



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

INFLACYJNE TSUNAMI I JAK SIĘ PRZED NIM CHRONIĆ?



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - wrzesień 2022 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

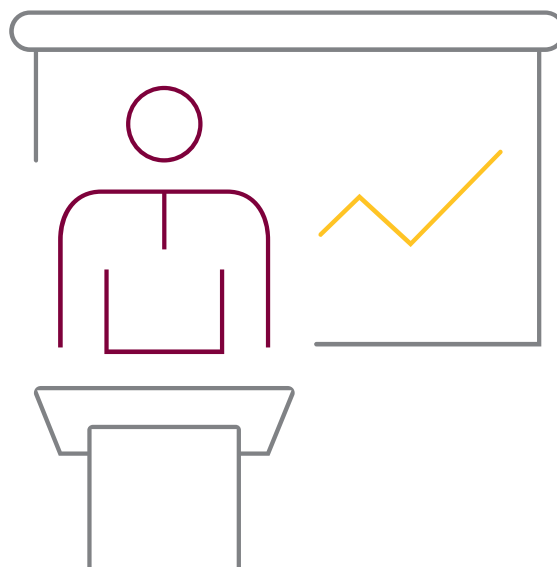
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

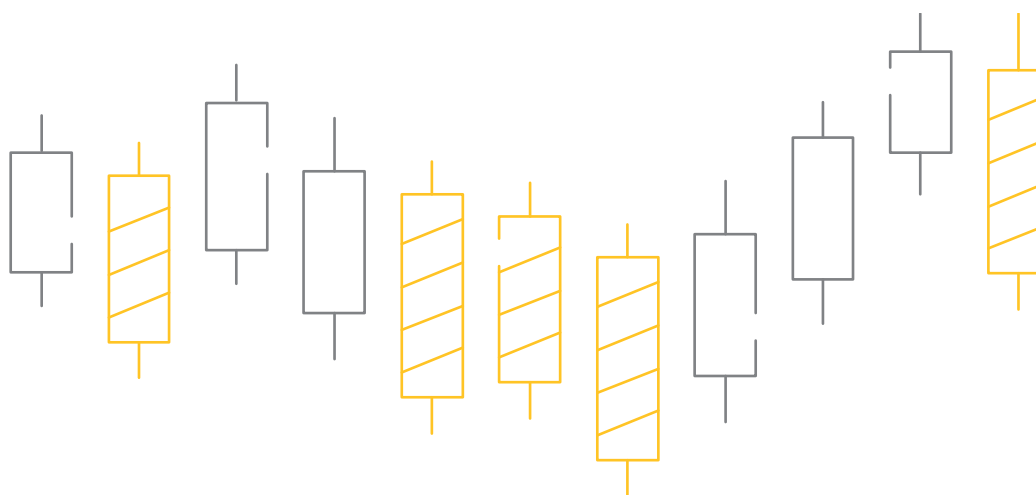
Makler Papierów Wartościowych



12 września 2022 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	6
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	9
Polska	10
Obligacje	12
Zagraniczne korporacyjne IG.....	14
Surowce	14
Surowce energetyczne	15
Złoto	16
Metale przemysłowe.....	16
Towary rolne.....	16
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	18
Ważne informacje	20



