



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

CENY ROPY I OBLIGACJI W CENTRUM UWAGI

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - październik 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

Damian Marciniak

Dyrektor ds. Inwestycyjnych

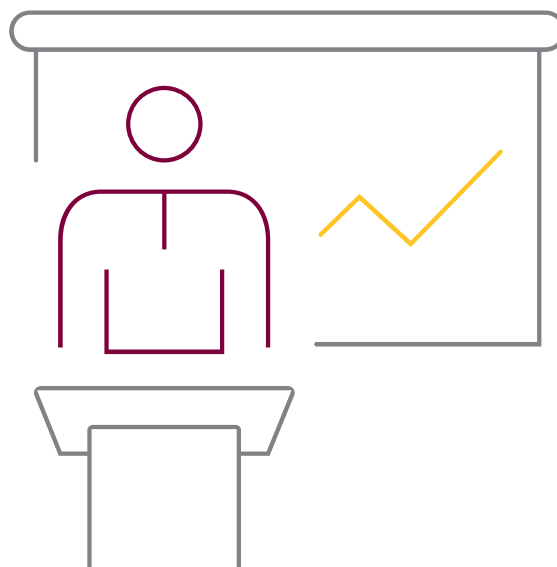
Doradca Inwestycyjny

Arkadiusz Banaś

Specjalista ds. Analiz

Tomasz Kolarz

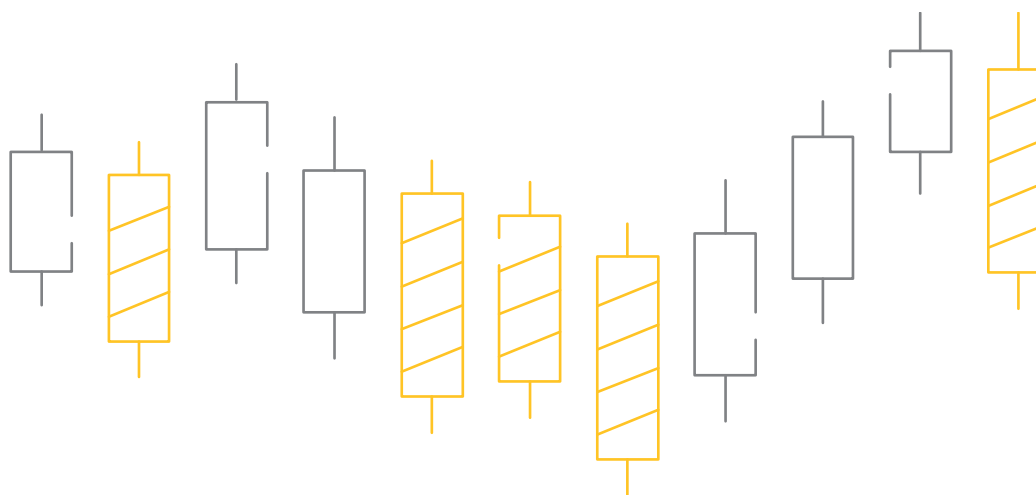
Ekspert ds. Data Science



13 października 2023 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska	10
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne	13
Surowce	13
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	15
Ważne informacje	17



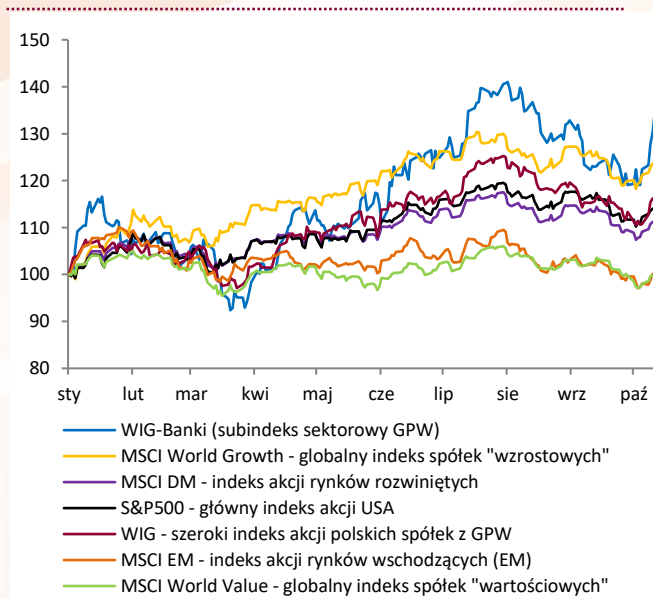
Wstęp

- Najważniejszym wydarzeniem ostatnich tygodni na rynkach finansowych ponownie **rosnące rentowności długoterminowych obligacji skarbowych krajów wysokorozwiniętych (DM)**. W pierwszym tygodniu października nowe 16-letnie maksima rentowności ustanowiły 10-letnie papiery amerykańskie i brytyjskie. Rentowności analogicznych „skarbowek” Włoch i Niemiec były z kolei najwyższe od kryzysu zadłużeniowego strefy euro z początku minionej dekady. Jednocześnie tylko ten ostatni kraj może poszczycić się umiarkowanym poziomem długu do PKB (dla pozostałych z wymienionych wskaźnik ten już dawno przekroczył 100%).
- Dlaczego to takie ważne? **Wzrost rentowności oznacza spadek cen obligacji** znajdujących się w portfelach banków, instytucji finansowych, funduszy emerytalnych, itd. (w samym tylko wrześniu indeksy obligacji skarbowych DM potraciły od 2 do 3%). Poprzedni gwałtowny spadek cen obligacji leżał u podstaw problemów banków regionalnych w USA i pośrednio przyczynił się także do przymusowej restrukturyzacji / przejęcia ikony szwajcarskiej bankowości – Credit Suisse. Obecnie w większości krajów OECD, dzięki podwyższonym w ostatnich latach wymogom i rygorom, banki są dobrze skapitalizowane i nadzorowane w zakresie ryzyka płynności, natomiast **wysokimi rentownościami „bezpieczne” instrumenty finansowe silnie konkurują o kapitał z rynkami akcji**.
- Po kursach z 12 października, z każdego dolara zainwestowanego w amerykańskie obligacje skarbowe inwestor ma „gwarantowane” 58 centów za 10 lat i ponad 3 dolary zysku za 30 lat. **Rentowności w USA przewyższają bieżącą i oczekiwaną inflację** praktycznie w każdym z interwałów, co oznacza, iż możemy mówić na tamtejszym rynku obligacji o **dodatnich realnych stopach procentowych** - rzecz bardzo rzadko spotykana w ostatnich kilkunastu latach w jakichkolwiek gospodarkach rozwiniętych.
- Jaki był główny czynnik wspierający wzrosty rentowności w ostatnim czasie? Przy ciągle jeszcze niezakończonych „walce z inflacją” czołowych banków centralnych (Fed, EBC i inne; komunikują one przeważnie potrzebę utrzymania wysokich stóp procentowych przez dłuższy czas lub nawet ich dalsze podwyższanie oraz redukują portfele instrumentów finansowych), **doszedł dodatkowy istotny czynnik utrudniający stabilizację cen**, mianowicie **w okresie lipiec – wrzesień o ponad 30% wzrosła cena ropy**. Zapotrzebowanie na ten kluczowy i najważniejszy surowiec systematycznie rośnie na świecie (wyjątkiem jest Europa), a kartel OPEC skutecznie steruje podażą w celu kształtowania i utrzymywania idealnych z punktu widzenia własnego interesu wysokich cen. Na szczęście przełom września i października przyniósł ponad 10%-ową korektę cen ropy, która pozwoliła nieco odbić także cenom obligacji.
- Informacje z frontu walki z inflacją: **najbardziej dynamiczny proces dezinflacji ma miejsce w regionie Europy Środkowo-Wschodniej**. W Polsce dynamika r/r cen konsumpcyjnych (wskaźnik CPI) wyniosła we wrześniu 8,2% vs. 10,1% w sierpniu. Koszyk cen spadł nawet miesiąc do miesiąca – o 0,4%, przy czym głównie dzięki obniżkom cen paliw. W Czechach i na Węgrzech inflacja CPI r/r również mocno spadła – odpowiednio do 6,9% i 12,2% we wrześniu z 8,5% i 16,4% w sierpniu.
- Coraz bardziej widoczne są też symptomy końca dekonunktury zarówno w przemyśle, jak i w konsumpcji.
- Które zatem klasy aktywów oferują naszym zdaniem najlepsze perspektywy? Otóż **w przekroju globalnym bardziej pozytywnie zapatrujemy się na rynek obligacji, zwłaszcza rynek skarbowy amerykański i zagranicznych emitentów korporacyjnych o wysokim ratingu- inwestycyjnym (IG - Investment Grade)**, przy czym w tym podsegmentcie nieco większą wartość widzimy wśród emitentów europejskich (w EUR).

