w polski porządek prawny, w tym nieuzasadnione zwlekanie z zatwierdzeniem przez UE Krajowego Planu Odbudowy), przekładają się na bezprecedensowe spadki cen polskich obligacji skarbowych (od początku października do połowy listopada benchmark dla powyższych stracił na wartości aż 6 proc.).
- Na pocieszenie zostaje fakt, że bardzo duża część negatywnego scenariusza rynkowego dla polskiego długu, jak i szerszego spektrum inwestycyjnego funduszy z grupy polskich obligacji skarbowych i uniwersalnych (długoterminowych), miała szansę zostać już odzwierciedlona w cenach. Obecna rentowność zarówno krótko- (2-), jak i długoterminowych (10-letnich) obligacji oscyluje w okolicach 3 proc. (tyle inwestor ma zagwarantowane zysku brutto utrzymując papiery do wykupu) vs. jeszcze niespełna rok temu odpowiednio zerowej i poniżej 1,15 proc. rentowności. Dlatego też, na listopad podnieśliśmy nastawienie do ww. grupy funduszy z umiarkowanie negatywnego do neutralnego.
- W środowisku inflacyjnym, z jakim obecnie mamy do czynienia (w Polsce, w regionie - maksima 20-letnie, w USA 30-letnie) bardzo dobrze dają sobie radę akcje. Główne indeksy akcji na świecie, na czele z amerykańskimi, odrobiły w październiku wrześnieową korektę i ponownie poprawiły swoje maksima, a polski rynek akcji, mierzony indeksem WIG, kontynuował wzrostową passę, będąc najlepszym po rosyjskim RTS indeksem regionalnym na świecie. Bezkonkurencyjny na GPW subindeks sektorowy WIG-Banki, w samym tylko październiku zyskał 22,8% (w listopadzie przyszła kilkuprocentowa korekta), co było efektem dyskontowania przez rynek wzrostu przychodu odsetkowego banków – głównego składnika wyniku finansowego.
- W sytuacji, kiedy mamy do czynienia z szerokim wzrostem cen w gospodarce, to rośnie także wartość majątku oraz obrotów firm. Nie dla wszystkich jednak sektorów emitentów wzrost ogólnego poziomu cen będzie korzystny, tzn. dla niektórych szybciej będą rosły koszty niż przychody i właśnie w związku z powyższym, w bieżącym miesiącu odeszliśmy od dotychczas niewielkiej preferencji dla polskich małych i średnich spółek względem szerokiego rynku polskich akcji (bez zmiany nastawienia do polskich akcji ogółem, które pozostaje neutralne). Zwłaszcza w indeksie sWIG80 znajduje się duży udział spółek przemysłowych, które mogą najmocniej odczuć na marżach presję inflacyjną.
- Bardzo wiele dzieje się na rynku surowcowym. Bijące rekordy ceny węgla w pierwszej połowie listopada mocno się skorygowały (głównie na skutek interwencji Chin), ale absurdy polityki klimatycznej w strefie euro (rezygnacja np. zeroemisyjnej energetyki jądrowej na rzecz emisyjnej energetyki gazowej u naszych zachodnich sąsiadów), w połączeniu z mało wysublimowaną polityką UE względem swego największego dostawcy gazu, tj. Rosji, zbierają żniwa w postaci: 1) wysokich cen gazu, 2) rekordowo niskich stanów magazynowych na początku de facto grzewczego sezonu zimowego.
- Kontynuując wątek stóp procentowych, ich podwyżki są obecnie koniecznością aby uniknąć destabilizacji gospodarek i dość poważnie za ten proces wzięto się większość banków centralnych na rynkach EM: na Węgrzech nastąpiła już 6-ta kolejna podwyżka od czerwca, do poziomu 2,1 proc., w Czechach ostatnio bank centralny zaszokował wszystkich jednorazową podwyżką aż o 1,25 pkt. proc. do 2,75, od marca z 4,25 do 7,5 proc. oraz z 2,0 do 7,75 proc. wzrosły też stopy procentowe banków centralnych odpowiednio Rosji i Brazylii. (zo)

Wybrane indeksy giełdowe – od początku roku (2020.01 =100)

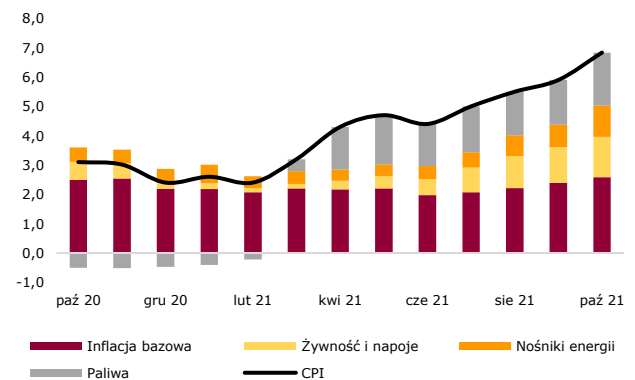


Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

W Polsce w październiku wskaźnik wzrostu cen konsumenckich (CPI) wg pierwszego szacunku GUS skoczył z 5,9% r/r do 6,8% r/r – najwyższego poziomu od ponad 20 lat. Przyspieszenie wynikało głównie z komponentów energetycznych, ale generalnie rzecz biorąc presja cenowa jest obecnie szeroka i regularnie zaskakuje w górę, a najbliższe miesiące raczej przyniosą kontynuację tych tendencji. Z początkiem następnego roku CPI może sięgnąć nawet 8% r/r, przy spodziewanych podwyżkach w obszarze nośników energii (prąd, ciepło, gaz) czy też wzroście akcyzy na tytoń i alkohol.

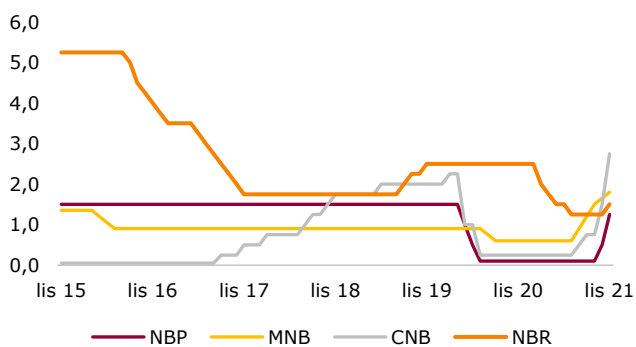
Inflacja konsumencka CPI w Polsce (proc. r/r) i jej kompozycja



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Prognozy CPI zostały istotnie podniesione też w najnowszej projekcji Narodowego Banku Polskiego (NBP). Całoroczna na 2021 r. z 4,2% w poprzedniej projekcji sprzed pół roku do 4,9%, na 2022 z 3,3% do 5,8%, a na 2023 r. z 3,4% do 3,6%. Prognoza została sporządzona przy założeniu głównej stopy procentowej referencyjnej na poziomie 0,5%, czyli sprzed posiedzenia z 3 listopada, na którym to w odpowiedzi na silne przyspieszenie inflacji Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała się na kontynuację zacieśniania polityki monetarnej i podniosła główną stopę o 75 pb. do 1,25%. Jednocześnie na konferencji prasowej po posiedzeniu, prezes NBP A. Głapiński zasugerował, że w kolejnych miesiącach, dopóki CPI nie osiągnie szczytu, bardziej prawdopodobna jest kontynuacja cyklu podwyżek.

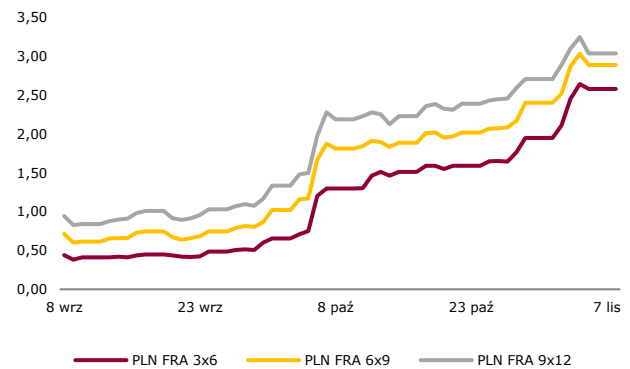
Stopy procentowe banków centralnych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (proc., NBP – Polska, MNB – Węgry, CNB – Czechy, NBR - Rumunia)



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Głęboka zmiana nastawienia RPP na bardziej proaktywne została wyrażona już nie tylko decyzjami, ale również znalazła odzwierciedlenie w komunikacji. Obecnie najbardziej prawdopodobna jest kontynuacja szybkich podwyżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach; (prognozy własne Alior Banku to 1,75% głównej stopy procentowej po następnym grudniowym posiedzeniu, 2,0% w I kw. '22 i do 2,5% do końca 2022 r.). Rynek międzybankowy natomiast poprzez kwotowania kontraktów terminowych na przyszłą stopę procentową (FRA) wycenia jeszcze bardziej agresywny cykl, ze stopą bazową w okolicy 2,5% z końcem I kw. 2022 i ok. 3% z końcem 2022 r.

Notowania kontraktów terminowych na przyszłą stopę procentową rynku międzybankowego (proc.)



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

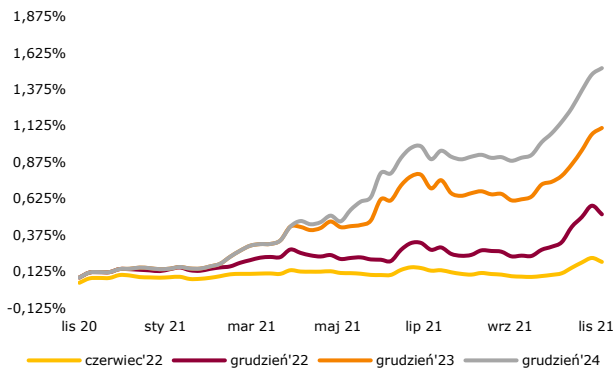
Podwyżki stóp procentowych powinny schłodzić koniunkturę w Polsce, a co za tym idzie również inflację. Wyższy koszt pieniądza zredukuje popyt konsumpcyjny, jak i inwestycyjny najmocniej w II poł. 2022 oraz I poł. 2023. Jednocześnie istotnie wzrosła szansa na obniżenie inflacji CPI poniżej 3,5% (górne odchylenie od celu inflacyjnego NBP), ale dopiero już w 2023 r.

Pomimo również tylko nieco mniejszej dynamiki inflacji niż w Polsce, ale także w okolicach 20-letnich maksimów, o wzroście podwyżek stóp procentowych, nie ma na razie mowy ani w USA, a nie w Europie Zachodniej. W USA, pomimo narastających wątpliwości co do przywiązania wiarygodności amerykańskiej Rezerwy Federalnej (Fed) do komunikowanego celu inflacyjnego na poziomie (2%) w długim terminie, po listopadowym posiedzeniu FOMC (Federal Open Market Committee - odpowiednik krajowej Rady Polityki Pieniężnej), prezes Fed J. Powell w umiarkowany sposób mitygował co bardziej agresywne zakłady o silną i szybką reakcję na wysokie odczyty inflacji. Skup aktywów (QE) został co prawda ograniczony zgodnie z oczekiwaniami o 15 mld USD/m-c do 105 mld USD m-c (proporcjonalnie dla obligacji skarbowych - Treasuries oraz obligacji hipotecznych MBS, odpowiednio 10 i 5 mld USD), ale jednocześnie Powell starał się dać do zrozumienia, że stopy procentowe nie będą podwyższane wcześniej aniżeli zgodnie z zarysowanym we wrześniu scenariuszem, tj. dopiero na przełomie '22 i '23.

Tym niemniej wydaje się, że pewna korekta w tym zakresie (tzn. zapowiedź wcześniejszych podwyżek) jest prawdopodobna w grudniu. W górę zapewne zostanie

podniesiona najnowsza prognoza inflacji na '22, co może przekonać część członków FOMC do szybszej normalizacji polityki.