Wstęp

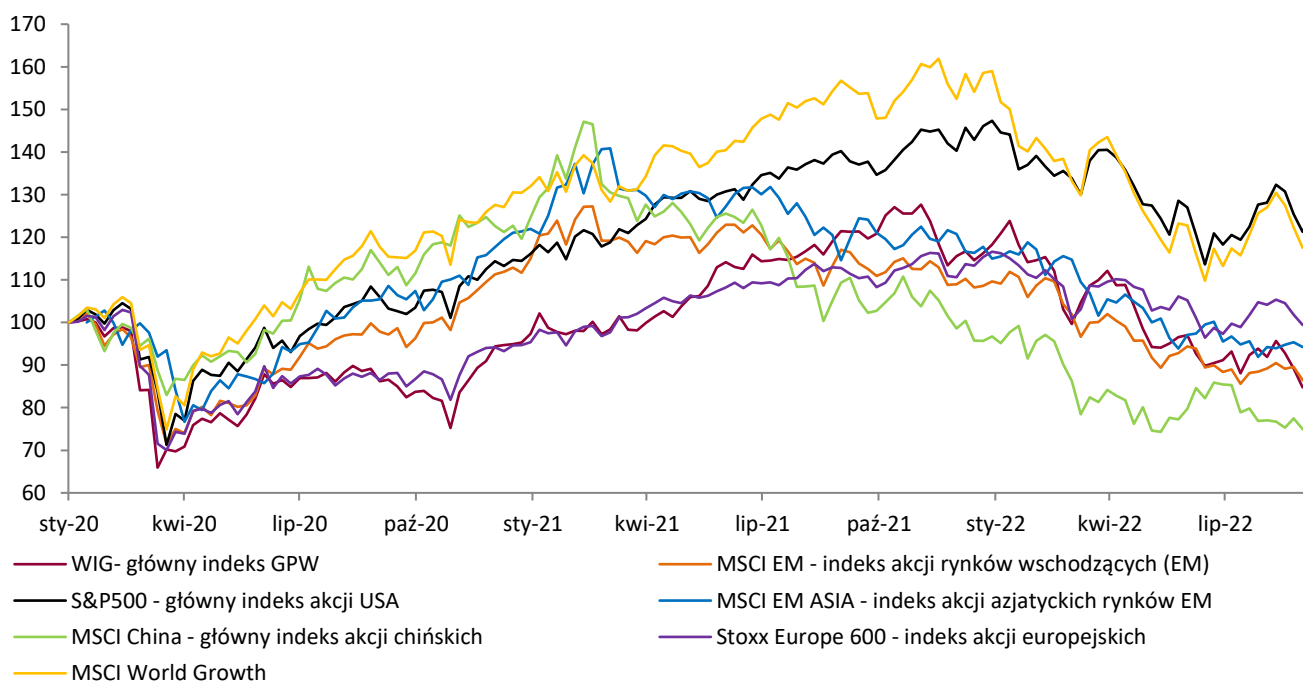
- „Inflacyjne tsunami”, jakie przetacza się przez globalną gospodarkę (w USA, Europie, **inflacja najwyższa od 40 lat, w Polsce od ponad 20**) skłania nawet najbardziej do tej pory odporne banki centralne, jak europejski EBC, do podwyżek stóp procentowych.
- Wyższy koszt pieniądza ma za zadanie **zwiększyć skłonność do oszczędzania**, a zmniejszyć do konsumpcji czy inwestycji i w ten sposób obniżyć zagregowany popyt. Jednocześnie istotnymi dla inflacji, a w niektórych gospodarkach wręcz kluczowymi, są czynniki podażowe, będące poza kontrolą banków centralnych, takie jak ceny energii. U nas w Europie, przede wszystkim prądu i gazu.
- Jednocześnie jednak, wyższe krótkoterminowe stopy procentowe banków centralnych to **mniejsza wartość bieżąca obligacji stałokuponowych**, czyli większości obligacji zagranicznych, bo taki jest standard emisji na rynkach globalnych. Efekt wzrostu inflacji i stóp **szczególnie mocno oddziałuje** na obligacje stałokuponowe **długoterminowe**, czyli emitentów zazwyczaj o wyższym standingu finansowym (IG – Investment Grade, zarówno skarbowych państw wysokorozwiniętych DM, jak i korporacji), bo tacy emitenci są w stanie na długie terminy, w związku ze swoją wyższą wiarygodnością kredytową, emisje plasować. Segment powyższych **obligacji (zagranicznych skarbowych DM, IG)** konsekwentnie od wielu miesięcy **unikaliśmy**, choć obecnie przyglądamy się mu ponownie ze względu na znacznie wyższe rentowności.
- Jednocześnie **długoterminowe obligacje skarbowe to znacząca** (choć nie dominująca) **część krajowego rynku obligacji**, głównie jeśli chodzi o obligacje **skarbowe**. I kiedy czołowe banki centralne na poważnie zabierają się za podnoszenie stóp procentowych (rynek terminowy zakłada dojście głównej stopy funduszy federalnych w USA już do 4% w przyszłym roku, obecnie jest to przedział 2,25-2,5% przy obecnej inflacji 8,5%), to **krajowa Rada Polityki Pieniężnej tempo podwyżek spowalnia** (sierpień bez posiedzenia decyzyjnego, we wrześniu podwyżka tylko 0,25 pkt. proc. do 6,75%). Gdy tymczasem roczna **inflacja za sierpień** wyniosła w Polsce **16,1%**, i to **przy obowiązywaniu rządowego pakietu antyinflacyjnego**, który istotnie obniża inflację bieżącą, ale w momencie jego zakończenia, wydłuży ścieżkę powrotu inflacji do celu NBP (w Polsce jest to przedział 1,5-3,5%).
- Dodatkowo **rentowność benchmarkowych 10-letnich polskich „skarbówek”** zmalała od 21 czerwca z ponad 8 **do niewiele powyżej 6 proc.**, co vs. bieżące, ale i oczekiwane odczyty inflacyjne (9,8% zapisane w projekcie ustawie budżetowej na 2023, 12,7% wg prognoz Działu Analiz Makroekonomicznych Alior Banku) jest **poziomem bardzo niskim**, a któremu dodatkowo **towarzyszy ryzyko cenowe** obligacji (duration).
- I w związku z powyższym, z umiarkowanie negatywnego (-1) **do skrajnie negatywnego (-2) zmieniliśmy nastawienie do polskich stałokuponowych obligacji skarbowych długoterminowych**, a jednocześnie **zwiększamy skalę preferencji z umiarkowanie (+1) do silnie pozytywnego (+2) dla polskiego długu krótkoterminowego i zmiennokuponowego**, zarówno skarbowego, jak korporacyjnego, ale tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym, gdzie rentowności są wyższe, a **ryzyko cenowe (duration) bardzo niskie**.
- Jeśli zaś chodzi o **akcje** – to na obecną fazę globalnego spowolnienia inflacyjnego, być może stagflacji, a w części krajów DM także recesji, **nie rezygnowanie ani nie zmniejszanie alokacji** w tę klasę aktywów, natomiast **przeważanie rynków z odpowiednią strukturą sektorową emitentów**, tj. dużym udziałem spółek sektora finansowego, dóbr użyteczności publicznej, paliwowego i energetycznego. Te kryteria spełniają m.in. polski rynek akcji czy Ameryki Łacińskiej, do pewnego stopnia także rynki wschodzące ogółem.