- 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 łaćńskiej, najgorzej - amerykański.
- Preferujemy następujące style ekspozycji na akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM): *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 wzrost rynkowych stóp procentowych, a ich rynkowe

wyceny bazują niekiedy na odległych i w związku z tym, niepewnych projekcjach finansowych. (zo)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- Jaskółki poprawy sytuacji w globalnym przemyśle
- EBC i Fed chcą wysokich stóp dłużej
- W Polsce coraz więcej sygnałów poprawy nastrojów konsumenta

To co przykuwa uwagę ostatnio w światowej gospodarce to poprawa nastrojów w sektorze przemysłowym. Obrazują ją przede wszystkim ostatnie, sierpniowe i wrześniowe indeksy wyprzedzające koniunktury PMI. Zwiastuny odbicia następują po okresie dekonunktury mającej kilka źródeł. Z tych najważniejszych można wymienić: spadek globalnego popytu na dobra trwałe po okresie boomu okołopandemicznego, spowolnienie wywołane podwyżkami stóp procentowych, kryzys energetyczny w strefie euro oraz w końcu zastój na rynku nieruchomości w Chinach.

Wskaźnik PMI dla światowego przemysłu od JP Morgan we wrześniu rósł drugi miesiąc z rzędu, do 49,1 pkt. Jest

zatem już blisko poziomu 50 pkt., oddzielającego obszar rozwoju od dekonunktury. Podobną wymowę, sugerującą odbicie po okresie słabości, mają indeksy PMI przemysłu dla największych gospodarek. W Chinach sierpień i wrzesień były dwoma miesiącami z wartościami nieco powyżej 50 pkt. W USA wskaźnik we wrześniu wzrósł do 49,8 pkt., podczas gdy jeszcze w czerwcu br. notował 46,3 pkt. Dla strefy euro odbicie PMI jest najbardziej rachityczne, ale zarysowuje się szansa, że okres wakacyjny wyznaczył jego dołek.

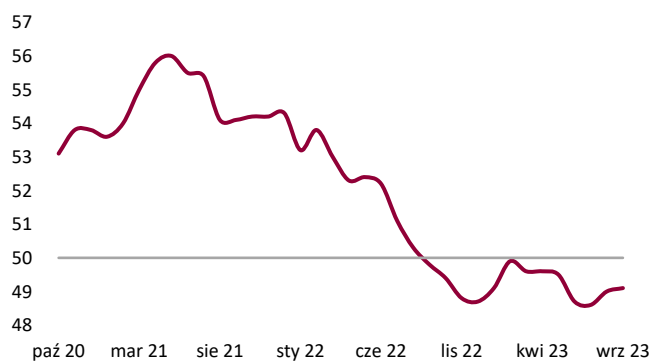
Pewne pozytywne, choć jeszcze kruche, sygnały widać też już w „twardych” danych (tj. na bazie przeszłych zdarzeń). W USA nieźle się trzyma produkcja w sektorze motoryzacyjnym, co sugeruje trwalszy od oczekiwanego charakter odbicia globalnego popytu na samochody po zapaści pandemicznej. W Niemczech w sierpniu zamówienia w przemyśle spadały jeszcze o 4,4% r/r, ale w wyraźnie wolniejszym tempie niż w lipcu (-10,1% r/r). Co ciekawe od kilku miesięcy odbijają zamówienia w

energochłonnej branży chemicznej, co można czytać jako wstępny sygnał poprawy jej funkcjonowania wraz ze stabilizacją cen gazu w Europie po wysoku w 2022 r. Oczywiście to zaledwie pierwsze, jeszcze nieśmiałe symptomy poprawy w sektorze, ale być może wyznaczają punkt przegięcia w cyklu.

Poza tym, we wrześniu mieliśmy do czynienia z posiedzeniami głównych banków centralnych. Amerykański Fed utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym, najwyższym od przeszło dwóch dekad poziomie 5,25-5,5%. Opublikowane zostały także nowe prognozy banku, w których poprawione zostały przede wszystkim oczekiwania co do wzrostu gospodarczego i sytuacji na rynku pracy w USA. Oczekiwana presja inflacyjna, będąca pochodną dobrej sytuacji na rynku pracy sprawia, że Fed widzi konieczność utrzymania stóp na wyższym poziomie w dłuższym okresie. Nie wyklucza też wznowienia podwyżek stóp.

Bank centralny strefy euro EBC postąpił nieco inaczej. We wrześniu podwyższył stopy procentowe o 25 p.b., w tym stopę depozytową do 4%, a więc najwyższego poziomu w historii. Prognozy wzrostu gospodarczego strefy euro zostały jednak ścięte w dół. Słabsza od wcześniej oczekiwanej koniunktura znacząco przybliżyła bank do zakończenia podwyżek stóp procentowych. Ale już retoryka dotycząca zachowania stóp w przyszłości jest, w przypadku EBC, podobna jak w Fed – szybkiego cofnięcia nie ma się wg banku co spodziewać.

PMI przemysłu, globalny



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

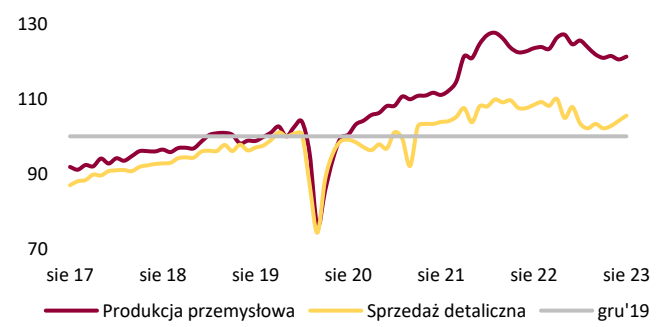
Polski przemysł jest, podobnie jak globalny, w słabej kondycji, ale zestaw ostatnich danych pokazuje, że również może być w punkcie zmiany negatywnych tendencji. Impuls do odbicia powoli zaczyna się pojawiać ze strony krajowego konsumenta, który w

naszej ocenie (Dział Analiz Makroekonomicznych) da sygnał do ożywienia w całej gospodarce po okresie dekonunktury.

Zresztą obserwujemy coraz wyraźniejsze symptomy, że taka sytuacja ma właśnie początek. Sprzedaż detaliczna od kilku miesięcy wychodzi z dołka. W sierpniu w ujęciu r/r i cenach stałych obserwowaliśmy jeszcze ujemną dynamikę (-2,7% r/r), ale to najmniejszy „minus” od stycznia br. Nastroje konsumenckie w tym roku ulegają regularnej poprawie. W badaniach GUS sięgają obecnie poziomów najwyższych od wybuchu pandemii. Niewątpliwie istotne znaczenie ma tu sytuacja hamującej inflacji, która w połączeniu z wciąż relatywnie silnym rynkiem pracy, przywraca wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym (po skorygowaniu o inflację).

Sygnał ze strony konsumenta powinien zacząć przekładać się na sektor przemysłowy. Pierwsze oznaki szans na przegięcie w cyklu już się zresztą pojawiły. Wolumeny produkcji sprzedanej w krajowym przetwórstwie przemysłowym przez ostatnie cztery miesiące stabilizują się po wcześniejszych silnych spadkach. Wskaźnik koniunktury PMI dla sektora z kolei odbił we wrześniu z 43,1 do 43,9 pkt. przy sygnałach hamującego tempa spadku nowych zamówień.