Notowania kontraktów terminowych na stopę procentową Fed w USA



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

W strefie euro inflacja również zaczyna być coraz „gorętszym” tematem. Zharmonizowany w oparciu o uśredniony koszyk inflacyjny dla krajów członkowskich wskaźnik inflacji cen konsumenckich (HICP) w październiku skoczył z 3,4% r/r do 4,1% r/r – poziomu nie widzianego od 2008 r. Motorem napędowym były jednak głównie ceny energii (23,5% r/r), co wciąż

stanowi dla Europejskiego Banku Centralnego (EBC) argument za podażowym, czyli będącym poza kontrolą banku centralnego, charakterem wzrostu cen. W komentarzach po listopadowym posiedzeniu, członkowie EBC bezpośrednio i dość jednomyślnie mówili o braku możliwości podwyżek stóp w 2022 r. Niewątpliwie jednak EBC, spośród głównych banków centralnych (nie licząc japońskiego BoJ), ma najwięcej argumentów, aby trwać przy akomodacyjnej polityce monetarnej. Wiele lat deflacyjnych tendencji raczej solidnie zakotwiczyło oczekiwania inflacyjne, zatrudnienie na rynku pracy pozostaje niepełne, zwłaszcza na Południu Europy, a teza o przejściowości (mimo, że ten proces się wydłuża) i podażowym charakterze inflacji wydaje się najbardziej uprawniona właśnie w przypadku strefy euro. Do tego EBC musi mieć na uwadze ryzyko wystrzału kosztów obsługi długów krajów, takich jak Portugalia, Włochy, Grecja, Hiszpania, z jakim wiązałoby się odejście od akomodacyjnej polityki monetarnej.

O ile w przypadku Fed szanse na zaostrzenie kursu odchodzenia od luźnej polityki monetarnej prędeziej czy później wydają się spore, to EBC raczej pozostanie na dotychczasowej trajektorii. (js)

Prognozy danych gospodarczych

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wzrost gospodarczy						
PKB (realnie, %, r/r)	5,4	4,7	-2,5	5,0	4,9	4,5
Inwestycje (realnie, %, r/r)	9,4	6,1	-9,6	7,8	9,1	8,2
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	4,3	4,0	-3,0	5,8	5,1	4,1
Ceny i płace						
Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r)	1,1	3,4	2,4	7,2	3,8	3,5
Inflacja CPI - średnio (% r/r)	1,7	2,3	3,4	4,9	5,9	3,3
Płace nominalne w sektorze przedsiębiorstw - średnio (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,0	6,8	6,7
Rynek pracy						
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,8	5,2	6,2	5,7	5,5	5,2
Bezrobocie - średnio (%)	6,1	5,4	5,9	6,0	5,5	5,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw - średnio (% r/r)	3,5	2,7	-1,1	0,4	1,6	1,2
Kurs walutowy						
Kurs EUR do USD - koniec okresu	1,15	1,12	1,22	1,17	1,16	1,15
Kurs PLN do EUR - koniec okresu	4,29	4,26	4,55	4,56	4,45	4,34
Kurs PLN do USD - koniec okresu	3,74	3,79	3,73	3,90	3,83	3,77
Stopy procentowe						
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	1,50	1,50	0,10	1,75	2,50	2,50
Rentowność 2-letnich obligacji - koniec roku (%)	1,35	1,49	0,08	2,70	2,54	2,53
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	2,83	2,13	1,21	3,00	3,50	3,53

źródło: Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Banku. aktualne na dzień 8.11.2021 r.

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

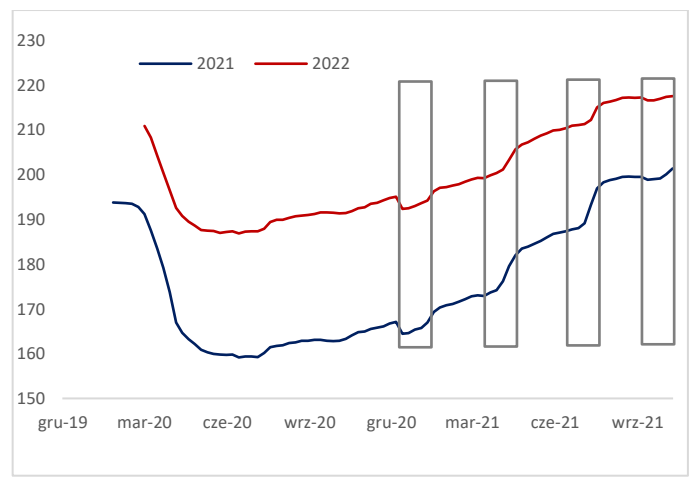
W październiku po miesiącu przerwy nastąpił powrót optymizmu inwestorów, a główne indeksy rynków akcji amerykańskich i zachodnioeuropejskich zyskiwały na wartości odpowiednio o 6,9% (S&P 500) oraz 4,6% (Stoxx Europe 600). Słabszy miesiąc notowały akcje japońskie (indeks Topix -1,4%), ale też we wrześniu wbrew innym rynkom notowały pokaźną zwyżkę o 3,5%. Ogólny indeks akcji rynków rozwiniętych MSCI World wzrósł w październiku o 5,6%. Lepsze zachowanie (tzn. wyższą stopę zwrotu) notowały akcje spółek *growth* - wysoko wycenianych, ale o średniorocznie wyższych historycznych i prognozowanych dynamikach przychodów i/lub zysków, które rosły w tempie 6,7%, vs. 4,4% wzrostu spółek zaliczanych do segmentu *value* (wyceniane atrakcyjniej tj. niżej w relacji do bieżących wyników finansowych, ale też nieoferujących wysokich dynamik ich wzrostu w przyszłości). Głównym źródłem poprawy nastrojów był rozpoczynający sezon publikacji wyników finansowych za III kw. '21, które po raz kolejny pobiły na poziomie zagregowanym wcześniejsze konsensusy prognoz.

Tradycyjnie najszybciej sezon publikacji wyników finansowych przebiega w USA, gdzie na dzień 4 listopada raporty opublikowało już 4/5 spółek. W tej grupie ponad 80% pobiło wcześniejsze szacunki rynkowe po stronie zysków, a 2/3 po stronie przychodów. Matematycznie wynika z tego, że rynek nie doszacował rentowności spółek. Zagregowany zysk na akcję (EPS) indeksu S&P500 dla już dokonanych publikacji jest ok. 10% wyższy od prognoz i ok. 40% wyższy licząc r/r. Wynik jest również znacząco wyższy (+25%) względem III kw. 2019 r., co dowodzi, że wysoka dynamika nie jest wyłącznie dziełem niskiej bazy porównawczej, ale ogólnie sprzyjającej spółkom obecnie koniunkturze. Aktualne konsensusy prognoz przewidują dla spółek amerykańskich wzrost zagregowanego zysku w całym 2021 r. o 40% r/r i o dalsze blisko 8% w przyszłym roku – 2022.

Oprócz wysokich dynamik historycznych oraz optymistycznych konsensusach prognoz, uwagę zwraca jednak fakt, że o ile w poprzednich sezonach publikacji

wyników, w pierwszym miesiącu po zakończeniu danego kwartału były dokonywane istotne rewizje w górę prognoz zysków na kolejne okresy, o tyle teraz ten proces jest słabiej widoczny. Jest to o tyle ważne, że w poprzednich kwartałach to właśnie dobre prognozy wyników z tendencją do ich podciągania w górę stanowiły pożywkę dla wzrostu cen akcji oraz uzasadniały coraz wyższe mnożniki wycen. W sytuacji, kiedy bieżące prognozy uwzględnione w cenach pozostają na niezmiennym poziomie, relatywna atrakcyjność amerykańskich akcji w oparciu czy to o wskaźnik P/E (cena/zysk) bieżący (w oparciu o wynik 4 ostatnich kwartałów) czy P/E forward (na podstawie konsensusu prognoz na najbliższe 4 kwartały) względem pozostałych rynków rozwiniętych, np. akcji europejskich lub japońskich, zaczyna maleć. Na poniższym wykresie zostały zaznaczone okresy pierwszych tygodni po zakończeniu danego kwartału.

Ewolucja rynkowych konsensusów prognoz zagregowanego zysku na akcję (EPS) dla indeksu S&P500 na lata 2021 i 2022.



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W odniesieniu do prognozowanych wyników finansowych nie można pominąć ostatnich odczytów, zarówno w zakresie ceny produkcji sprzedanej jak również cen konsumpcyjnych. Podstawowy wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI) za październik na poziomie 6,2% i jeszcze wyższy wskaźnik cen produkcji sprzedanej PPI (8,6%) muszą jednak skłaniać do pewnej ostrożności w szacunkach wyników spółek. Wzrost kosztów produkcji

powodowany wysokimi cenami surowców, rosnącymi kosztami pracy oraz ograniczeniem dostaw niektórych istotnych półproduktów (np. układów elektronicznych dla motoryzacji), przedsiębiorstwa starają się przenieść na konsumenta. Jednak w pewnym momencie może zostać osiągnięty poziom krytyczny, gdzie akceptacja końcowego odbiorcy dla wzrostu cen będzie już znacznie niższa, co w prostej drodze będzie prowadzić do obniżenia dynamiki wzrostu sprzedaży oraz spadku marż, i w rezultacie spadku zysków.

Dylematy w zakresie wpływu inflacji na przyszłe wyniki przedsiębiorstw jeszcze bardziej można odnieść dla akcji europejskich, gdzie spółki produkcyjne stanowią większy odsetek niż w USA (sektor przetwórczy bez spółek wydobywczych i producentów energii w indeksie S&P500 ma udział poniżej 30%, podczas gdy dla indeksu Stoxx Europe 600 jest to ponad 40%). Optymistyczne konsensusy oczekiwań marż i zysków przedsiębiorstw mogą tu napotkać przeszkodę w postaci rosnących cen kosztów wytworzenia (surowce, energia, wynagrodzenia, transport). Wg wstępnych obliczeń inflacja w strefie euro za październik sięgnęła 4,1%, jednakże w niektórych państwach strefy euro, te odczyty są wyższe – 4,6% w Niemczech, 5,5% w Hiszpanii, a najwięcej na Litwie- 8,2%.

Dla już opublikowanych wyników finansowych spółek europejskich (wchodzących w skład indeksu Stoxx Europe 600) ponad połowa spółek wykazała zarówno przychody jak i zyski powyżej prognoz rynkowych. Jednocześnie zagregowany zysk na akcję dla indeksu jest o ok. 50% wyższy niż przed rokiem, przy czym należy nadmienić, że ubiegłoroczna pandemia w znacznie większym stopniu wywarła negatywny wpływ na wyniki spółek europejskich aniżeli amerykańskich, stąd efekt bazy jest w ich przypadku silniejszy. W porównaniu do analogicznego okresu 2019 r. (III kw.) EPS dla indeksu Stoxx Europe 600 jest wyższy o ok. 10%.

Wspomniany temat inflacji, zarówno w Stanach Zjednoczonych jak i w Europie Zachodniej, przywołuje jeszcze jeden istotny element rynków finansowych, a mianowicie politykę pieniężną. Póki co, zarówno EBC jak i Fed kontynuują skupy aktywów. Ten drugi co prawda ogłosił horyzont wygaszenia programu zakupów, ale w obu przypadkach temat ewentualnej podwyżki stóp procentowych, czyli podstawowego narzędzia waliki z inflacją, jest odnoszony do bliżej niesprecyzowanej przyszłości i to jeszcze podlegającej licznym

uwarunkowaniom. To oznacza, że większość (o ile nie wszystkie) inwestycje wolne od ryzyka, czyli głównie dłużne papiery rządowe, nie są w stanie zapewnić dochodu powyżej stopy inflacji, innymi słowy realne rynkowe stopy procentowe są ujemne.