- Spółki z tych sektorów są bardzo tanio wyceniane w oparciu o zarówno bieżące, jak i oczekiwane zyski, co oznacza, że nawet negatywne scenariusze gospodarcze mogą już być zdyskontowane w ich cenach i ich materializacja nie przyniesie już strat. Jednocześnie zyski spółek z wymienionych sektorów nie powinny uciec w środowisku wysokiej inflacji i rosnących stóp procentowych, a czasami wręcz przeciwnie - rosnąć.
- W przypadku polskiego rynku akcji na bardzo słabe zachowanie w ostatnich miesiącach wpłynął **szereg czynników**, w naszej ocenie, **o charakterze jednorazowym**, jak obciążenie kosztami wakacji kredytowych najmocniej reprezentowanego w indeksie sektora bankowego, spekulacje odnośnie możliwości wprowadzenia podatku od zysków nadzwyczajnych od spółek sektora energii, gazu i ropy, czy w końcu bliskość areny działań wojennych i mogące stąd wynikać chociażby przerwy w dostawie gazu dla przemysłu. Jeszcze raz historia pokazuje jednak, że **skrajnie negatywny sentyment najczęściej poprzedza powstawanie lokalnych dołków** na indeksach akcji. Znajdujący się w głębokiej depresji główny indeks krajowego

parkietu WIG20, ubiegły piątek (9.09) zanotował 5-tą najlepszą sesję od 2,5 roku, rosnąc o 4,2%, częściowo być może w wyniku pozytywnie interpretowanych informacji z frontu za naszą wschodnią granicą o kontrofensywie wojsk ukraińskich na okupowanych terenach.