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



źródło: GUS, opracowanie i prognozy własne

Podobnie jak w przypadku globalnej gospodarki, to zaledwie pierwsze, jeszcze słabe oznaki ożywienia. Spodziewamy się, że PKB Polski w III kw. 2023 wrósł o zaledwie 0,1% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy jednak, że ożywienie przyspieszy, choć w umiarkowanym stopniu.

Tym bardziej, że zaczną być wspierane przez luźniejszą politykę monetarną. W październiku RPP obniżyła stopy procentowe NBP o 25 p.b. Włącznie z decyzją wrześniową to razem -100 p.b. Jednocześnie Rada sygnalizuje, że w krótkim terminie spodziewa się

dalszego chłodzenia inflacji, co będzie w naszej opinii prowadziło do kontynuacji procesu obniżek stóp procentowych. (js)

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- **Wrzesień był słabym miesiącem dla akcji rynków rozwiniętych**
- **Rosnące rentowności amerykańskich obligacji są zagrożeniem dla atrakcyjności rynku akcji**
- **Słabe perspektywy wyników finansowych przy wysokich wycenach dla akcji amerykańskich uzasadniają zdecydowanie negatywne nastawienie**

Wrzesień był słabym miesiącem dla globalnych akcji rynków rozwiniętych. Indeks je grupujący – MSCI World - spadł o blisko 4,5%, w tym akcje amerykańskie mierzone indeksem S&P500 zniżkowały o prawie 4,9%. Tło dla gorszych nastrojów nie zmienia się nadto od początku sierpnia, kiedy to zostały zainicjowane bieżące spadki. Mający miejsce **dalszy znaczący wzrost rentowności amerykańskich obligacji** w wymiarze międzyrynkowym oznacza istotny wzrost atrakcyjności skarbowego (czyli bezpiecznego) długu względem ryzykownych aktywów, jakimi są akcje. **Obligacje o krótszym (2-3 letnim) okresie zapadalności oferują rentowności bliskie lub przekraczające 5%. W dużym uproszczeniu oznacza to możliwość osiągnięcia w tej wysokości rocznej stopy zwrotu w okresie tych 2-3 lat ...** i to bez ryzyka, bo raczej nie jest zakładany upadek emitenta jakim są Stany Zjednoczone. A jako że ostatnie odczyty inflacyjne są poniżej 4% r/r (a dokładniej 3,7% zarówno za sierpień, jak i wrzesień), to z tych bezpiecznych instrumentów można osiągnąć dodatnią realną stopę zwrotu.

Oczywiście akcje teoretycznie są w stanie wygenerować nieporównywalnie wyższe stopy zwrotu poprzez zmianę rynkowych notowań, co zresztą wielokrotnie w rocznych interwałach miało miejsce, ale też jest to klasa aktywów

po pierwsze obciążona dużym ryzykiem, a po drugie ściśle zależna od sentymentu rynkowego, który muszą wspierać pozytywne oczekiwania. Kluczową zmienną poddawaną prognozom są wyniki finansowe spółek, które są głównym silnikiem w procesie wycen akcji. A tutaj nie ma dobrych wieści, **aktualne konsensusy oczekiwań rynkowych zakładają w 2023 r. całorocznie niewielki (poniżej 5%) wzrost r/r zagregowanych przychodów ze sprzedaży dla spółek z indeksu S&P500 oraz ok. 1%-owy spadek zysku netto na akcję.** Przyszłoroczne prognozy wykazują większy optymizm, ponieważ zbliżonej dynamice wzrostu sprzedaży ma już towarzyszyć ok. 10% wzrost zysku netto na akcję.

Prosta kalkulacja wskazuje, że oczekiwany zatem jest istotny wzrost marży operacyjnej, której poziom może nawet przekroczyć rekordowo dobry 2022 r. Tylko że przed rokiem miała miejsce bardzo wysoka inflacja, a ogólny wzrost cen w gospodarce sprzyjał podwyżkom cen produktów ponad tempo wzrostu kosztów wytworzenia. W obecnie spadających dynamikach wzrostu cen w gospodarce lub nawet jego spadku, o czym informował przed miesiącem ujemny wskaźnik PPI, przy zawieszonych na wyższym poziomie np. kosztach pracy można mieć wątpliwości czy uda się tego dokonać. Jednocześnie **podtrzymane restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, którego złagodzenie jest szacowane (w wycenach różnych instrumentów finansowych) dopiero w okolicach połowy przyszłego roku, oznacza również przedłużenie okresu wyższych kosztów finansowych,** które będą dodatkowo obciążały potencjalną marżowość spółek z długiem netto.

Co więcej **akcje amerykańskie nie są tanie.** Oczywiście

pojęcie „taniaści” lub „drogości” jest bardzo relatywne i należy przyjąć tutaj jakiś punkt odniesienia. Najprostszym wydaje się porównanie do innych regionów po najpopularniejszym do takich rankingów wskaźniku P/E (cena do zysku na 1 akcję). I tu na wstępie już widać znaczącą rozbieżność względem akcji europejskich, gdzie szeroki indeks tego regionu Stoxx Europe 600 jest notowany przy wskaźniku P/E ok. 14x (dane z 6 października 2023), podczas gdy dla indeksu S&P500 analogiczny wskaźnik wynosi 21x, co oznacza, że akcje amerykańskie wg tego miernika są ok. 50% droższe od europejskich. Akcje amerykańskie są również droższe od akcji japońskich, dla których wskaźnik P/E wynosi 17x. W przeciwieństwie do akcji europejskich wskaźnik P/E dla akcji amerykańskich jest również wyraźnie powyżej swojej 10-letniej średniej, czyli także względem danych historycznych obecne wyceny wydają się wysokie.

Można zaryzykować tezę, że wskaźnik P/E na poziomie 20x wcale nie jest bardzo wysoki, i jeszcze 2-3 lata temu był na znacznie wyższych poziomach (czyli akcje mogłyby jeszcze rosnąć nawet przy spadających zyskach przedsiębiorstw, o czym mówią prognozy). Jednak wówczas miały miejsce wyraźnie ujemne realne stopy procentowe, co oznacza, że na obligacjach skarbowych musiano akceptować, że zwrot z inwestycji będzie poniżej szacowanej inflacji. W tej sytuacji główną alternatywą były akcje, bo choć drogo wyceniane to jednak dawały szansę wzrostu ich cen, a rosnąca presja inflacyjna dawała w krótkim okresie szansę zwiększenia zysków przedsiębiorstw. **Teraz realne stopy procentowe są dodatnie, a ryzyko osłabienia zysków duże, czyli następuje odwrócenie warunków, co naszym zdaniem stanowi obecnie kluczowy argument za utrzymaniem zdecydowanie negatywnego nastawienia (-2 w skali -2/+2) dla akcji amerykańskich ogółem.**

W odniesieniu do akcji europejskich niższy wskaźnik P/E uzasadnia niewielką preferencję regionu ponad akcjami amerykańskimi wyrażoną w umiarkowanie negatywnym nastawieniu (-1 na skali -2/+2), czyli o jedno „oczko” wyżej. Z dużą nieufnością odnosimy się do konsensusów prognoz finansowych dla spółek regionu, które zakładają wzrost przychodów i zysków w tym i następnym roku. Uważamy, że ryzyka dla marż operacyjnych oraz te płynące z restrykcyjnej polityki

pieniężnej są tożsame z akcjami amerykańskimi, w związku z czym większe zróżnicowanie nastawień dla obu regionów byłoby niewłaściwe.