Oczywiście towarzyszy temu powtarzana już w każdym zakątku globu narracja o przejściowości inflacji uzasadniająca dalsze zalewanie świata tanim pieniądzem. Niezależnie od oceny gospodarczej tego podejścia, z pewnością jest ono pozytywne w krótkim terminie dla rynków akcji. Skoro instrumenty wolne od ryzyka nie są w stanie zapewnić dochodu, ani nawet ochrony realnej wartości oszczędności, to przynajmniej ich część jest nadal przekierowywana w stronę rynków akcji, które co prawda są już obciążone ryzykiem rynkowym, ale jednocześnie dają jakąkolwiek szansę na wyższy zwrot w porównaniu do obligacji skarbowych.

Podstawowa stopa dochodu z akcji liczona jako strumień dywidend lub innych transferów do akcjonariuszy (skup akcji własnych) jest obecnie na poziomie ok. 3% dla akcji europejskich i poniżej tego poziomu dla akcji amerykańskich. To oczywiście niewiele i poniżej bieżącej inflacji, ale jednocześnie znacznie więcej od rentowności długoterminowych obligacji skarbowych (ok. 1,6% dla 10-letnich obligacji amerykańskich, ok. 1% dla np. włoskich lub greckich czy poniżej „zera” dla niemieckich). Ponadto w przypadku akcji zawsze istnieje też prawdopodobieństwo uzyskania dodatkowego dochodu z tytułu wzrostu cen akcji. Od początku roku większość głównych indeksów akcji rynków rozwiniętych wzrosła w przedziale od 15% do nawet 30%. W tej sytuacji nawet wysokie wyceny wg wskaźników P/E, także tych prognozowanych (a prognozy są optymistyczne), są przez rynek akceptowane, bo innej alternatywy dla akcji nie ma.

W związku z powyższym, nadal choć z umiarkowaniem negatywnym nastawieniem (tj. -1 w skali -2;+2; jeden stopień poniżej neutralnego) to zalecamy utrzymywanie pozycji w akcjach rynków rozwiniętych. Mimo, że akcje europejskie są wyceniane nieco atrakcyjniej względem amerykańskich, dla obu regionów utrzymujemy takie same nastawienia, jako że w przeszłości spółki europejskie doświadczały niejednokrotnie mocnego poślizgu w realizacji prognoz rynkowych, a ponadto są też mniej korzystnie wyeksponowane na bieżące procesy inflacyjne. (mb)

Historyczne i prognozowane poziomy zysku na akcję (w pkt.) dla głównych indeksów giełd krajów DM: S&P500 – USA, Eurostoxx600 – Europa, Topix - Japonia

Indeks	II kw. 2021		III kw. 2021 (prog.)			IV kw. 2021 (prog.)		2020	2021 (prog.)	2022 (prog.)
	k/k	r/r	q/q	r/r	vs. III kw. '19	k/k	r/r	r/r		
S&P500 - USA	11%	94%	2%	36%	24%	-3%	21%	-14%	47%	8%
StoxxEurope600 - Europa	10%	n/a	-5%	54%	10%	16%	67%	-33%	63%	7%
Nikkei225 - Japonia	-4%	94%	-1%	62%	124%	10%	17%	-44%	156%	7%
WIG	10%	27%	12%	58%	49%	-23%	-3%	-31%	103%	-7%
WIG 20	6%	-4%	13%	83%	39%	-30%	47%	-36%	111%	-9%
mWIG40	-7%	41%	28%	-17%	7%			-27%	70%	-1%

źródło: Bloomberg na dzień 5 listopada 2021 r.

Japonia

W październiku główne indeksy giełdy japońskiej, tj. Nikkei 225 i TOPIX zachowały się słabiej od rynków rozwiniętych ogółem, tracąc odpowiednio -1,9% i -1,4%. Nikkei225 zatrzymał się w okolicach sierpniowych dołków tuż powyżej linii wsparcia w okolicach poziomu 27,5 tys. pkt. Topix skorygował wrześniowe 30-letnie maksima cofnięciem w obszar wakacyjnego czerwcowo - sierpniowego trendu bocznego. Obserwujemy dalszą względną siłę szerokiego indeksu Topix do głównego Nikkei.

W związku z korekta spadkową i brakiem jeszcze publikacji wyników finansowych spółek za III kw. nastąpiło uatrakcyjnienie wycen japońskiego rynku akcji. Spółki z indeksu Nikkei na koniec miesiąca notowane były przy 16,7-krotności zysków za 4 ostatnie kwartały (wskaźnik P/E) i 18-krotności zysków prognozowanych zysków przez rynek na kolejne 4 kwartały (wskaźnik P/E forward). Konsensus prognoz Bloomberg'a zakłada wzrost zagregowanego zysku na akcję dla japońskiej giełdy o 10% w IV kw. i o 17% r/r za 2021 r. oraz o 7,4% r/r w przyszłym roku 2022.

Zagraniczni inwestorzy zwiększyli zakupy japońskich akcji w dwóch ostatnich tygodniach października, ponieważ wybór nowego premiera oraz wcześniejsze rozpoznanie wyborów zmniejszyło ryzyko polityczne i wzbudziło nadzieje na odbicie gospodarcze. Zakupy netto zagranicznych inwestorów akcji w październiku wyniosły 1,64 bln jenów (14,6 mld USD) - najwięcej od listopada ubiegłego roku.

Liczba nowych zakażeń koronawirusem i pacjentów z ostrym przebiegiem (COVID-19) dalej znacząco się zmniejszyła w październiku - minimum odnotowano w połowie miesiąca - 15.10 poziom poniżej 200 osób - zaledwie 141 nowych zakażeń dziennie – najmniej od ponad roku 3 lipca 2020 roku, gdy było 130 przypadków. Ze statystyk wynika, że już 78 proc. populacji Japonii (ponad 98 mln osób) otrzymało co najmniej jedną dawkę szczepionki. Zaszczepionych pełną dawką według stanu na dzień 1 listopada 2021 było 72% populacji (ponad 91 milionów osób).

Japonia jest jednym z niewielu krajów, który nie boryka się z problemem podwyższonej inflacji. Najnowsze dane – z września – mówią o wzroście cen konsumpcyjnych jedynie o 0,2 proc. r/r i jest to w ogóle pierwszy roczny wzrost od sierpnia 2020 r. Podobnie natomiast jak w reszcie świata, inflację ciągną w górę koszty energii i utrzymania mieszkań - roczna dynamika cen za paliwo, światło i wodę podskoczyła do + 4,4 proc. z +2,5 proc. w poprzednim miesiącu. Poprawiły się nastroje w biznesie. Najnowsze odczyty indeksów PMI dla przemysłu i usług (za październik) wyniosły odpowiednio 53,0 i 50,7 pkt. vs. wrześniowe odczyty odpowiednio 51,5 i 47,8.

Rządząca Japonią koalicja Partii Liberalno-Demokratycznej i konserwatywnej partii Komeito wygrała 31 października wybory parlamentarne. Wbrew niektórym przewidywaniom Partia Liberalno-Demokratyczna (LDP) Kishidy zdobyła 259 miejsc w 465-osobowej izbie niższej, co daje partii absolutną stabilną większość i kontrolę nad komisjami parlamentarnymi. Młodszy partner koalicyjny LDP, Komeito, zdobył 32 mandaty, zgodnie z ostatecznymi

wynikami. Łącznie udział obu partii w mandatach w izbie niższej wynosi 291, znacznie powyżej większości 233. Pomimo wygodnej wygranej LDP straciła 17 mandatów ze swojego udziału przedwyborczego. Mogła się do tego przyczynić polityka rządu w walce z pandemią, za którą koalicja była najbardziej krytykowana podczas kampanii wyborczej. Najwięcej mandatów zdobyła Partia Liberalno-Demokratyczna dotychczasowego premiera Fumio Kishidy. Drugie miejsce zajęła opozycyjna Konstytucyjna Partia Demokratyczna. Największym zwycięzcą wyborów media okrzyknęły jednak konserwatywną Partię Innowacji, która według sondaży zajęła trzecie miejsce i potroiła liczbę swoich mandatów w parlamencie.

Kishida powtórzył swoją wizję urzeczywistnienia „nowego kapitalizmu”, który koncentruje się na wzroście gospodarczym i redystrybucji bogactwa oraz przedstawił na posiedzeniu gabinetu, że planuje przedłożyć parlamentowi projekt dodatkowego budżetu na rok fiskalny 2021 po wyborach parlamentarnych wraz z pakietem stymulacyjnym dla gospodarki.

Biorąc pod uwagę dużą kwotę niewykorzystanego budżetu przeniesionego ze względu na szczególne okoliczności, oprócz nowych środków pakiet stymulacyjny prawdopodobnie skupi się na przyspieszeniu wykorzystania funduszy na pozycje opóźnione, które mogą obejmować wsparcie finansowania przedsiębiorstw i innych inicjatyw takie jak prace publiczne, które zostały znacznie opóźnione, głównie z powodu braku siły roboczej podczas pandemii. (rk)

Rynki wschodzące (EM)

Październik po wrześniowej korekcie przyniósł na globalnym rynku akcji kontynuację wzrostów, przy czym na rynkach wschodzących ogółem wzrosty nie były jednak aż tak mocne jak na rynkach rozwiniętych (indeks MSCI EM zyskał 0,9% wobec 5,6%-owejwyżki indeksu MSCI World). Rynki wschodzące obciążała trwająca słabość rynków Ameryki Łacińskiej, które przeceniły się o kolejne 5,4%. Za to wciąż dobrze radziły sobie rynki Europy Wschodzącej (+3,7%), Rosja (+3,7%) i Polska (+3,7%). Lepszy miesiąc odnotował również największy rynek wschodzący- Chiny (+3,1%).

Odbicie chińskiego rynku, a zwłaszcza kluczowych, mocno już przecenionych spółek, może być zapowiedzią zmiany trendu, po tym jak od lutego 2021 r. indeks MSCI China

doświadczał systematycznej utraty wartości i obecnie znajduje się ok. 30% poniżej tegorocznego szczytu. Chiński rynek jest relatywnie tani zarówno względem rynków rozwiniętych (DM), jak i azjatyckich rynków wschodzących – obecnie wskaźnik P/E (cena/zysk) bieżący oscyluje w okolicach 16, a P/E *forward* w okolicy 14. Potencjał do wyżki tkwi w możliwym odbiciu w sektorze spółek internetowych, które przeceniły się o kilkadziesiąt procent, głównie w wyniku dokonanych działań regulacyjnych chińskiego rządu. Do tego z dużym prawdopodobieństwem rynek wycenił już kolejne niekorzystne działania, które niekoniecznie muszą się zmaterializować. Pewnym natomiast jest to, że sektor IT doświadczył już solidnych odpływów kapitału, podczas gdy inne sektory doświadczały nawet napływów, w tym szczególnie dużych, mało opisywanych, a coraz bardziej prężny chiński sektor „zielonej transformacji”.

Wśród największych chińskich podmiotów w październiku przeszło 11%-owym wzrostem wyróżniła się Alibaba, w której ekspozycji niemal podwoił fundusz związany z Charliem Mungerem, wieloletnim współpracownikiem i przyjacielem Warrena Buffetta, wyznającego podobną do niego filozofię inwestowania fundamentalnego. W ubiegłym miesiącznym dołku cenowym chiński gigant handlu internetowego notowany był w okolicy raptem 20-krotności zysków, pod koniec miesiąca już w okolicach 25, co jednak wciąż należy uznać za atrakcyjny poziom jak na spółkę wciąż dynamicznie się rozwijającą – konsensus prognoz zakłada wzrost przychodów spółki w 2021 r. o 30% r/r, i o 20% r/r w '22, a zyski w przyszłym roku mają być wg oczekiwań rynkowych wyższe o ok. 30% niż przed pandemią. Podobnie atrakcyjnie prezentuje się druga mająca największy udział w chińskich indeksach spółka - Tencent, co do której rynek oczekuje nieco wolniejszego wzrostu przychodów, ale której zysk w 2022 r. może przewyższać ten uzyskany w 2019 r. (przed pandemią) aż o 70%.