- W obszarze ekspozycji na, mające w naszej ocenie, nieco **mniej atrakcyjną relację oczekiwanego zysku do ryzyka - akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM), preferujemy** spółki zaliczane do segmentów: **value** (nisko wycenianych, działających w bardziej tradycyjnych branżach) i **quality** (mających niskie zadłużenie i wysokie marże) nad spółkami wzrostowymi (*growth*). Te ostatnie wykazują większą wrażliwość na wzrost rynkowych stóp procentowych i trudniejszy dostęp do kapitału od inwestorów, a ich rynkowe wyceny bazują niekiedy na odległych i w związku z tym, niepewnych projekcjach finansowych.
- Cały czas **pozytywnie** w średnim terminie (6-12 mies.) **zapatrujemy się na sektor surowcowy**. Wyceny wielu surowców na giełdach oceniamy jako „sztucznie” **zaniżone** i nie korespondujące z poziomami monitorowanych zapasów (zo)

Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- Główne banki centralne w „jastrzębim” tonie
- Perspektywy koniunktury w największych gospodarkach świata nadal w dół
- NBP podwyższa jeszcze stopy procentowe, ale coraz wolniej

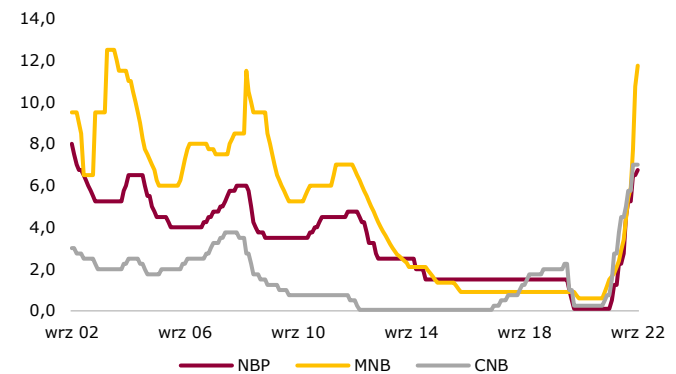
Przełom sierpnia i września obfitował w ważne wydarzenia mające wpływ na globalną gospodarkę. Do kluczowych można zaliczyć coroczne sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole, a przesłanie z niego było dość jednoznaczne. Zarówno **amerykański bank centralny (Fed)**, jak i **europejski (EBC)** obecnie koncentrują się na walce z inflacją, a potencjalne straty w gospodarce wywołane podwyżkami stóp procentowych traktują jako koszt prawdopodobnie nieunikniony, ale konieczny do poniesienia. Rynkowe wyceny stóp procentowych sugerują możliwość dojścia stopy Fed do ok. 4%, a stopy depozytowej EBC do ok. 2% w pierwszej połowie przyszłego roku. W obu przypadkach to poziomy najwyższe od 2008 r.

Druga połowa lata wiązała się również z nasileniem szantażu gazowego, którym Rosja stara się wyperswadować UE wsparcie Ukrainy. Firma Gazprom z początkiem września ogłosiła przerwę, do odwołania, w transferach gazu przez Nord Stream 1 (gazociąg do Niemiec). Scenariusz całkowitego odcięcia Europy od rosyjskiego gazu jest coraz bardziej prawdopodobny, ale też nie jest na pewno zaskakujący, a przez to częściowo zinternalizowany przez rynki. Przygotowywała się na niego również od jakiegoś czasu sama UE gromadząc zapasy gazu. Tym niemniej, przed Wspólnotą stoi potężne wyzwanie reformy systemu energetycznego, od której m.in. zależeć będzie to w jakiej kondycji europejska gospodarka przejdzie przez zimę. Dla strefy euro narastają ryzyka recesyjne w okresie najbliższych kwartałów. Tym bardziej, że EBC jest coraz bardziej zdecydowany odchodzić od luźnej polityki monetarnej.

Druga gospodarka świata – chińska – boryka się również ze swoimi problemami i perspektywy koniunktury w Państwie Środka systematycznie się pogarszają. Z początkiem roku władze ogłosiły cel wzrostu PKB o 5,5%

w 2022 r. Aktualny konsensus Bloomberga sugeruje wzrost PKB w 2022 o ok. 3,5%, a ryzyka dla tych prognoz są raczej skierowane w dół. Koniunkturze szkodzi przede wszystkim przedłużająca się epidemia C-19 i utrzymane restrykcyjne nastawienie w jej zwalczaniu (lockdowny). Po drugie Chiny borykają się z kryzysem na rynku nieruchomości. I wreszcie po trzecie - nadwyżkowy globalny popyt na dobra trwałe hamuje, co redukuje potencjał chińskiego przemysłu, dodatkowo borykającego się ostatnio z kryzysem energetycznym. Na przestrzeni ostatnich miesięcy rząd próbuje adresować problem słabej koniunktury i stymuluje gospodarkę, co częściowo powinno zamortyzować spowolnienie. **Od czerwca, w kilku pakietach, zapowiedział dodatkowe inwestycje infrastrukturalne o wartości ok. 2% PKB. Ponadto kontynuuje obniżki stóp procentowych**, co ma na celu m.in. wesprzeć rynek nieruchomości.