Nadal bardziej preferujemy spółki o niskich wycenach, silniejszych bilansach, mocnej pozycji gotówkowej oraz bezpieczniejszej strukturze finansowania („value”), lub niekoniecznie tanich, jeżeli ma to uzasadnienie w rentowności kapitałów własnych i stabilnym wzroście przychodów i zysków („quality”). Natomiast otoczenie przede wszystkim wyższych stóp procentowych przez pryzmat wyższego kosztu kapitału jest naszym zdaniem mniej sprzyjające dla spółek o wysokich wycenach, które są oparte na prognozach dynamicznego wzrostu biznesu w kolejnych latach („growth”). (mb)

Rynki wschodzące (EM)

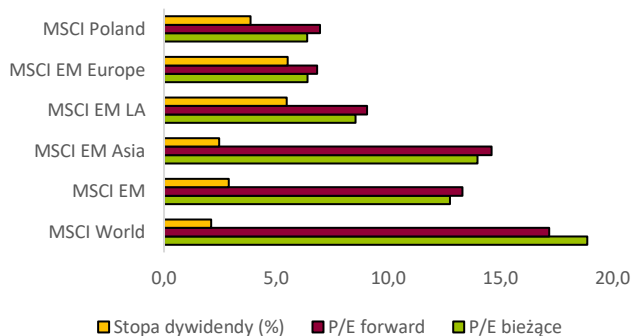
- **Uwaga inwestorów wciąż skupiona jest na problemach chińskiego rynku nieruchomości.**
- **Europejskie rynki wschodzące są coraz tańsze.**
- **Indyjskie akcje nie oferują premii za ryzyko.**
- **Kluczowy dla światowego rynku wysokich technologii TSMC napotyka problemy w USA.**
- **Drożejące surowce dadzą zarobić Brazylii, a tamtejszy bank centralny dodatkowo stymuluje gospodarkę.**

Wrześniowe spadki cen akcji dotknęły także rynków wschodzących (szeroko agregujący indeks MSCI Emerging Markets obniżył się o 2,8%), choć za sprawą tych spadków stały przede wszystkim rynki europejskie. MSCI EM Europe, w którym za po ok. 30% odpowiadają akcje polskie i tureckie, a po ostatnich przetasowaniach i ubiegłorocznym wykluczeniu akcji rosyjskich, w blisko 20% akcje greckie, zaliczył aż 9,5%-ową przecenę. Indeks akcji chińskich MSCI China spadł 3,1%. W ujęciu lokalnym obserwowaliśmy niewielkie wzrosty na rynku indyjskim (+1,5%) i brazylijskim (+0,7%) oraz spadki na giełdach w Tajwanie (-1,7%) i Meksyku (-4,1%).

W ostatnim czasie niewielkiej zmianie uległa atrakcyjność cenowa poszczególnych obszarów rynków EM. Pod względem wskaźników P/E, zarówno w oparciu o wyniki przeszłe za ostatnie 4 kwartały (P/E bieżący), jak i w oparciu o rynkowe konsensusy prognoz na 4

kwartały kolejne (P/E *forward*) najtańszym podsegmentem rynków wschodzących stał się rynek Europy Środkowo-Wschodniej (wspomniany indeks MSCI EM Europe obejmujący także Turcję i Grecję), wyprzedzając pod tym względem region Ameryki Łacińskiej. Niezmiernie najdrożej wyceniane są akcje azjatyckie, na czele z rynkiem indyjskim (P/E bieżące w okolicach 23) czy koreańskim (P/E bieżące 18, po serii słabszych wyników Samsunga – spółki odpowiadającej za ok. aż 1/3 koreańskich indeksów).

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Europa Środkowo-wschodnia, w tym Turcja i Grecja – MSCI EM Europe, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, *dane na 29.09.2023 r.

W centrum uwagi inwestorów na rynkach wschodzących pozostają nierozwiązane problemy chińskiego rynku nieruchomości. Ciągące się kłopoty finansowe największych deweloperów oraz brak zaufania inwestorów i konsumentów pogrążają chińską gospodarkę i uniemożliwiają jej powrót do wzrostowej trajektorii (sektor nieruchomości jest kluczową składową chińskiego PKB). Jak wskazuje Bloomberg, bankructwo Country Garden (jeden z największych deweloperów budowlanych w ChRL, który w sierpniu br. nie spłacił zapadających obligacji) może okazać się gorsze w skutkach dla chińskiego sektora nieruchomości niż głośny upadek giganta Evergrande. “Najbardziej zadłużony deweloper świata” jest winny wierzycielom prawie 330 mld dolarów, ale to właśnie pierwsza ze spółek realizuje więcej projektów (ponad 3100, czyli 2 razy więcej niż Evergrande). **Country Garden traci pieniądze głównie przez coraz niższy wolumen sprzedaży i topniejące ceny na rynku.** Kryzys pogłębiają

rosnące odpisy z tytułu spadającej wartości nieruchomości w budowie oraz aktywów finansowych i kontraktowych. Deweloperzy, których polityka cenowa przez lata była kontrolowana przez władze, nie są w stanie poradzić sobie ze spadającym popytem i utrzymaniem wybudowanych już pustostanów. Główne obawy nie dotyczą jednak konkretnych spółek, a możliwości rozlania się kryzysu poza sektor budowlany, co mogłoby zaszkodzić całemu systemowi finansowemu.

Ze znaczących gospodarek na rynkach EM relatywnie najlepsze perspektywy wykazuje gospodarka Indii, której przewagą jest przede wszystkim dobra sytuacja demograficzna. Niskie koszty produkcji sprowadzają do Indii liczne inwestycje. Swoje fabryki zakładają tam tacy giganci jak Foxconn (producent urządzeń dla Apple) czy Samsung. Zgodnie z konsensusem prognoz Bloomberga, wskaźnik zagregowanego zysku na akcję (EPS) dla spółek ma wykazywać dwucyfrowe dynamiki wzrostu w najbliższych latach (+19% w 2023 r. i +17% w 2024 r.). **Indyjskie akcje są jednak wyceniane drożej niż akcje rynków rozwiniętych, przy wyraźnie wyższym ryzyku,** w związku z czym, jak na razie nie uznajemy Indii jako pożądanego kierunku inwestycyjnego.

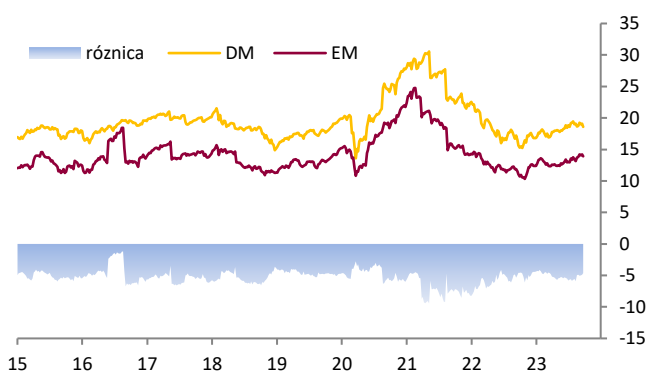
Największy na świecie producent półprzewodników, czyli tajwański Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), zachęcony wsparciem amerykańskiego rządu kontynuuje budowę wartej 40 miliardów dolarów fabryki w Arizonie. Firma przesunęła plany rozpoczęcia produkcji na 2025 rok, skarżąc się na brak wykwalifikowanej siły roboczej w Stanach Zjednoczonych i ściągając setki inżynierów z Tajwanu. Z kolei amerykańskie związki zawodowe utrzymują, że postawa TSMC jest tylko wymówką, by spółka mogła sprowadzać tańszą siłę roboczą. **Sprawę komplikują także względy bezpieczeństwa - TSMC dysponuje najnowocześniejszą technologią, która w związku z nasilającymi się napięciami między USA i Chinami poddawana jest ścisłej kontroli.**

Tymczasem Brazylia (największy rynek Ameryki Łacińskiej), jako gospodarka oparta na eksporcie, korzysta na mocnym dolarze oraz rosnących cenach ropy i innych surowców (np. rud żelaza). **Sentyment na tamtejszym rynku dodatkowo poprawiają działania banku centralnego, który rozpoczął luzowanie polityki**

monetarnej (ostatnia obniżka stopy procentowej w Brazylii o 50 pb.).

Podsumowując, aktualnie do akcji rynków wschodzących ogółem mamy podobne nastawienie jak dla akcji rynków rozwiniętych (DM), tj. umiarkowanie negatywne (-1 w skali od -2 do + 2), które wynika przede wszystkim z lepszego postrzegania rynków obligacji. Przed wyższym nastawieniem vs. DM powstrzymują niedostatecznie wysokie dyskonto w wycenach akcji oraz perspektywy raczej stabilizacji zagregowanych zysków spółek aniżeli ich wzrostu w kolejnych latach.