Wspomniany potencjał akcji chińskich czy azjatyckich nie drzemie jedynie w powrocie do łask wyprzedawanych spółek technologicznych. Warto zauważyć, że zyski na akcję dla rynków wschodzących ogółem (w których Chiny odpowiadają za około 1/3 udziału) w 2020 r. spadły jedynie o około 20%, plasując się pomiędzy wynikiem dla USA i Europy, a w 2021 r. prognozowany wzrost dla EM przewyższa oba rynki i wynosi przeszło 50% w ujęciu r/r. W kolejnym 2022 r. wzrosty zysków oczywiście nie będą już

tak imponujące, ale i tak prawdopodobnie to zagregowany zysk akcji z rynków wschodzących (EM) odnotuje minimalnie większą dynamikę (około 10%) aniżeli EPS dla akcji z rynków DM.

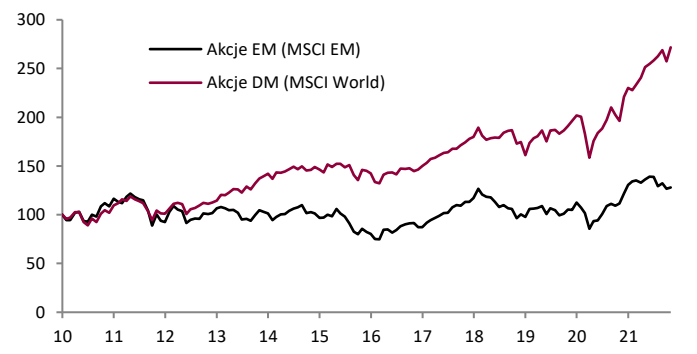
Wyzwaniem w najbliższych kwartałach dla wielu gospodarek wschodzących będą rosnące ceny surowców i energii, które dodatkowo napędzać będą inflację, z którą niektóre gospodarki, zwłaszcza nieazjatyckie mają coraz większy problem (w tym Polska). W ostatnich miesiącach kolejne odczyty inflacji w większości gospodarek systematycznie zaskakiwały konsensusy analityków, do tego utrzymujące się zaburzenia w łańcuchach dostaw, ograniczenia podaży, czy dynamicznie drożejące surowce zaprzeczyły przejściowemu charakterowi inflacji i zmusiły banki centralne do działania. Dynamiczny wzrost stóp procentowych, w niektórych krajach, możliwe nieco opóźniony, potrafi zaskakiwać, dla przykładu obie ostatnie podwyżki stóp w Polsce przewyższyły konsensus o 25 punktów bazowych, jednak to i tak niewiele w stosunku do tego co stało się u naszych sąsiadów. W ostatnich dniach w Czechach podniesiono stopy jednorazowo aż o 125 punktów bazowych do 2,75%, wobec oczekiwanego wzrostu o 50 punktów bazowych. Wysoka inflacja jest również bolączką dla państw Ameryki Łacińskiej – w Brazylii październikowa podwyżka wyniosła aż 1,5 punktu procentowego wobec oczekiwanego 1,0 – stopa wzrosła do poziomu 7,75 pkt, a kolejne podwyżki już są na horyzoncie. Wspomniany spodziewany wzrost cen żywności (m.in. ze względu na drożejące nawozy) i energii dla większości gospodarek rozwijających się będzie stanowić duże wyzwanie, chociażby ze względu na to, że w mniej zamożnych państwach odsetek wydatków przeznaczonych na te podstawowe dobra jest wyższy niż w krajach rozwiniętych. Pewnym istotnym wyjątkiem na rynkach EM od reguły jest Rosja, która jest eksporterem netto biorąc pod uwagę łącznie eksport paliw i żywności, a wspomniany eksport odpowiada za przeszło 10% PKB – w takim wypadku rosyjska gospodarka na wroście cen prawdopodobnie skorzysta.

Warto podsumować, że kończący się już powoli 2021 r. charakteryzował się dynamicznym odbiciem po niestandardowym kryzysie, w którym nagle zamrażano pewne części gospodarki, ograniczano podaż, a popyt nadrabiał „zaległości” zakumulowane podczas okresu z ograniczeniami. Jednak w końcówce roku nie będziemy już mieć do czynienia z tak wysokimi dynamikami r/r PKB, a

wzrost EPS-ów (zagregowanych zysków) nie będzie sięgać kilkudziesięciu procent, zawdzięczając to niskiej bazie porównawczej. Zmierzamy w kierunku normalizacji gospodarczej, jednak z wyzwaniami chociażby w postaci inflacji, czy wciąż zaburzonych dostaw i nierównowagi popytu i podaży (np. w sektorze półprzewodników).

Warto mieć na uwadze fakt, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne lata jest stopniowy spadek dynamik wzrostu PKB na rynkach wschodzących, a tym samym luki pomiędzy rynkami wschodzącymi i rozwiniętymi, jednak będzie to procesem rozłożonym na lata, co naszym zdaniem, po dekadzie relatywnej przewagi akcji z rynków rozwiniętych nad tymi z rynków wschodzących nie powinno przeszkodzić tym drugim w nadrabianiu zaległości. (ad)

Akcje rynków wschodzących (EM) na tle rozwiniętych (DM) (2010.01 = 100)



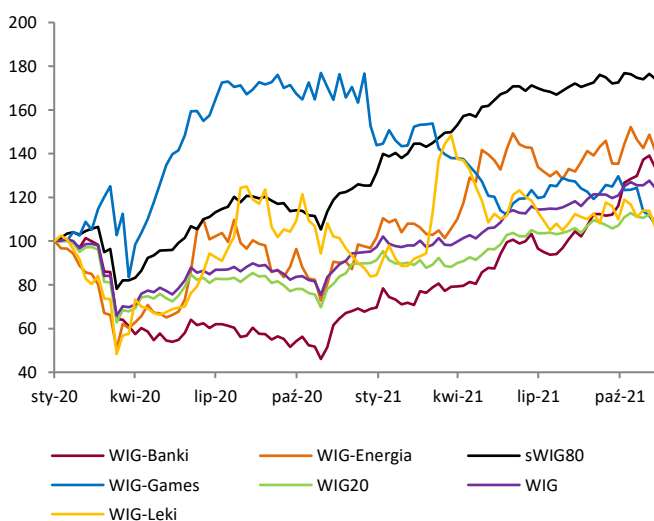
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Polska

Po nieco słabszym wrześniu w październiku nastąpiła kontynuacja wzrostów głównych indeksów na GPW ich nowe tegoroczne szczyty. Najlepszym okazał się indeks średnich spółek (mWIG40 +8,5%), który rósł na fali wzrostów w sektorze bankowym, zwłaszcza zaraz po pierwszej w tym roku podwyżce stóp procentowych. Tuż za nim uplasował się indeks szerokiego rynku oraz dużych spółek (WIG +4,6%, WIG20 +4,1%), których stopy zwrotu były zbieżne z większością rynków zagranicznych (globalny indeks akcji MSCI All-Countries wzrósł o 5%). Najmniej zyskał indeks małych spółek - sWIG80 (+1%), będąc ostatnich miesiącach wyraźnie słabszym od szerokiego, co może być przyczyną dyskontowania przez rynek wysokiej inflacji kosztowej oraz presji płacowej, która zaczyna doskwierać spółkom z tego indeksu.

Wśród subindeksów sektorowych swoje rekordy bije WIG-Banki, który przez ostatnie 12 miesięcy zyskał 197%, a w samym tylko październiku 22,8%. Jest to efekt dyskontowania przez inwestorów wzrostu przychodu odsetkowego banków – głównego składnika wyniku finansowego, w wyniku asymetrycznego wzrostu oprocentowania kredytów i lokat przy podwyżkach stopy procentowej NBP. Patrząc na ostatnie wstępne szacunki inflacji cen konsumenckich w Polsce (wskaźnik CPI +6,8% r/r), jest to wynik najwyższy od 20 lat i pozostawia pole do dalszych podwyżek stóp procentowych jeszcze w tym roku, co będzie stanowić naturalnym dodatkowy bodziec popytowy dla tego sektora. Z kolei rosnące ceny prądu napędzają spółki energetyczne (WIG-Energia +5,8%), które wyznaczyły nowy tegoroczny szczyt. Po drugiej stronie zestawienia za październik znalazły się natomiast spółki z branży *gamedev*, którym nie starczyło paliwa do przedłużenia wzrostów z września. W październiku cały sektor w dół pociągnął CD Projekt za sprawą przesunięcia premier gier na nowe konsole na 2022 rok. WIG-Games stracił w październiku 14% i był najgorszym ze wszystkich subindeksów sektorowych na GPW.

Notowania wybranych indeksów z GPW (2020.01 =100)



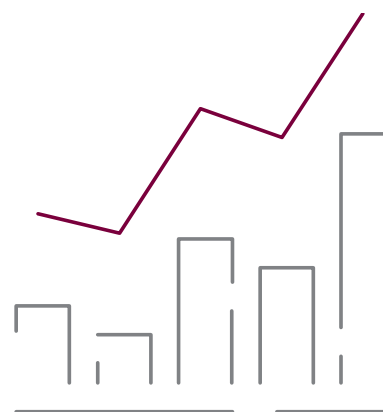
źródło: Bloomberg

Akcje GPW pozostają wycenione zbiorczo na poziomach średniej dla rynków wschodzących i znacznie poniżej rynków rozwiniętych. Wskaźniki P/E *forward* w oparciu o konsensus prognoz na 2022 rok dla indeksów WIG,

WIG20, mWIG40 wynoszą odpowiednio 12,7; 12,4; 13,6 vs. 12,7 dla indeksu MSCI EM i 18,5 dla MSCI World.

Utrzymuje się wzrost zainteresowania handlem na giełdzie – obroty akcjami w październiku wzrosły m/m o 25% do poziomu 31,6 mld zł. Jednocześnie otwartych rachunków maklerskich nie przybywa dynamicznie (+5,96 tys.), a nastroje inwestorów indywidualnych są dalekie od silnego optymizmu, co interpretujemy jako przestrzeń do kontynuacji wzrostowej tendencji na GPW. Po wakacyjnej przerwie na GPW ożywia się także rynek ofert publicznych. W październiku była to oferta biotechnologicznej spółki PolTREG (debiut notowań akcji tej powinien nastąpić pod koniec listopada), w kolejce czeka jednak jeszcze aż kilkanaście spółek, więc końcówka roku może być bardzo aktywna pod względem nowych IPO.

Podsumowując, na obecną chwilę pozostajemy przy neutralnym nastawieniu do polskiego rynku akcji jako całości, nadal z preferencją akcji sektora bankowego, zwłaszcza po, jak sądzimy, drugiej i nie ostatniej w tym roku podwyżce stóp procentowych NBP. Powyższe w połączeniu z rosnącą presją kosztową, którą odczuwać będzie większy odsetek spółek spoza indeksu największych (WIG20) oraz średnich spółek (mWIG40) sprzyja zasadności koncentracji w ekspozycji na akcje polskie na rozwiązaniach uniwersalnych, bez preferencji małych i średnich spółek. (bz)

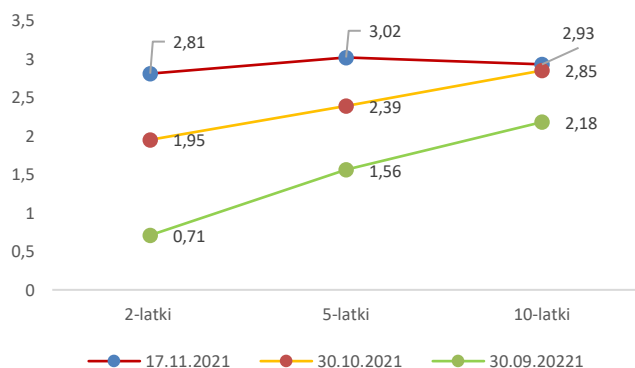


Obligacje

Rentowności polskich obligacji skarbowych stałokuponowych zarówno krótko (2-), średnio (5-), jak i długoterminowych (10-letnich) dobiły w okolice 3 proc. W październiku benchmark dla polskich obligacji skarbowych stracił 3,6% (była to najwyższa miesięczna strata w historii), a w pierwszej połowie listopada o kolejne 2,4%.