Stopy procentowe w regionie CEE (%) - Polska, Węgry, Czechy



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

W Polsce w sierpniu GUS opublikował szacunek PKB za II. kw. 2022 r. Ten pokazał hamowanie wzrostu gospodarczego z 8,5% r/r w I kw. do 5,5% r/r. Główną przyczyną spowolnienia była mniejsza kontrybucja gromadzonych przez firmy zapasów, które w I kw. dodały do wzrostu 7,7 p.p., a w II kw. już tylko 1,9 p.p. Konsumpcja gospodarstw domowych, wspierana przez napływ migrantów z Ukrainy, rosła jeszcze o solidne 6,4% r/r (wobec 6,6% r/r w I kw.), a inwestycje o 7,1% r/r (w I kw. 4,3% r/r).

Dane miesięczne sugerują, że w II połowie roku będziemy obserwować kontynuację szybkiego chłodzenia gospodarki. Kluczowe odczyty: produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa, sprzedaż detaliczna w lipcu wykazywały się wzrostem niższym niż w czerwcu. W sierpniu wskaźnik PMI przetwórstwa przemysłowego spadł do najniższego poziomu od pierwszego uderzenia pandemii (II kw. 2020), co również sugeruje szybkie hamowanie gospodarki.

Jednocześnie sytuacja na rynku pracy jest jeszcze bardzo dobra. Stopa bezrobocia jest najniższa w historii, a płace rosną w dwucyfrowym tempie. Choć inflacja coraz bardziej podgryza realne dochody. Rada Polityki Pieniężnej w tej sytuacji stoi niejako w rozkroku. Z jednej

strony wie, że prawdopodobnie jesteśmy na początku silnego spowolnienia. Z drugiej strony inflacja jest rekordowa na przestrzeni przeszło 25 lat (CPI w sierpniu 16,1% r/r), a rynek pracy wciąż mocny. Mając na uwadze swoje oczekiwania co do ścieżki PKB (silne hamowanie w II połowie 2022 i w 2023) i inflacji (stopniowe obniżanie z wysokich poziomów w II połowie 2023 i w 2024), już od lipca RPP sygnalizuje wygaszanie cyklu podwyżek stóp procentowych. Wrześniowa podwyżka stóp o 25 p.b. (wobec 50 p.b. w lipcu) była zgodna z tą komunikacją. Spodziewamy się że cykl podwyżek stóp domknie się w tym roku na poziomie 7-7,25%. Przesłanki za kontynuacją podwyżek stóp procentowych pozostają niezmiennie: ryzyka dla inflacji są wciąż przesunięte w górę, główne banki centralne utrzymują „jastrzębią” retorykę, a złoty pozostaje słaby. (js)

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- Spółki w USA z rekordowymi marżami, ale i niewielkim prawdopodobieństwem dalszego wzrostu zysków
- Wyceny akcji w innych częściach rynków DM atrakcyjniejsze niż w USA, ale z dużo większą ilością „wyzwań”
- Spółki „wzrostowe” z trudniejszym otoczeniem w dobie wzrostu rynkowych stóp procentowych