Dyskonto (różnica) w wycenie akcji rynków wschodzących (EM) vs. rynki rozwinięte (DM) – wskaźniki P/E bieżące*



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, *dane dla indeksów MSCI World i MSCI EM

Punktowo przeważamy akcje Ameryki Łacińskiej, czyli regionu, który wygląda na to, że uporał się już z problemem inflacji i gdzie banki centralne mają przestrzeń do ścinania stóp procentowych. Jednocześnie region ten wydaje się być stosunkowo oddalony od zarzewia aktualnych konfliktów geopolitycznych, czego nie można powiedzieć np. o Turcji, której gospodarka będzie się musiała zmierzyć z terapią szokową wyhamowywania inflacji z obecnych kilkadziesiąt procent rocznie (główna stopa procentowa w Turcji wynosi obecnie już 30%), a w bezpośredniej bliskości wybuchł nowy konflikt zbrojny (ostatnie wydarzenia w Izraelu). (ab, zo)

Polska

- Akcje polskie we wrześniu ponownie słabsze niż globalne

- RPP kontynuuje cykl obniżek stóp procentowych
- Wakacje kredytowe w 2024 r. z kryterium dochodowym
- Utrzymujemy neutralne nastawienie dla akcji polskich co oznacza preferencję względem rynków zagranicznych

We wrześniu główne indeksy GPW kontynuowały korektę, co ponownie najmocniej dotknęło spółki skupione w indeksie WIG20 (-5,5%). Nieco mniej spadł indeks średnich spółek mWIG40 (-4,9%), natomiast indeks szerokiego rynku WIG zniżył o 4,4%. Drugi miesiąc z rzędu lepiej zachowały się mniejsze spółki, skupione w indeksie sWIG80, który zniżył o 1,9%. Sentyment na krajowym rynku akcji był nieznacznie gorszy od globalnego, mierzonego indeksem MSCI ACWI, który we wrześniu zanotował spadek o 4,3%.

Nieoczekiwanym wydarzeniem ubiegłego miesiąca była skala obniżki głównej stopy procentowej przez RPP o 75 pb. do 6%, przy czym rynek zakładał obniżkę o 25 pb. W ten sposób Polska stała się pierwszym krajem w tej części Europy, w którym bank centralny rozpoczął obniżki stóp procentowych (w październiku Rada obniżyła stopy o kolejne 25 pb). Nieoczekiwanie obronną ręką wyszedł najważniejszy sektor na GPW mianowicie banki, dla których po wrześniowej przecenie, październik przyniósł zdecydowane odreagowanie. Generalnie niższe stopy procentowe to niższa marża odsetkowa – podstawowy składnik wyniku finansowego sektora. Jednocześnie premier Morawiecki zapowiedział, że tzw. **wakacje kredytowe zostaną przedłużone na 2024 r., ale z wprowadzeniem kryterium dochodowego** (formalnie zadecyduje o tym już sejm nowej kadencji).

Wrześniowa przecena na GPW miała bardziej charakter sentymentu podążającego za rynkami zagranicznymi, w efekcie umacniania się dolara, co negatywnie oddziaływało na akcje rynków rozwijających się. W mniejszym stopniu zależała od zmian oczekiwań dla przyszłych wyników krajowych spółek. W przypadku głównych indeksów GPW rewizje oczekiwanych wyników in minus nie przekraczały 2%. Natomiast wyjątkiem od tego był indeks mWIG40, dla którego inwestorzy obniżyli o 7,4% oczekiwane 12-miesięczne wyniki.

Obserwując historyczne wartości wskaźników P/E (cena do zysku za ostatnie 12-miesiące), **akcje polskie jako całość**

rynek, nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (5,8x) i jednocześnie obok Turcji (7,8x) są najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek. Również w podobnym miejscu znajdują się zbiorczo rynki rozwijające Ameryki Łacińskiej (7,8x). 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. Niezmiennie większość kluczowych sektorów GPW (poza energetyką) nadal utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat historycznego P/E (najtańsze są: paliwa, górnictwo, banki). Przez pryzmat tego wskaźnika nadal tanieją również indeksy WIG, WIG20, a także sWIG80. Z kolei obserwując wskaźnik oczekiwany P/E nisko (w okolicy 10-letnich minimów) prezentują się indeksy: WIG, WIG20, banki, energia, oraz paliwa. Niewątpliwie dla kondycji

polskiego (i globalnego) rynku akcji w średnim okresie kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie oraz perspektywy dla krajowej inflacji, która od kilku miesięcy systematycznie spowalnia (we wrześniu do 8,2% r/r).

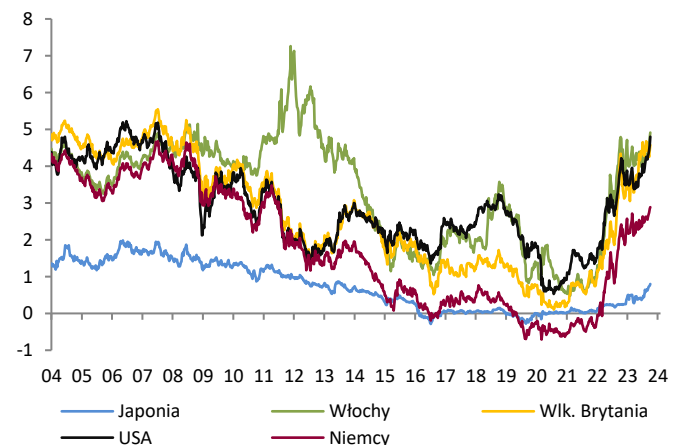
Utrzymujemy nasze neutralne nastawienie (w horyzoncie 6-12 miesięcy) dla akcji polskich. Uważamy, że jest to adekwatne średnioterminowe pozycjonowanie w kontekście rosnących napływów netto do Pracowniczych Planów Kapitałowych, utrzymujących się niskich wycen polskich akcji, zdrowych fundamentów sektora bankowego, a także wyraźnej korekty z sierpnia i września. Tym samym, patrząc na rynki w podziale geograficznym, relacja potencjalnego zysku do ryzyka dla akcji polskich (oraz akcji z regionu Ameryki Łacińskiej) jest przez nas aktualnie najlepiej postrzegana. (tk)

Obligacje

- Amerykański dług skarbowy oraz zagraniczny dług korporacyjny IG najbardziej perspektywicznymi segmentami obligacji
- Wzrosty rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach DM bliskie wyczerpania
- Region Europy Środkowo-Wschodniej z największymi spadkami inflacji

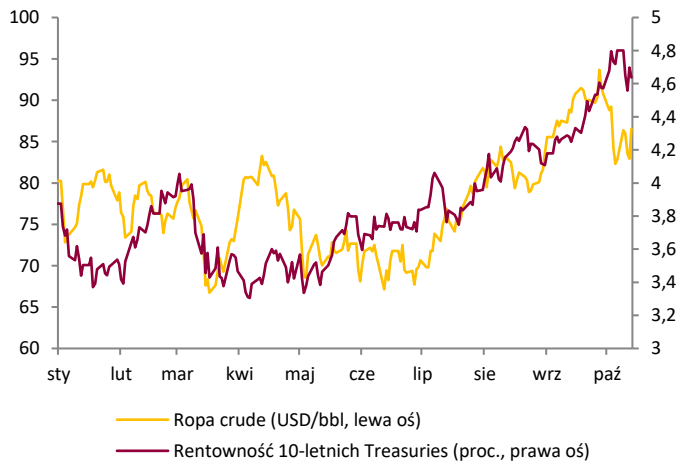
Główną osią wydarzeń na rynkach były w ostatnich tygodniach wzrosty rentowności długoterminowych obligacji skarbowych krajów wysokorozwiniętych oraz powiązanych z nimi obligacji korporacyjnych IG, potęgowane wzrostami cen ropy.

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wybranych krajów DM (proc.)