Bezpośrednim powodem było gwałtowne przeszacowanie oczekiwań rynkowych co do tempa podwyżek stóp NBP (rynek kontraktów terminowych na stopę procentową zakłada już nawet 3,25% do końca 2022 roku), któremu impet nadały pierwsze od 2012 roku podwyżki stóp procentowych NBP oraz coraz wyższe odczyty inflacyjne za wrzesień i październik, po wcześniejszych zapewnieniach prezesa NBP, że nie będzie potrzeby żadnych podwyżek stóp a inflacja „jest pod kontrolą”.

Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach

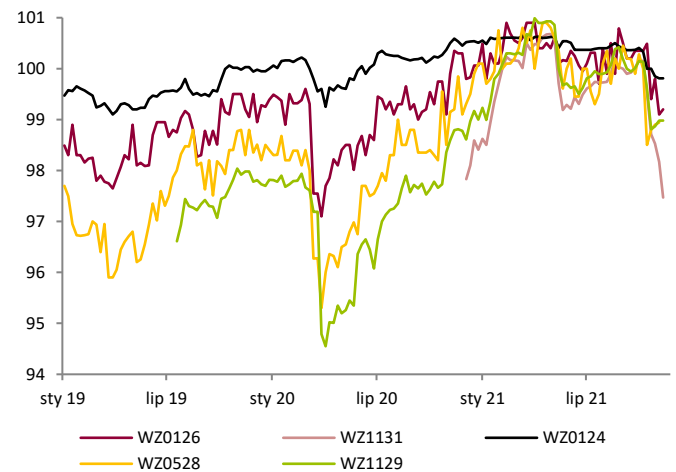


źródło: Bloomberg

W przypadku obligacji stałokuponowych, które stanowią zdecydowaną większość wyemitowanych obligacji skarbowych, zachodzi negatywne sprzężenie zwrotne pomiędzy cenami obligacji a rentownością (wzrost rentowności powoduje spadek cen). W ślad za spadkami cen obligacji stałokuponowych traciły także obligacje zmienno-kuponowe, choć nieco mniej, ze względu na element okresowej (najczęściej półrocznej) indeksacji rocznej stopą WIBOR, podążającą za poziomem głównej stopy procentowej NBP. Obligacje te w miarę odnawiania

się kuponów odsetkowych będą płaciły jednak coraz więcej.

Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmienno-kuponowych WZ



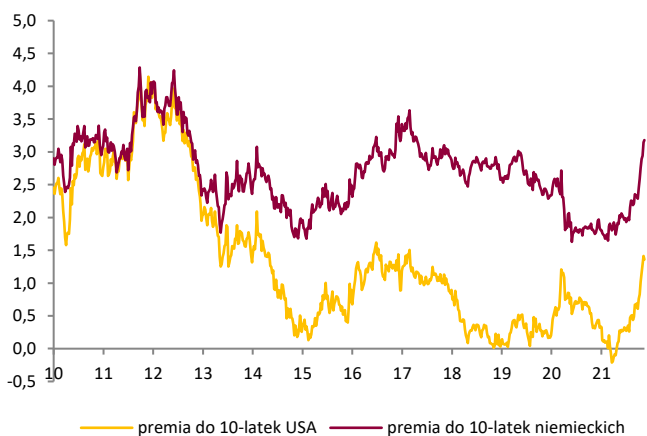
źródło: Bloomberg, cyfry w nazwie obligacji oznaczają kolejno rok i miesiąc zapadalności

Podwyżki stóp procentowych to jednak konieczność nie tylko w Polsce, ale w całym regionie Europy Środkowo-wschodniej (banki centralne Czech czy Węgier są dużo bardziej zaawansowane w cyklu podwyżek stóp niż NBP), bo zgromadzony w okresie pandemii nawis oszczędności gospodarstw domowych w coraz większym stopniu „ucieka z lokat” na rynek dóbr i usług (poprzedzony elementem inflacji), na co dodatkowo nakładają się wysokie dynamiki cen energii i żywności, a także problemy w globalnych łańcuchach dostaw (element podaży). Wzrost wydajności pracy nie jest też w stanie dogonić dynamiki płac, a przy niemal pełnym zatrudnieniu w polskiej gospodarce, zarówno sektor prywatny, jak i państwowy boryka się z utrzymującą się presją płacową pracowników.

Warto też odnotować, że banki centralne w krajach rozwiniętych są dużo bardziej wstrzeźliwe niż na rynkach wschodzących. Ostatni odczyt inflacji w USA za październik to aż 6,2%, a tamtejszy bank centralny (Fed) dopiero zabiera się za zmniejszanie skali skupu obligacji z rynku, odkładając temat podwyżki głównej stopy funduszy federalnych na bliżej nieokreśloną przyszłość, tj. być może

przełom 2022 i 2023 roku. Właśnie z powodu opieszałości banków centralnych krajów wysokorozwiniętych na czele z USA w walce z inflacją, w połączeniu ze znaczną poprawą rentowności w całym regionie Europy Środkowo-wschodniej (CEE), na listopad podnieśliśmy z umiarkowanie negatywnego (-1 w skali od -2 do +2) do neutralnego (0) nastawienie do polskiego długu skarbowego, a precyzyjniej do segmentu funduszy polskich obligacji skarbowych i uniwersalnych (długoterminowych).

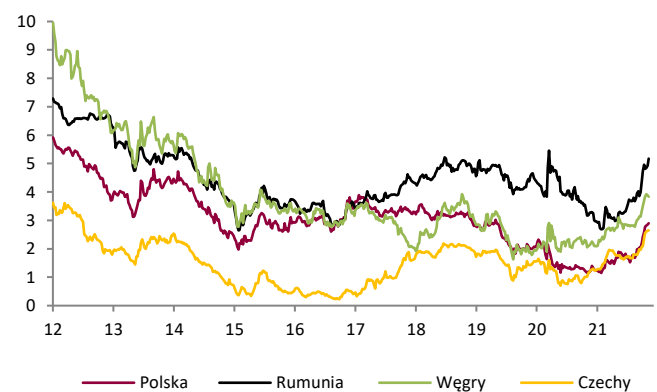
Premia do rynków bazowych (USA, Niemcy) z jaką notowane są polskie 10-letnie obligacje skarbowe



źródło: Bloomberg

Dalszego wzrostu rentowności na krajowym rynku obligacji w najbliższych miesiącach nadal nie można wykluczyć, zwłaszcza jeśli kolejne odczyty inflacyjne były znowu wyższe od rynkowych konsensusów oczekiwań, jak i od projekcji samego NBP (więcej o niej w sekcji „Opis Sytuacji gospodarczej”), jednakże bieżący poziom rentowności tj. 3% niemal na całej „krzywej”, daje dużo większy bufor. Dodatkowo dla funduszy inwestujących ww. segmencie istnieją możliwości operowania w całym regionie CEE, gdzie rentowności urosły w ostatnim czasie do jeszcze większego poziomu niż w Polsce (rumuńskie 10-latkę oferują ponad 2 pkt. proc. więcej rentowności niż polskie, węgierskie ok. 1 pkt. proc.) oraz w obligacje „covidowe” emitowane przez BGK i PFR, które przy takim samym ryzyku emitenta (mają gwarancje Skarbu Państwa) oferują ok. 0,5 pkt. proc. wyższą rentowność niż analogiczne obligacje skarbowe. (zo)

Notowania 10-letnich obligacji skarbowych (proc.) w regionie CEE



źródło: Bloomberg

Zagraniczne korporacyjne IG

W październiku rynek obligacji korporacyjnych na rynkach rozwiniętych o ratingu inwestycyjnych (IG - Investment Grade) przyniósł podwyższoną zmienność. Benchmark dla największego podsegmentu emitentów - amerykański (Bloomberg US Corporate IG) zamknął miesiąc, co prawda, dodatnią stopą zwrotu +0,2%, ale w trakcie miesiąca tracił nawet 0,9. W ślad za nim podążały również rynki azjatyckie, gdzie indeks Bloomberg Asia USD IG Bond jeszcze kilka dni przed końcem października tracił 0,8%, by zakończyć miesiąc jedynie na niewielkim - 0,1% minusie. Z 3 głównych regionów emitentów zdecydowanie najgorzej wypadła Europa. Indeks Bloomberg Euro Aggregate Corporate stracił w październiku 0,7%.

Segment obligacji korporacyjnych IG w dalszym ciągu pozostaje pod dużą presją rosnących rentowności na rynkach bazowych, a więc obligacji skarbowych takich krajów jak USA, Niemcy. Jest to jednocześnie największy czynnik wpływający na stopy zwrotu z tej klasy aktywów. Spready kredytowe pozostały na niezmiennym, bardzo wąskim poziomie. Konsensusy prognoz zakładają też brak zmian spreadów do końca roku. Aktualne rentowności obligacji IG, mimo pewnego wzrostu w trakcie roku trudno ocenić jako okazałe, zwłaszcza na tle bieżącej inflacji. Wskaźnik YTW (Yield to Wrost) dla benchmarku azjatyckiego to obecnie 2,5%, niewiele niżej jest USA 2,2% YTW, w Europie natomiast jedynie 0,5%. Tak niskie rentowności w połączeniu z charakterystycznym dla tego segmentu wysokim ryzykiem stopy procentowej (*duration*), wynikającym z długiego terminu średniej zapadalności papierów, zwłaszcza w USA (gdzie średnie

duration sięga 8,8 lat), w obecnym otoczeniu rynkowym, tworzą naszym zdaniem bardzo niebezpieczną mieszankę, przez co obniżamy w tym miesiącu nastawienie do tej klasy aktywów, zwłaszcza relatywnie względem długoterminowych skarbowych obligacji polskich i w regionie CEE.

W zakresie aktywności banków centralnych na rynku obligacji IG, po wycofaniu się z programów skupów przez amerykańską Rezerwę Federalną (Fed) pozostał już tylko Europejski Bank Centralny, w ramach programu CSPP (Corporate Sector Purchase Programme). EBC uznał w swoim ostatnim komunikacie, że warunki finansowe i gospodarcze uległy znacznej poprawie, co niesie ze sobą podstawy do obniżenia tempa skupów. Mimo tych zapowiedzi wolumeny transakcji nie odbiegają od tych z poprzednich miesięcy.

Na rynku pierwotnym obserwujemy dużą aktywność emitentów, przede wszystkim w USA. Po części spowodowane jest to znacznym wzrostem aktywności M&A, gdzie część transakcji jest naturalnie finansowana długiem. W kolejnych okresach może to skutkować wzrostem dźwigni finansowej emitentów, a w rezultacie niższymi ocenami ratingowymi (wyższym ryzykiem kredytowym). Wolumeny nowych emisji w Europie i Azji pozostają na stabilnych poziomach.

Podsumowując sytuację rynkową w segmencie obligacji IG, aktualnie istnieje szereg ryzyk dla tego segmentu, które się na siebie nakładają. Nieadekwatna w naszej ocenie do aktualnych odczytów inflacyjnych polityka monetarna najważniejszych banków centralnych na rynkach DM, bardzo wąskie spready, niskie rentowności, historycznie długie *duration*, a także wzrost wolumenów na rynku pierwotnym, generują asymetryczne ryzyko stóp zwrotu z tej klasy aktywów w kolejnych okresach. (dm)

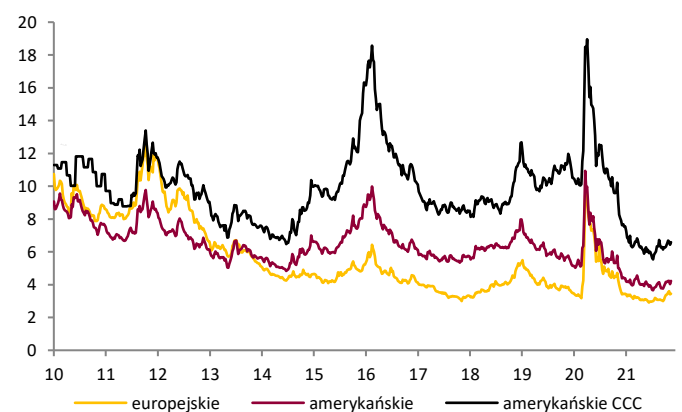
Zagraniczne korporacyjne HY

Rynek obligacji wysokodochodowych emitentów korporacyjnych (high-yield) na rynkach DM przyniósł w październiku niewielkie, zwłaszcza na tle długoterminowych polskich obligacji skarbowych stałokuponowych, spadki, tj. o 0,2 % dla segmentu emitentów amerykańskich i 0,4 % dla europejskich. Rentowności obligacji skarbowych na obu rynkach bazowych (USA, Niemcy) wzrosły tylko nieznacznie, toteż

większy spadek europejskich HY wynikał ze wzrostu spreadu (premii za ryzyko emitenta) - z 3,04% na 3,22%, notabene do najwyższego poziomu tego wskaźnika od lutego bieżącego roku.