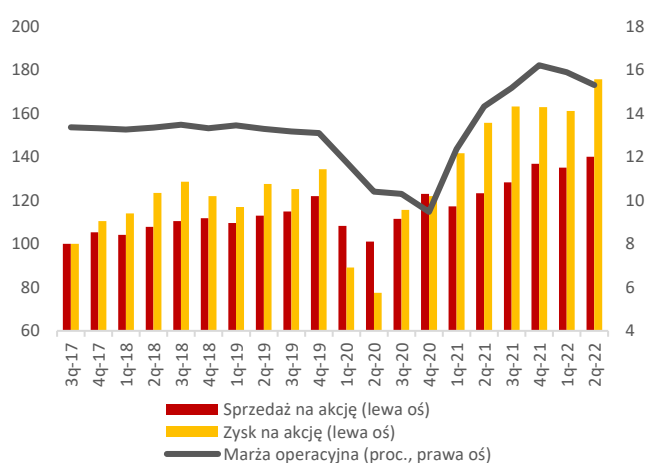
W sierpniu akcje głównych rynków rozwiniętych mierzone indeksem MSCI World spadły o 4,3%. Tempo spadków dla akcji amerykańskich (S&P500) i europejskich (Stoxx Europe 600) było zbliżone, natomiast pozytywne zaskoczyły akcje japońskie, których szeroki indeks Topix zyskał ponad 1%. W grupie akcji amerykańskich wygasł utrzymywany jeszcze w lipcu efekt pozytywnego odzewu po publikacji wyników finansowych za II kw., które ogółem dla spółek portfela indeksowego były o kilka punktów procentowych wyższe od prognoz rynkowych. W tej chwili mocniej do głosu dochodzą obawy o dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych, na podstawie rynkowych wycen instrumentów pochodnych

na stopę procentową, szacuje się że docelowy poziom stopy FED wyniesie na koniec roku ok. 3,75%, co oznacza oczekiwane podwyżki łącznie o 1,25 pp. Wyostrzony kurs polityki pieniężnej jest naturalną odpowiedzią na walkę z utrzymującą wysoką inflacją. Dynamika wskaźnika CPI za lipiec wyniosła 8,5% r/r (o 0,5 pp. mniej niż w czerwcu). Oczekiwany skutkiem podwyżek stóp procentowych jest osłabienie popytu wewnętrznego. Dzieje się to poprzez wzrost kosztów pieniądza, który powinien wyhamować akcję kredytową, czyli też popyt zasilany zewnętrznym finansowaniem, oraz wzrost atrakcyjności oszczędzania (wzrost stopy depozytowej) nad konsumpcją. Skutkiem ubocznym tłumienia popytu wewnętrznego będzie spowolnienie tempa wzrostu PKB.

Wyniki finansowe amerykańskich spółek za I półrocze wykazują różnicowanie tempa wzrostu przychodów i zysków na korzyść zysków, co sugeruje, że ceny produktów rosły w szybszym tempie niż koszty wytworzenia, to zresztą potwierdzają raportowane wzrosty marży operacyjnej, która zagregowana dla spółek indeksu S&P500 po I kw. osiągnęła rekordowy poziom ponad 16%. Oczywiście sprzyjały temu oczekiwania

umacniającej się presji inflacyjnej. Jeżeli jednak wzrosty wynagrodzeń nie nadążają za wzrostem cen konsumpcyjnych, to obniżenie zdolności nabywczej gospodarstw domowych oznacza możliwe obniżenie popytu konsumpcyjnego. Z drugiej strony rosnące koszty wytworzenia, których dynamikę pokazuje wskaźnik PPI (ceny dóbr produkcyjnych), będący obecnie na poziomie 15,5% r/r, przy obniżeniu popytu konsumpcyjnego będą coraz trudniejsze do przeliczenia w cenę produktu finalnego, a to oznacza duże ryzyko zacieśnienia marż, co zresztą już było obserwowane w II kw., a co może jeszcze przybrać na sile.

USA - zagregowana sprzedaż, zysk na akcję i marża operacyjna dla spółek z indeksu S&P500



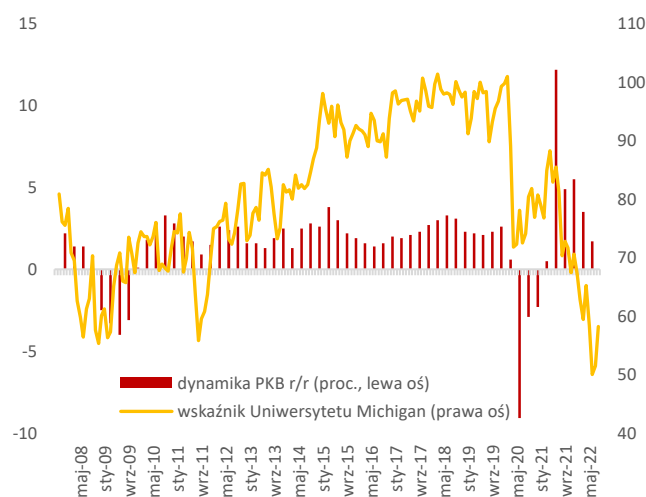
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podobne sytuację obserwujemy również na akcjach europejskich. Tutaj **jeszcze większy problem powodują drastyczne wzrosty cen energii elektrycznej**, która mierzona przykładowo wycenami kontraktów w dostawach miesięcznych, wzrosła w okresie ostatnich trzech miesięcy blisko trzykrotnie. Jednocześnie szereg kluczowych gospodarek europejskich uderzanych jest silnymi wzrostami cen gazu, który przez transmisję na ceny energii, ale również jako surowiec bazowy dla półproduktów np. sektora chemicznego, spożywczego, wpływa negatywnie na koszty operacyjne ogółem sektora wytwórczego i usługowego. Wzrost r/r wskaźnik PPI dla wielu głównych europejskich gospodarek sięga obecnie lub przekracza pułap 30%.