źródło: Bloomberg

Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA (Treasuries) na tle ceny ropy

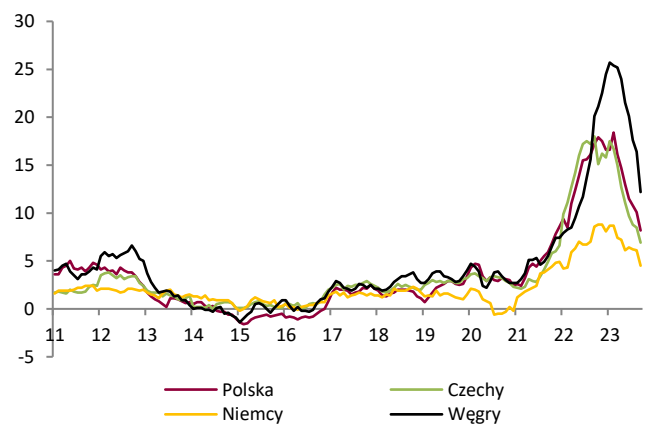


źródło: Bloomberg

Czołowe gospodarki rozwinięte nadal są jedynie „w połowie drogi” do osiągnięcia poziomów inflacji optymalnych z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego. Z reguły są to poziomy bliskie 2% - takie cele inflacyjne przyjmują m.in. amerykański Fed czy Europejski Bank Centralny. W Polsce ustawowym dla NBP jest 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc. Oczywiście popyt na ropę jest mało elastyczny cenowo, a związku z tym - poza bezpośrednim wpływem banków centralnych. Tym niemniej, ze względu na szerokie przełożenie cen energii na pozostałe towary i usługi, banki centralne muszą działać rozważnie, ażeby z jednej strony nie dopuścić do efektów „drugiej rundy”, a jednocześnie nie pogłębić niepotrzebnie skali spowolnienia niezbędnego do sprowadzenia inflacji trwale do pożądaných poziomów.

Zakładamy docelowe (neutralne dla inflacji) **poziomy stóp procentowych czołowych banków centralnych na poziomach niższych niż aktualne rentowności długoterminowych obligacji skarbowych** na rynkach bazowych (USA, Niemcy), co tworzy w naszej ocenie potencjał wzrostowy na nich przy stosunkowo niskim ryzyku strat w okresie trwania obligacji (przełożenie ewentualnego dalszego wzrostu rentowności na ceny obligacji będzie mitygowane wysokimi bieżącymi dochodami).

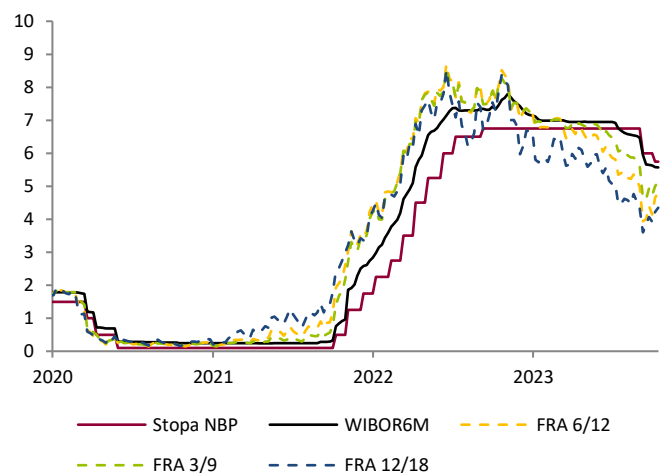
Dynamika r/r cen konsumenckich (wskaźnik CPI) w wybranych krajach (proc.).



źródło: Bloomberg

Przechodząc do rynku polskiego, proces dezinflacji jaki ma miejsce w Polsce i w krajach sąsiednich oczywiście jest wspierający dla obligacji, ale jednocześnie istnieje ryzyko, że Rada Polityki Pieniężnej za wcześnie rozpoczęła obniżki stóp procentowych. Duża część obligacji skarbowych (WZ) i większość korporacyjnych na polskim rynku ma kupon zmienny wyliczany w oparciu o stopę rynku międzybankowego WIBOR, podążającą za stopami NBP, co oznacza, że w nowych okresach odsetkowych oferować będą niższe kupony.

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



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

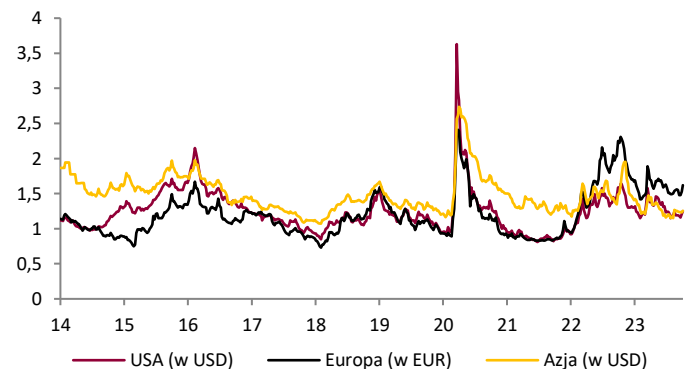
Mając na względzie powyższe, bardziej pozytywnie zapatrujemy się na wspomniany już segment obligacji zagranicznych. (zo)

Zagraniczne korporacje

We wrześniu uwarunkowania na rynku zagranicznych obligacji korporacyjnych o najwyższych ratingach (IG), podobnie jak i w sierpniu były zróżnicowane. Miesięczne stopy zwrotu wyniosły odpowiednio -2,7% dla regionu amerykańskiego (Bloomberg US Corporate IG), -0,9% zanotował rynek europejski (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) oraz -1,5% dla tej klasy aktywów w Azji (Bloomberg Asia USD IG Bond). Pomimo takich wyników, spready (premie kredytowe) w każdym segmencie obligacji IG praktycznie pozostały bez zmian. Obecnie konsensus rynkowy przewiduje niewielką przestrzeń do zawężenia spreadów, zwłaszcza w USA, gdzie w tej chwili nieco lepszą alternatywą wydają nam się obligacje lub bony skarbowe. Większe możliwości korzystnego dla cen papierów zacieśniania spreadów analitycy dostrzegają na rynku europejskim. Na pierwszy plan wysuwa się sektor finansowy, gdzie dzięki wyższym stopom procentowym banki odnotowują poprawę rentowności. Na uwagę zasługuje fakt, iż to właśnie ten segment emitentów dominuje w większości portfeli funduszy inwestujących w Europie. Aktualne rentowności, jakie oferują obligacje o ratingu inwestycyjnym w USA w dolarze to 5,8% oraz 4,4% w Europie w EUR (dane na

koniec września). I to właśnie ten drugi podsegment, dzięki dodatkowym zyskom z tytułu zabezpieczenia walutowego PLN do EUR, oferuje naszym zdaniem w kolejnych kwartałach większy potencjał dla inwestorów złotych aniżeli obligacje korporacyjne notowane na krajowym rynku. Dodatkowo w USA i Europie dominują obligacje o stałym oprocentowaniu, które w środowisku spadających rynkowych stóp procentowych dają wyższe stopy zwrotu. (dm)

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Surowce

Dzięki korekcie w ostatnim tygodniu, cena ropy Brent w wzrosła we wrześniu „tylko” o 6,9% (o 24,3% w okresie całego kwartału). Notowania tego najważniejszego ze wszystkich surowców (tylko roczna wartość jego eksportu na świecie to ok. 1 bln USD) ma istotny wpływ na ceny innych produktów, a wzrosty generują w oczywisty sposób napięcia inflacyjne. W okresie do czerwca br. cena ropy znajdowała się w trendzie spadkowym, a ceny energii ogółem „ciągnęły w dół” koszyki inflacyjne. Teraz już taka sytuacja nie będzie mieć miejsca, dlatego w wielu analizach zwraca się uwagę, że banki centralne mają za sobą tę łatwiejszą część walki z inflacją.