Wzrost ten interpretujemy jako częściowe dyskontowanie spowolnienia wzrostu gospodarczego w regionie Europy po post-pandemicznym odbiciu, co widać zresztą w niektórych wyprzedzających wskaźnikach makro. Wielkość spreadu dla wysokodochodowych emitentów amerykańskich, stanowiących ok. 70% całości rynku obligacji HY, pozostała na niezmiennym poziomie 3,15%, przez co po pierwszy raz od kilku lat premia za ryzyko emitenta HY w USA była niższa niż w Europie. Lepsze zachowanie amerykańskich HY w październiku wynika także ze struktury sektorowej emitentów, z większym udziałem firm sektora naftowego, korzystających ostatnio na rosnących cenach ropy i gazu. Na skutek wzrostu spreadu i spadku cen obligacji skarbowych stanowiących bazę rentowności dla benchmarków obligacji HY, rentowności wzrosły w październiku z 2,5% na 2,8% dla emitentów europejskich i z 4,21% na 4,36% dla emitentów amerykańskich.

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



źródło: Bloomberg, opracowanie BM Alior

Wskaźnik niewypłacalności Moody's spadł 9-ty miesiąc z rzędu uwzględniając ostatnie 12 mies. i wyniósł on 2,6% wobec 3,0% miesiąc wcześniej. We wrześniu łącznie w USA i Europie tylko 1 firma z ratingiem subinwestycyjnym Moody's ogłosiła niewypłacalność. Korzystnie przedstawia się również ilość podniesień ratingów w stosunku do ich obniżen (ponad 3-krotnie więcej). Wpływa to pozytywnie na stopę zwrotu funduszy HY, zwłaszcza uwzględniając

dużą premię (najwyższy poziom od 3 lat) za zmianę ratingu z HY (BB) na IG (BBB).

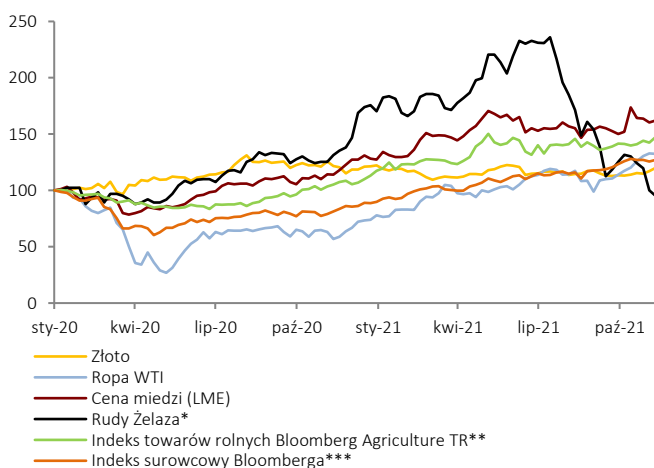
Na listopad utrzymaliśmy neutralne nastawienie do obligacji HY, z preferencją rynku europejskiego. Emitenci amerykańscy w USD oferują aktualnie średnio niższą premię za ryzyko emitenta i jednocześnie mają większy udział sektora naftowego, co może powodować większą zmienność w zależności od przyszłego zachowania się cen ropy i gazu. Zwracamy całą też czas uwagę, iż niekiedy ponad dwukrotnie krótszy średni termin do wykupu

emitentów HY vs. IG, powoduje, że segment HY jest generalnie mniej wrażliwy na ewentualny wzrost inflacji i i/lub związanych z tym oczekiwań co do poziomu rynkowych stóp procentowych w krajach DM. (ml)

Surowce

Październik był kolejnym miesiącem kontynuacji ogólnego wzrostu cen surowców, a indeks Bloomberg Commodity Index zanotował wynik na poziomie +2,6%, notując najwyższy poziom od 2015 roku. Większość surowców drożała, wpisując się w silnie inflacyjne środowisko, z jakim mamy do czynienia już od kilku miesięcy. Co prawda niektórzy liderzy dotychczasowych wzrostów, jak gaz ziemny, czy węgiel doświadczyli korekty, jednak napędzane wzrostami cen ropy i metali, indeksy zbiorcze sektora nadal rosną, ustanawiając rekordy obecnej hossy.

Notowania cen wybranych 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, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD, *** składa się z 23 notowanych na giełdach surowców i ich pochodnych, surowce energetyczne i towary rolne stanowią po ok. 30%, metale przemysłowe i szlachetne po ok. 17%

Najbardziej „rozgrzane” surowce energetyczne w tym roku, to jest węgiel energetyczny i gaz ziemny skorygowały się w październiku po okresie szczytu cenowego, dyskontując częściowe zażegnanie „kryzysu energetycznego”. Równocześnie pokłosem ograniczeń w dostawach energii, szczególnie w Chinach, były przestoje w hutach, które spowodowały dramatyczny spadek zapasów metali w światowej gospodarce. Wynikający z tego faktu wzrost cen stał się kolejnym „silnikiem” surowcowej hossy. W obliczu dalszego wzrostu mobilności ludności po covidowych zakazach i utrudnieniach oraz wzrostu aktywności w handlu, nadal wzrosty kontynuowała cena ropy naftowej,

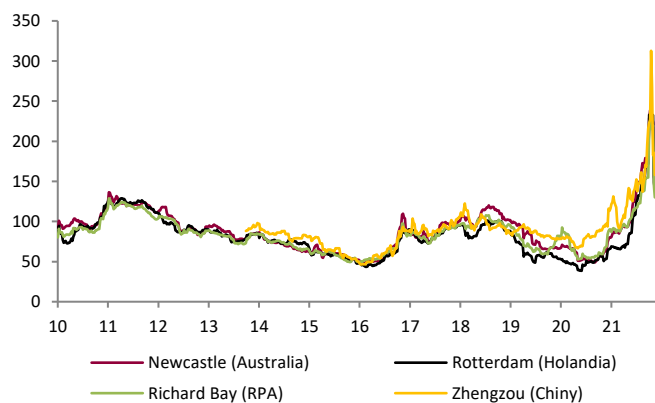
W krótkim terminie obawa o deficyty i trudności z fizycznym zakupem miedzi, aluminium czy niklu, przeważały nad obawami o spowolnienie gospodarcze, zaostrzenie polityki monetarnej, sytuację na rynku nieruchomości w Chinach, czy wreszcie rozwój pandemii. Czynniki makro jak kurs dolara czy rentowność rynku długu zeszyły na plan dalszy w obliczu problemów z pozyskaniem fizycznego surowca. Coraz więcej branż sygnalizowało kłopoty wynikające z braku dostępności surowców i półproduktów i wysokich cen energii. W Eurolandzie czasy dostaw wydłużyły się w stopniu niewidzianym w przeszłości w 20-letniej historii statystyk.

Bank Światowy w swoim najnowszym raporcie Commodity Markets Outlook wskazał, że wzrost cen surowców, zwiększający globalną presję inflacyjną, może przesunąć wzrost gospodarczy do krajów eksportujących energię i surowce z krajów importujących je.

Surowce energetyczne

Październik upłynął pod znakiem eskalacji kryzysu energetycznego. Zaistniał on już w świadomości inwestorów we wrześniu, ale w pierwszych dniach października eskalował z niespotykaną siłą, osiągając kulminację (mierzoną rynkowymi cenami gazu i węgla). W drugiej połowie miesiąca, pomimo dalszych wzrostów cen ropy, na gazie i węglu mieliśmy do czynienia z korektą. Finalnie ropa Brent w październiku podrożała o 7,5%, a WTI o 11,4%, osiągając kolejno ceny 84,4 – 83,6 USD/b. Ceny gazu natomiast spadły o 7,5%, a węgla energetycznego w Chinach stopniały aż o 23,3%.

Cena węgla (USD/t) w najważniejszych dla wymiany handlowej portach oraz giełdzie surowcowej w Chinach



źródło: Bloomberg

W pierwszych dniach października sytuacja zaczęła wyglądać naprawdę dramatycznie. Rekordowe ceny wszystkich nośników energii stały się przyczyną coraz poważniejszych zakłóceń w sektorze przemysłowym, szczególnie w Chinach i Europie. Sytuacja stała się na tyle poważna, że w USA pod presją najwyższych od 2014 roku cen benzyny, 85% wzrostu r/r cen gazu (co i tak na tle Europy jest wzrostem umiarkowanym), sekretarz Energii Jennifer M. Granholm zasugerowała możliwość uwolnienia ropy naftowej z rezerw strategicznych, a także potencjalną możliwość zakazu eksportu surowca. Jednak dopiero po deklaracji chińskich władz o podjęciu działań stabilizujących ceny węgla i energii elektrycznej, rynek zaczął tracić impet. W dalszej części miesiąca podjęto tam zdecydowane działania, które zaowocowały między innymi wzrostem wydobycia węgla w lokalnych kopalniach (do poziomu, 11,6 mln ton dziennie 18 października, co oznaczało wzrost w stosunku do końca września o 1,2 mln. ton). Równocześnie wg ustaleń firmy Wood McKenzie

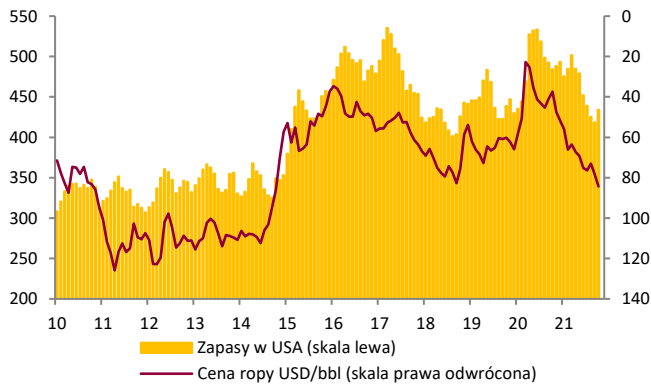
australijski węgiel, objęty od wielu miesięcy embargiem w Chinach, zaczął być przepuszczany przez odprawę celną i pospiesznie rozładowywany. Rynek przyjął, że oznacza to zawieszenie broni w tym newralgicznym dla energetyki odcinku chińsko-australijskiego konfliktu handlowego. W świetle tych informacji i komunikatu Narodowej Komisji Rozwoju i Reform, zapowiadającej dalsze zwiększanie krajowego wydobycia, tona węgla za którą jeszcze 18 października trzeba było zapłacić 238,65 USD, w ciągu jednego dnia potaniała do 162,3 USD, zaś łącznie od szczytu w ciągu 10 spadkowych sesji węgiel potaniał o 45%.

Bardziej napięta sytuacja panowała na rynku gazu ziemnego. Europejskie magazyny świecą pustkami, a dostawy z kierunku wschodniego są na najniższym od lat poziomie. Jeszcze 22 października rosyjski minister energetyki Nikołaj Szulginow twierdził, że po zapełnieniu własnych magazynów, Rosjanie zwiększą przesył gazu do Europy po 1 listopada. Obecnie ustami prezydenta Putina termin ten przesunięto na 8 listopada, ale jeszcze to nie nastąpiło. Gazprom ewidentnie wykorzystuje „podbramkową” sytuację w Europie do wymuszenia szybszej certyfikacji gazociągu Nord Stream 2. Jego eksport gazu spadł w ciągu 2 pierwszych tygodni października do najniższego poziomu od 2014 roku, a w ostatnich dniach października zaprzestał nawet całkowicie przesyłania gazu gazociągiem Jamał przez Polskę. Równocześnie pierwszego listopada rurociągiem Maghreb-Europa przestał płynąć gaz zaopatrujący Hiszpanię. To pokłosie zaostrzających się stosunków pomiędzy Algierią i Marokiem. Spory na linii Algier-Rabat będą zapewne kolejnym bodźcem wzrostu cen gazu w Europie.

Ceny ropy rosły przez cały miesiąc w efekcie silnego popytu. Dodatkowym czynnikiem wspierającym cenę były obawy o zastępowanie przez ropę gazu i węgla w procesach wytwarzania energii elektrycznej i ciepła, na skutek ich wysokich cen. Niektóre ośrodki analityczne (np. Goldman Sachs) szacowały ten efekt nawet na 3 mln b/d, czyli ok. 3% globalnej konsumpcji. Równocześnie OPEC+, pomimo rosnących cen, nie zdecydował się na modyfikację swojej polityki i na posiedzeniu 4 listopada postanowił utrzymać plan zwiększania dziennej podaży jedynie o 400 tys. baryłek co miesiąc. Biorąc to pod uwagę, długoterminowo nadzieja na niższe ceny leży raczej we wzroście wydobycia ropy łupkowej w USA, gdyż

ewentualna destrukcja popytu mogłaby jedynie mieć miejsce przy jeszcze wyższych cenach i ew. kolejnej fali pandemii oraz nadzwyczajnie łagodnej zimy. Pewnym optymizmem napawać mogą odczyty dotyczące zapasów ropy w USA, które w październiku wzrosły pierwszy raz od dłuższego czasu.

Zapasy (w mln baryłek) i cena ropy w USA (WTI)



źródło: Bloomberg

Istotny dla rynku będzie również los negocjacji na linii USA -Iran. Decydenci postanowili powrócić do rozmów jeszcze w bieżącym miesiącu i spotykają się 29 listopada. Przed ponownym nałożeniem sankcji przez Donalda Trumpa w 2018 r., Iran dostarczał około 3,8 mln baryłek dziennie, czyli o 1,3 mln baryłek dziennie powyżej obecnych poziomów. Mimo to na rynku dominują bycze nastroje. Również większość prognoz zakłada wysokie ceny surowca w kolejnym roku. Analitycy banku UBS oczekują, że między grudniem a marcem cena ropy Brent będzie na poziomie 90 USD za baryłkę, a przez resztę 2022 r. 85 USD. Nieco bardziej wstrzemięźliwa jest amerykańska rządowa agencja EIA która szacuje średnią cenę na 2022 r. na 72 USD/b. W połowie miesiąca zaś, atmosferę podgrzał iracki minister ropy Ihsan Abdul Jabbar, który teoretycznie przemawiając by uspokoić sytuację stwierdził, że istnieje taka możliwość ze przejściowo ropa będzie po 100 USD/b na początku przyszłego roku (co odpowiadałoby słynnej już prognozie Bank of America sprzed kilku miesięcy). Należy jednak pamiętać o tym, że dalszy dynamiczny wzrost cen może się spotkać z reakcją Amerykanów, którzy zgodnie z obowiązującymi ich limitami bezpieczeństwa są w stanie uwolnić z US Strategic Petroleum Reserve (SPR), szacowanych na 618 mln baryłek, ok. 10 % zapasów. Byłoby to w stanie pokryć mniej więcej miesięczny globalny deficyt ropy i wywołałoby zapewne przejściowo silną korektę cen.

Złoto

W październiku złoto, z szczególnie srebro zachowywały się istotnie lepiej niż we wrześniu. Była to głównie zasługa osłabiającego się dolara, a w przypadku srebra - także wyraźnej poprawy sentymentu w sektorze metali przemysłowych. Ostatecznie złoto zamknęło miesiąc wynikiem +1,5%, natomiast srebro zdrożało o solidne 7,8%. Już od kilkunastu co najmniej tygodni widać wyraźnie, że ceny złota stały się znacznie mniej wrażliwe na rentowności na rynku długu i były w stanie ignorować ich wzrost, a nawet rosnąć w otoczeniu rosnących stóp rynkowych. Pozostają natomiast silnie odwrotnie skorelowane z kursem amerykańskiej waluty. W ujęciu krótkoterminowym ważnym czynnikiem cenotwórczym są dane makroekonomiczne i wskaźniki koniunktury. Każdorazowo po słabszych danych złoto reaguje wzrostem, a po lepszych cena jest pod presją. Dzieje się tak ze względu na swego rodzaju klincz, w jakim kurs znalazł się od sierpnia zeszłego roku. Rosnąca inflacja jest zasadniczo korzystna dla złota, jednak wysokie jej odczyty, w połączeniu z dobrymi danymi makro, przybliżają termin podwyżek stóp procentowych w USA, co z kolei dla ceny złota dobre nie jest. W tym kontekście istotnym wydarzeniem jest decyzja o rozpoczęciu „taperingu”, czyli ograniczania skupu aktywów przez FED w tempie 15 mld USD miesięcznie (10 mld USD na obligacje skarbowe i 5 mld USD na papiery dłużne zabezpieczone hipoteką, MBS). Przybliży on podwyżki stóp, choć prezes FED Jerome Powell podczas wideokonferencji po ostatnim posiedzeniu Rezerwy ocenił, że jest na to jeszcze zdecydowanie za wcześnie, a celem głównym nadal pozostaje „dążenie do osiągnięcia maksymalnego zatrudnienia, zarówno pod względem stopy bezrobocia, jak i wskaźnika partycypacji siły roboczej”.

W ocenie analityków czynnikiem blokującym wzrost cen złota jest także niekończąca się hossą na rynkach akcji, która skutecznie odciąga uwagę inwestorów od kruszcu. Jako ciekawostkę wskazać można, że amerykańska SEC (Securities and Exchange Commission), w październiku zatwierdziła dokumenty i dopuściła do obrotu pierwszy ETF na Bitcoin, o nazwie BITO. Fani kryptowalut rysują podobieństwa do roku 2004, kiedy zadebiutował pierwszy ETF na złoto, skutecznie przyciągając duże ilości kapitału.

Warto pamiętać o tym, że bądź co bądź wysoka historycznie cena złota przyczynia się obecnie do dobrych

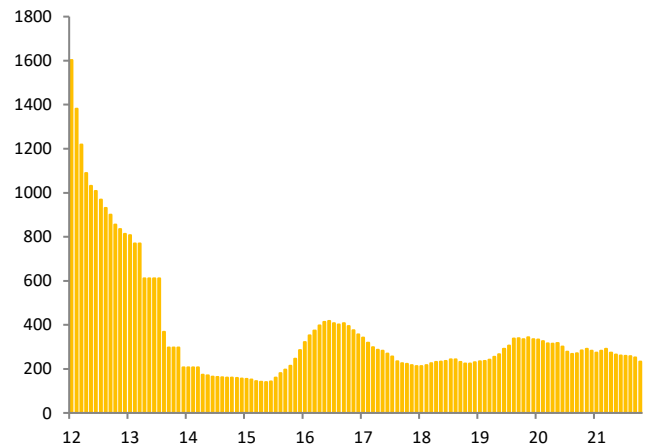
wyników spółek je wydobywających. Z analiz wykonanych przez firmę Sprott, wynika, że spółki te są istotnie niżej wyceniane niż średnia dla S&P500 (np. przy EV/EBITDA na poziomie 6,6 vs 14,61 dla rynku) i dostarczają istotnie wyższych dywidend (stopa dywidendy na poziomie 2,4% vs 1,4% dla S&P500), co czyni inwestycję w nie, nadal dość atrakcyjną.

Metale przemysłowe

Pomimo perypetii w chińskim sektorze deweloperskim i generalnie obaw o tempo globalnego wzrostu gospodarczego po okresie odbudowy po covidowej zapaści w pierwszej połowie bieżącego roku, zapasy głównych metali we wrześniu spadły do bardzo niskich poziomów i utrzymywały się na nich październiku.

Problemy z zaopatrzeniem w energię w Chinach spowodowały przerwy produkcyjne w hutach metali. Równocześnie ograniczenia dostaw prądu nie dotknęły firm na dalszych etapach produkcji. O ile zużycie prądu r/r w sektorze hutniczym spadło w Chinach o 1%, to w sektorze przetwórczym było o 10% większe. Spowodowało to szybkie zużycie zapasów nieprzetworzonych metali i silną presję na wzrost cen. Miedź, której cena rosła o 6,8%, pomimo obaw o chiński sektor nieruchomości, jest typowym tego przykładem. Według szacunków Goldman Sachs w IV kwartale można spodziewać się 330 tys. ton deficytu tego metalu (w ubiegłym tj. 2020 r. globalna produkcja kopalń wyniosła ok. 20 mln ton rocznie, a wraz z recyklingiem globalna podaż to było ok. 24,5 mln ton). W połowie miesiąca zapasy miedzi, monitorowane przez giełdę metali LME w Londynie, osiągnęły najniższy poziom od 1974 roku. Z końcem października ceny spot na pięciu z sześciu głównych rynków metali na LME wykazywały nadal wysokie premie względem kontraktów terminowych, co było oznaką problemów ze znalezieniem metali z dostawą natychmiastową. W podobnych sytuacjach historycznie problemy łagodził recykling złomu, jednak obecnie tak nie było. Wysokie ceny z pierwszych miesięcy roku skutecznie „wyczyściły” zapasy w łańcuchu dostaw złomu, a w tak krótkim czasie nie miały one możliwości by się odbudować.

Zapasy miedzi przy Londyńskiej Giełdzie Metali (LME)



źródło: Bloomberg

Podobna sytuacja jak w przypadku miedzi dotyczy aluminium. Co prawda metal zakończył miesiąc spadkiem o 4,8%, jednak w międzyczasie zaliczył w październiku kilkunastoletnie maksima cenowe na poziomie ok. 3200 USD za tonę. Wysokie zużycie energii przy produkcji aluminium (najczęściej z wysokoemisyjnych źródeł), w połączeniu ze stale rosnącym zapotrzebowaniem z sektora infrastruktury i elektromobilności będzie zapewne trwale wywierać presję na jego ceny. W październiku rosły także ceny niklu (+15,5%) czy cynku (+8,8%), zyskiwały także platyna (+6,1%) i pallad (+4,2%), które poniekąd odreagowały wcześniejsze silne spadki związane z obawami o popyt ze strony przemysłu samochodowego.

Po drugiej stronie rynku znalazła się ruda żelaza, która zanotowała płaski wynik (+1,3%), jako że jest surowcem na który wyłączenia produkcyjne w hutach wygenerowały spadek zapotrzebowania. Oczekuje się, że produkcja stali w Chinach w III kwartale ma spaść o 10% r/r i 12% k/k. Inwestorzy dyskutowali to jednak już od pewnego czasu, przeceniając mocno surowiec w poprzedzających miesiącach.

Uważamy, że ceny metali będą pod presją popytu, dopóki świat nie rozwiąże „kryzysu energetycznego” i ceny energii będą wysokie a zagrożenie przerwami dostaw realne. Poza konieczną normalizacją produkcji, czeka nas jeszcze etap odbudowywania zapasów przez główne podmioty jak giełdy, dystrybutorów, przetwórców, ale także podmioty publiczne, wszak zapewne Chińczycy będą dążyli do odbudowania rezerw strategicznych, które kilkakrotnie interwencyjnie sprzedawali na rynku w ostatnich

miesiącach. W związku z tym wysokie ceny metali zapewne utrzymają się przez dłuższy czas.