W sektorze akcji spółek energetycznych największą transakcję przejęcia od wielu lat ogłosił największy producent ropy w USA - ExxonMobil. Za blisko 60 mld

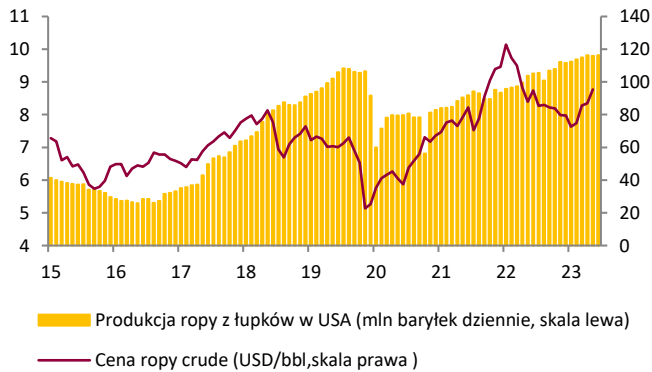
USD (jest to w ogóle największa transakcja w tym roku) przejmie spółkę Pioneer Natural Resources, dzięki której rozszerzy swoją obecność w jednym z najbardziej zasobnych w gaz łupkowy w USA - Basenie Permskim, znajdującym się w stanach Teksas i Nowy Meksyk.

Astronomiczna kwota tylko nieznacznie przekracza ubiegłoroczny zysk koncernu (56 mld USD), który w ostatnim czasie wyróżnił się skutecznym zablokowaniem żądań inwestorów – aktywistów klimatycznych i polityków, aby podążać drogą europejskich koncernów naftowych i nie inwestować we wzrost mocy wydobywczych węglowodorów tylko w odnawialne źródła energii (OZE).

Pomimo ok. 10%-owego spadku kursu w reakcji na informację o przejęciu, ExxonMobil pozostaje najdroższą

spółką paliwową na świecie (nie licząc Saudi Aramco, którego, jednakże tylko ok. 5 proc. akcji znajduje się wolnym obrocie), z kapitalizacją powyżej 400 mld USD. Pozostałe 4 wielkie koncerny z 5 tzw. *oil majors*, tj. Chevron, Shell, TotalEnergies oraz BP mają kapitalizację w przedziale 150-300 mld USD.

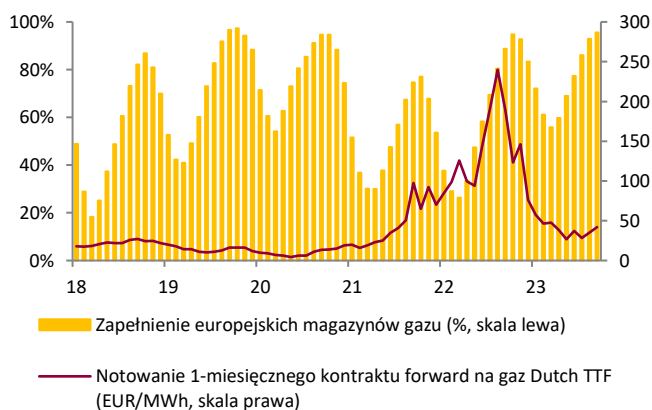
Produkcja z łupków w USA na tle ceny ropy



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Uważamy, że rosnące wydobycie koncernów amerykańskich, w tym z łupków będzie stabilizować ceny ropy w średnim terminie, choć oczywiście surowiec utrzymuje wzrostowy potencjał cenowy w dłuższym okresie, a asymetryczne ryzyko wzrostu cen płynie przede wszystkim z napiętej sytuacji na Bliskim Wschodzie.

Cen gazu na giełdzie w Amsterdamie i zapełnienie magazynów gazu w Europie



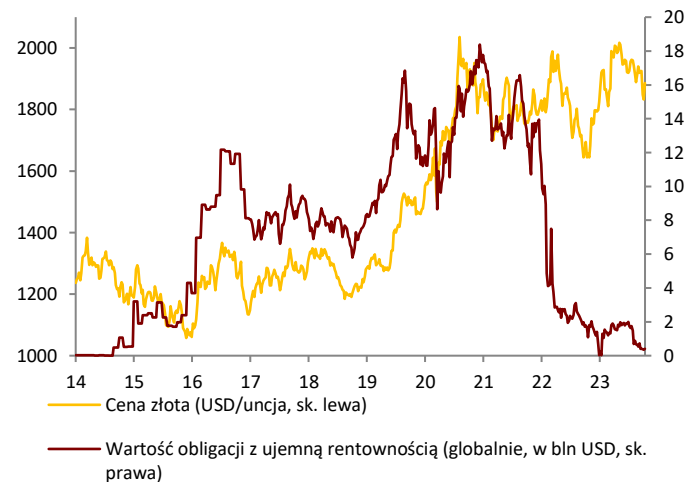
źródło: Bloomberg, Gas Infrastructure Europe (GIE)

Na europejskim rynku energetycznym wartym odnotowania są ponowne wzrosty cen gazu. Nie ma jednak ryzyka ciągłości dostaw, gdyż magazyny zapełnione są przed sezonem zimowym w blisko 100%.

Skoki cenowe z ostatniego tygodnia wywołały uszkodzenie podmorskiego gazociągu w Finlandii oraz wstrzymanie wydobycia na złożu Tamar u wybrzeży Izraela.

Rosnące rentowności obligacji tworzą niezbyt korzystne uwarunkowania dla zachowania się cen złota.

Cena złota na tle globalnej sumy wartości obligacji notowanych z ujemną rentownością



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Spodziewamy się powrotu notowań kruszcu do trendu wzrostowego w momencie komunikatu o zakończeniu cyklu podwyżek w USA. Długoterminowe dobre perspektywy dla złota płyną m.in. z prób ukonstytuowania się konkurencyjnego względem USA bloku gospodarczego państw „aspirujących” i wzrostu odsetka płatności w handlu międzynarodowym z wykorzystaniem walut innych niż USD. Sposobem na zwiększenie wiarygodności banków centralnych sprawujących pieczę nad nimi jest wzrost rezerw w złocie. (zo)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI (indeks globalny)	USD	-4,3%	-2,8%	3,4%	17,7%	16,7%	25,3%
MSCI World (DM)	USD	-4,4%	-2,7%	4,2%	18,8%	20,9%	30,6%
MSCI Emerging Markets (EM)	USD	-2,8%	-3,5%	-2,8%	9,1%	-10,9%	-9,1%
MSCI EM Asia	USD	-2,8%	-3,4%	-4,1%	9,8%	-14,2%	-5,0%
MSCI EM Latin America	USD	-2,5%	-5,4%	5,7%	13,5%	27,7%	-10,7%
MSCI EM Europe	USD	-9,5%	-9,8%	9,1%	53,6%	-74,0%	-78,9%
MSCI Poland	PLN	-6,4%	-8,4%	11,0%	37,4%	3,7%	-26,2%
MSCI Frontier Markets	USD	-3,9%	1,0%	1,8%	2,1%	-4,9%	-9,3%
S&P500 - USA	USD	-4,9%	-2,5%	6,5%	17,8%	28,6%	47,2%
Russell 2000	USD	-6,0%	-5,1%	0,8%	6,6%	18,6%	5,2%
MSCI Europe	EUR	-1,6%	-1,3%	0,0%	17,4%	26,4%	17,1%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-1,7%	-1,4%	0,0%	17,6%	24,5%	17,5%
DAX - Niemcy	EUR	-3,5%	-3,5%	0,4%	28,5%	20,0%	25,6%
CAC40 - Francja	EUR	-2,5%	-2,4%	-0,7%	25,7%	47,7%	29,9%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-0,8%	-0,9%	3,9%	29,1%	40,4%	0,4%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-2,0%	1,1%	5,6%	38,8%	48,2%	36,4%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	2,3%	1,8%	0,6%	10,6%	29,0%	1,3%
FTSE Nordic 30	SEK	-2,6%	-1,1%	3,8%	26,4%	39,8%	59,0%
Nikkei - Japonia	JPY	-2,3%	-4,1%	14,3%	20,6%	35,3%	32,1%
TOPIX - Japonia	JPY	-0,4%	1,2%	16,4%	24,3%	40,1%	27,9%
MSCI China	HKD	-3,1%	-3,0%	-12,5%	2,5%	-38,5%	-26,4%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-3,1%	-5,9%	-11,8%	3,8%	-23,5%	-35,9%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-3,6%	-4,5%	2,3%	10,8%	8,2%	4,7%
SENSEX - Indie	INR	1,5%	3,0%	13,6%	16,7%	73,4%	81,7%
MSCI Turkey	USD	2,9%	32,0%	13,1%	68,9%	78,0%	32,9%
BOVESPA - Brazylia	BRL	0,7%	-1,5%	14,5%	8,3%	24,6%	46,9%
WIG	PLN	-4,4%	-2,7%	14,4%	42,6%	32,1%	10,9%
AKCJE - segmenty	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-5,0%	-3,2%	0,7%	13,3%	16,5%	9,8%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-4,2%	-2,7%	4,0%	18,5%	17,8%	28,1%
WIG20	PLN	-5,5%	-7,1%	12,1%	38,8%	11,5%	-16,2%
WIG20 total return	PLN	-4,9%	-4,4%	15,4%	42,9%	21,4%	-5,4%
mWIG40	PLN	-4,9%	1,8%	12,0%	40,9%	38,7%	18,4%
sWIG80	PLN	-1,9%	-4,0%	2,7%	30,9%	45,2%	80,0%
AKCJE - sektory	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-3,4%	-2,0%	0,6%	8,5%	15,1%	31,5%
MSCI World Energy	USD	2,5%	11,3%	10,0%	23,3%	148,0%	9,1%
MSCI World Financials	USD	-2,3%	-0,4%	3,6%	15,2%	36,5%	9,3%
MSCI World Metals&Mining	USD	-2,6%	-3,9%	-7,2%	17,4%	20,2%	30,2%
MSCI World Industrials	USD	-5,2%	-4,7%	1,8%	24,8%	20,1%	21,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-5,6%	-4,7%	6,9%	15,4%	8,1%	33,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	-5,1%	-6,0%	-6,3%	5,2%	3,6%	14,4%
MSCI World IT	USD	-6,8%	-4,7%	10,1%	33,8%	30,5%	96,8%
Nasdaq	USD	-5,8%	-2,7%	10,8%	23,1%	19,3%	64,3%
Nasdaq100	USD	-5,1%	-1,5%	14,6%	31,8%	30,0%	92,9%
Philadelphia Semiconductor	USD	-6,4%	-5,0%	8,8%	46,3%	53,1%	151,3%
S&P Global Clean Energy	USD	-8,9%	-18,8%	-23,6%	-23,7%	-18,6%	70,5%
Eurostoxx Banks	EUR	0,2%	5,4%	11,4%	45,1%	106,5%	5,0%
WIG-Games	PLN	-5,2%	-6,3%	9,1%	32,9%	-44,7%	44,8%
WIG-Energia	PLN	-11,6%	6,3%	27,7%	24,5%	33,8%	13,4%
WIG-Banki	PLN	-6,5%	-3,3%	24,5%	68,0%	109,6%	-2,8%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-5,7%	-3,8%	7,0%	24,2%	14,6%	50,5%
MSCI World Value	USD	-3,0%	-1,6%	1,1%	13,2%	25,7%	9,6%