Towary rolne

Zakończone na półkuli północnej zbiory przyniosły mocno niejednoznaczne efekty. Produkcja wszystkich odmian pszenicy wyniosła w USA tylko 1,646 mld buszli, co było wynikiem najgorszym od 19 lat, jednocześnie w Unii Europejskiej, jak wynika z prognoz Komisji Europejskiej zbiory pszenicy miękkiej były o 14 mln ton wyższe niż przed rokiem i wyniosły 132 mln ton. Jako udane analitycy określają również zbiory kukurydzy po obu stronach Atlantyku, co nie przeszkodziło jej wspiąć się na najwyższe poziomy cenowe od sierpnia. W październiku ceny pszenicy wzrosły o 6,5%, kukurydzy 5,9%, a soja staniała o 1,3%. Oczy inwestorów zwróciły się obecnie na półkulę południową, gdzie rośnie ryzyko kolejnego zjawiska La Niña nadchodzącej zimy, stanowiącego istotne zagrożenie dla plonów w Ameryce Południowej.

Pszenica to jeden z najważniejszych produktów żywnościowych, a wzrost cen kontraktów terminowych na pszenicę, zarówno na giełdzie w Chicago, jak i w Paryżu do najwyższych poziomów od ośmiu lat nerwowo obserwują kluczowi nabywcy z Bliskiego Wschodu, Afryki Północnej i Chin. Według doniesień rynkowych, część nabywców zabezpiecza się obecnie przed możliwą ograniczoną

podażą w przyszłości zwiększonymi zakupami, co wywiera dodatkową presję na ceny. W perspektywie kolejnych miesięcy istotnym czynnikiem cenotwórczym będą także ceny nawozów i paliwa rolniczego, które w ostatnim czasie dramatycznie wzrosły. Z jednej strony podrażać będą produkcję, a z drugiej mniej obfite nawożenie może mieć destrukcyjny wpływ na plony. Paradoksalnie więc pomimo wysokich cen żywności, perspektywy dla spółek ją produkujących nie są wcale tak jednoznacznie dobre. (bn)



Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	5,0%	2,1%	5,2%	33,7%	57,4%	81,3%
MSCI World	USD	5,6%	2,7%	7,1%	36,9%	60,7%	87,7%
MSCI Emerging Markets	USD	0,9%	-2,4%	-7,3%	12,9%	35,3%	40,0%
MSCI EM Asia	USD	1,2%	-2,0%	-9,3%	8,0%	46,5%	54,6%
MSCI EM Latin America	USD	-5,4%	-19,3%	-13,3%	15,0%	-19,6%	-18,9%
MSCI EM Europe	USD	3,7%	11,2%	21,2%	70,0%	37,9%	59,5%
MSCI Poland	PLN	4,6%	6,2%	17,5%	55,8%	5,7%	21,1%
MSCI Frontier Markets	USD	4,0%	7,5%	13,1%	33,1%	33,4%	38,2%
S&P500 - USA	USD	6,9%	4,2%	9,4%	39,1%	74,4%	116,6%
Russell 2000	USD	4,2%	2,6%	0,1%	47,1%	55,5%	93,4%
MSCI Europe	EUR	4,5%	2,5%	8,4%	39,0%	31,0%	36,4%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	4,6%	2,5%	8,4%	39,1%	33,8%	39,5%
DAX - Niemcy	EUR	2,8%	0,3%	3,5%	35,3%	38,4%	46,7%
CAC40 - Francja	EUR	4,8%	3,0%	8,4%	49,5%	36,9%	50,2%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	3,0%	3,1%	2,7%	41,3%	2,7%	-1,6%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	4,6%	5,3%	10,7%	50,4%	41,2%	55,1%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	2,1%	2,2%	4,0%	29,7%	3,0%	3,4%
FTSE Nordic 30	SEK	2,5%	2,0%	11,0%	33,9%	57,3%	71,7%
Nikkei - Japonia	JPY	-1,9%	4,0%	-0,6%	23,8%	36,6%	65,6%
TOPIX - Japonia	JPY	-1,4%	3,8%	4,8%	24,2%	25,9%	43,7%
MSCI China	HKD	3,1%	-3,8%	-17,0%	-11,9%	34,5%	48,7%
Hang Seng - Hongkong	HKD	3,3%	-3,6%	-13,4%	3,2%	2,3%	10,6%
Kospi - Korea Płd.	KRW	-3,2%	-8,4%	-6,4%	27,7%	48,8%	47,1%
SENSEX - Indie	INR	0,3%	12,6%	19,2%	49,2%	74,1%	112,3%
XU100 - Turcja	TRY	8,2%	11,9%	9,8%	35,1%	68,1%	94,3%
RTS- Rosja	USD	3,7%	12,5%	22,0%	70,9%	65,7%	85,8%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-6,7%	-17,6%	-13,8%	7,2%	23,5%	60,9%
WIG	PLN	4,6%	8,5%	20,5%	64,1%	35,6%	50,0%
AKCJE - segmenty	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	3,2%	1,5%	1,4%	42,2%	53,7%	76,5%
MSCI ACWI Large Cap	USD	5,2%	2,2%	5,6%	33,2%	58,0%	83,3%
WIG20	PLN	4,1%	6,2%	17,3%	55,9%	14,3%	32,3%
WIG20 total return	PLN	4,1%	7,4%	19,9%	59,3%	21,3%	46,4%
mWIG40	PLN	8,5%	15,8%	26,4%	74,8%	51,1%	40,1%
sWIG80	PLN	1,0%	3,1%	8,4%	63,9%	94,8%	48,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	4,2%	1,2%	9,7%	27,6%	52,9%	87,2%
MSCI World Energy	USD	7,9%	13,6%	14,1%	88,3%	-11,7%	-10,8%
MSCI World Financials	USD	6,1%	7,3%	7,6%	61,2%	40,1%	61,3%
MSCI World Metals&Mining	USD	4,8%	-14,2%	-10,8%	26,2%	44,2%	59,9%
MSCI World Industrials	USD	4,6%	0,6%	2,6%	34,5%	50,6%	70,4%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	8,1%	3,9%	7,1%	36,1%	90,3%	131,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	3,3%	-0,4%	3,0%	15,1%	26,3%	30,3%
MSCI World IT	USD	7,5%	4,9%	13,4%	42,1%	139,4%	239,9%
Nasdaq	USD	7,3%	4,9%	10,1%	38,6%	119,8%	198,6%
Nasdaq100	USD	7,9%	5,3%	13,5%	39,6%	136,1%	229,8%
S&P Global Clean Energy	USD	16,4%	10,7%	7,0%	27,9%	216,3%	188,0%
Eurostoxx Banks	EUR	2,4%	9,7%	11,8%	96,1%	5,8%	-2,9%
WIG-Games	PLN	-14,0%	-15,1%	-10,8%	-36,5%	98,0%	
WIG-Energia	PLN	5,8%	8,6%	0,3%	93,5%	26,8%	13,7%
WIG-Banki	PLN	22,8%	41,9%	58,9%	197,1%	30,3%	53,0%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	6,7%	3,6%	10,8%	35,6%	99,9%	146,0%
MSCI World Value	USD	4,4%	1,8%	3,3%	38,4%	26,5%	39,9%

SUROWCE	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	8,0%	14,8%	28,4%	101,3%	20,4%	38,3%
Miedź	USD	6,8%	-3,4%	-2,8%	42,9%	59,4%	99,1%
Aluminium	USD	-4,8%	3,7%	11,7%	50,5%	37,8%	57,4%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	2,9%	0,2%	2,7%	43,4%	41,3%	8,9%
Rudy żelaza	USD	1,3%	-43,1%	-32,6%	1,1%	66,4%	109,5%
Węgiel koksujący	CNY	-24,2%	15,0%	36,1%			
Złoto	USD	1,5%	-2,4%	0,6%	-4,5%	45,1%	39,8%
Srebro	USD	7,8%	-6,3%	-8,4%	2,8%	65,3%	34,6%
Bloomberg Commodity Index	USD	2,6%	6,0%	14,6%	44,3%	22,5%	20,3%
OBLIGACJE	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-0,5%	-3,2%	-2,1%	-3,3%	11,3%	9,6%
USD Korporacyjne IG	USD	0,2%	-0,9%	2,8%	2,0%	25,5%	26,7%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,7%	-1,7%	-0,3%	0,0%	7,5%	8,8%
USD azjatyckie IG	USD	-0,1%	-0,2%	1,8%	1,1%	21,4%	22,5%
USD Korporacyjne HY	USD	-0,2%	0,4%	2,4%	10,5%	24,0%	36,0%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-0,4%	-0,3%	1,2%	8,9%	15,6%	23,7%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-0,3%	-1,9%	-0,8%	3,3%	16,0%	17,5%
EM skarbowe w USD	USD	0,0%	-1,2%	1,5%	3,0%	17,6%	18,4%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-3,6%	-5,1%	-5,0%	-6,1%	6,2%	13,6%
POZOSTAŁE	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-0,2%	-2,8%	-4,6%	-1,0%	1,6%	5,2%
EUR/PLN	PLN	0,0%	0,9%	0,9%	-0,3%	6,5%	6,3%
CHF/PLN	PLN	1,9%	2,6%	5,0%	0,7%	14,7%	8,8%
USD/PLN	PLN	0,2%	3,8%	5,8%	0,7%	4,8%	1,0%
USD/JPY	USD	-2,4%	-4,0%	-4,5%	-8,3%	-1,4%	-8,2%
Bloomberg USD Index	USD	-0,4%	2,0%	3,1%	-1,0%	-3,7%	-4,0%
MSCI EM Currency Index	USD	0,6%	0,0%	0,2%	4,8%	8,9%	12,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,6%	-3,4%	-4,1%	1,2%	-11,6%	-19,6%
Europe REITS	EUR	4,3%	-4,5%	4,5%	47,6%	-9,9%	-11,0%
US REIT's	USD	7,6%	3,3%	11,5%	46,1%	31,8%	32,8%
Bitcoin	USD	40,4%	46,8%	7,3%	340,3%	867,5%	8583,9%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	5,9%	3,0%	12,6%	30,7%	191,4%	461,8%
Amazon	USD	2,7%	-6,3%	-2,8%	5,0%	119,1%	334,4%
Alphabet (Google)	USD	10,7%	9,0%	23,7%	90,2%	186,2%	261,3%
Microsoft	USD	17,6%	16,0%	31,9%	63,5%	231,0%	498,7%
Facebook	USD	-4,7%	-9,7%	-1,8%	15,2%	127,7%	146,5%
Netflix	USD	13,1%	34,2%	35,6%	36,9%	142,4%	445,4%
Tesla	USD	43,7%	64,5%	64,5%	171,2%	1563,4%	2685,4%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	7,5%	8,6%	16,5%	22,6%	15,2%	20,6%
Roche	CHF	3,5%	1,9%	18,1%	24,1%	65,8%	81,2%
ASML	EUR	8,5%	9,0%	29,4%	123,9%	395,8%	662,2%
Nestle	CHF	7,2%	6,3%	10,7%	20,2%	56,3%	90,7%
Novartis	CHF	-1,5%	-9,4%	-3,4%	10,5%	10,2%	43,8%
Novo Nordisk	DKK	13,3%	23,8%	56,3%	68,9%	167,6%	234,7%
L'Oreal	EUR	10,7%	2,6%	15,1%	43,2%	118,7%	157,0%
LVMH	EUR	9,2%	-1,0%	6,5%	69,5%	169,5%	337,4%
Astrazeneca	Gbp	1,5%	10,7%	23,9%	18,6%	69,4%	135,2%
SAP	EUR	6,8%	3,0%	7,3%	35,5%	43,2%	67,7%
Sanofi	EUR	4,0%	-0,1%	3,3%	14,7%	30,2%	46,9%
Chiny - BAT	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	5,5%	-2,9%	-23,6%	22,9%	-10,7%	-9,7%
Tencent Holding	HKD	4,2%	-2,2%	-23,6%	-20,3%	86,5%	134,2%
Alibaba	USD	11,4%	-16,5%	-29,6%	-47,2%	23,7%	61,8%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 października 2021 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM - rynki rozwinięte, JPM EMCI - indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG - rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny, * subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

Ważne informacje

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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