SUROWCE	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	6,9%	24,3%	21,5%	20,7%	92,1%	38,6%
Miedź	USD	-0,9%	1,6%	-9,2%	9,3%	25,0%	33,2%
Aluminium	USD	7,6%	10,0%	-0,3%	6,6%	33,2%	13,8%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-4,2%	-1,9%	-2,9%	-2,4%	75,4%	66,5%
Rudy żelaza	USD	10,4%	7,2%	-4,8%	22,8%	-2,4%	75,7%
Węgiel koksujący	CNY	20,4%	41,8%	12,2%			
Złoto	USD	-4,7%	-3,1%	-5,9%	11,3%	-2,6%	55,2%
Srebro	USD	-9,3%	-1,7%	-5,0%	17,9%	-8,3%	51,3%
Bloomberg Commodity Index	USD	-1,1%	4,6%	0,7%	-6,9%	49,2%	23,0%
OBLIGACJE	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-3,2%	-4,0%	-6,4%	1,3%	-23,4%	-12,3%
USD Korporacyjne IG	USD	-2,7%	-2,6%	-2,4%	3,6%	-14,3%	4,7%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,9%	0,4%	1,1%	4,0%	-10,6%	-4,9%
USD azjatyckie IG	USD	-1,5%	-1,9%	-1,1%	3,6%	-9,0%	8,8%
USD Korporacyjne HY	USD	-1,2%	0,8%	3,5%	10,5%	5,7%	15,7%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,3%	2,0%	4,2%	12,0%	4,3%	8,8%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-2,0%	-1,7%	-2,8%	7,0%	-3,3%	6,4%
EM skarbowe w USD	USD	-3,3%	-2,7%	-0,6%	9,1%	-14,6%	-3,9%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,6%	2,8%	5,4%	15,0%	-6,5%	5,6%
POZOSTAŁE	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-2,5%	-2,7%	-2,5%	7,7%	-10,0%	-8,9%
EUR/PLN	PLN	3,4%	4,0%	-1,3%	-4,7%	2,1%	8,0%
CHF/PLN	PLN	2,3%	5,0%	1,5%	-5,7%	13,9%	27,2%
USD/PLN	PLN	6,0%	6,8%	1,2%	-11,6%	13,4%	18,6%
USD/JPY	JPY	2,6%	3,2%	12,4%	3,4%	41,4%	31,4%
Bloomberg USD Index	USD	2,1%	2,4%	2,7%	-5,2%	7,2%	7,0%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,5%	-0,5%	-1,0%	5,5%	2,5%	4,1%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-2,0%	-3,9%	-7,0%	-3,0%	-12,8%	-24,2%
Europe REITS	EUR	-6,0%	-0,8%	-2,3%	7,5%	7,3%	-34,5%
US REIT's	USD	-7,5%	-7,5%	-3,4%	0,2%	6,0%	-5,0%
USA - Magnificent 7	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-8,9%	-9,6%	6,8%	20,9%	52,8%	216,8%
Amazon	USD	-7,9%	-0,6%	26,8%	10,7%	-19,2%	26,9%
Alphabet (Google)	USD	-3,9%	9,9%	29,1%	34,3%	78,5%	116,8%
Microsoft	USD	-3,7%	-5,6%	13,0%	34,2%	56,5%	191,4%
Meta Platforms (Facebook)	USD	1,5%	6,6%	46,2%	120,1%	14,7%	82,5%
Nvidia	USD	-11,9%	6,6%	61,2%	256,2%	229,7%	524,6%
Tesla	USD	-3,0%	-2,8%	29,1%	-6,7%	79,1%	1317,6%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	7,4%	8,1%	7,1%	17,9%	17,0%	22,3%
Roche	CHF	-3,8%	-8,3%	-3,2%	-18,9%	-14,2%	23,1%
ASML	EUR	-8,0%	-16,2%	-7,2%	30,8%	80,8%	265,2%
Nestle	CHF	-2,5%	-3,0%	-5,0%	-0,1%	1,8%	43,8%
Novartis	CHF	5,1%	5,3%	13,1%	30,6%	31,5%	52,0%
Novo Nordisk	DKK	1,1%	21,3%	20,0%	70,5%	203,7%	367,1%
L'Oreal	EUR	-3,1%	-6,3%	-1,0%	23,3%	45,4%	102,8%
LVMH	EUR	-8,4%	-16,2%	-12,2%	19,6%	82,0%	152,7%
Astrazeneca	GBP	4,1%	-0,5%	0,1%	14,1%	39,6%	112,6%
SAP	EUR	-5,2%	-1,0%	8,4%	52,0%	-2,8%	25,8%
Sanofi	EUR	2,9%	3,8%	4,2%	35,2%	31,9%	60,4%
MSCI EM Asia	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-4,2%	-8,4%	0,6%	22,0%	28,7%	127,0%
Tencent Holding	HKD	-5,8%	-8,2%	-19,9%	20,0%	-33,3%	4,9%
Alibaba	USD	-6,6%	3,8%	-13,2%	9,7%	-68,7%	-47,4%
Samsung Electronics	KRW	2,2%	-5,3%	11,3%	29,2%	28,5%	65,1%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 29 września 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 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 jedyne 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.