Scenariusz pogorszenia warunków w otoczeniu gospodarczym dla przedsiębiorstw, oprócz danych statystycznych, obrazują również **wskaźniki nastrojów** dla przedsiębiorstw i konsumentów. Ustandaryzowane

wskaźniki PMI pokazujące oczekiwane poprawienie lub pogorszenie koniunktury w sektorach wytwórczym i usługowym w ostatnich odczytach spadają, dla strefy euro wskaźnik w sektorze wytwórczym oraz usługowym jest poniżej 50 pkt., czyli linii odcinającej stan dobre/stabej koniunktury. Wskaźnik kalkulowany dla Stanów Zjednoczonych wykazuje silne obsunięcie poniżej bariery 50 pkt. dla sektora usług. **Jednocześnie wskaźniki nastrojów konsumentów (np. Conference Board lub wskaźnik opracowany przez Uniw. Michigan) są na wieloletnich minimach.** W badaniach ankietowych znacząco obniżyła się również skłonność do zakupu dóbr trwałego użytku w perspektywie najbliższych 12 miesięcy. Konsensus prognoz wyników finansowych amerykańskich i europejskich przedsiębiorstw zdaje się ignorować ryzyka, i o ile w ostatnich tygodniach dla zagregowanego zysku na akcję indeksu S&P500 dokonano bardzo niewielkiej korekty w dół, o tyle dla akcji europejskich przez pryzmat zagregowanego zysku na akcję indeksu Stoxx Europe 600 zostały wręcz podwyższone prognozy, ostatecznie zysk na akcję S&P500 wg prognoz ma w tym roku zwiększyć się o 12,5%, dla indeksu Stoxx Europe 600 ten wzrost ma wynieść 19% (źródło: Bloomberg). Istotne spowolnienie wzrostowej dynamiki jest dopiero oczekiwane w 2023 r.

USA - Wskaźnik nastroju konsumentów Uniwersytetu Michigan i dynamika PKB r/r w USA



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W odniesieniu do analizy międzyrynkowej zwracamy uwagę na ostatni wzrost rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych. Rentowności na

raportowanym ostatnio poziomie ok. 3,2% (dane na 7 września) są nadal niewielkie w porównaniu z inflacją 8,5%, ale też w przypadku zmaterializowania się wspomnianych wcześniej ryzyk dla wyników spółek, które przełożą się wówczas na osłabienie ich wycen, alternatywa ponad 3% stopy wolnej od ryzyka może zyskać na atrakcyjności. W Europie zbliżone poziomy rentowności można odnaleźć dla obligacji włoskich, hiszpańskich, czy też brytyjskich. Uwzględniając główne czynniki ryzyka pozostajemy niezmiennie z nastawieniem umiarkowanie negatywnym do akcji rynków rozwiniętych. Mimo, że akcje amerykańskie są drożej wyceniane pod względem wskaźników P/E niż akcje europejskie (wskaźnik P/E indeksu S&P500 19,4x vs Stoxx Europe 600 14,5x – dane z 7 września), to nie preferujemy w ramach tej grupy akcji europejskich uznając, że „Stary Kontynent” stoi przed szeregiem dodatkowych wyzwań, zwłaszcza w obrębie bardzo zmiennych cen energii i gazu. W ujęciu globalnym preferujemy spółki o bardziej przewidywalnych zmianach przychodów i zysków, często wykazujących mniejszą wrażliwość koniunkturalną, stabilnych bilansach z mocną pozycją gotówkową oraz aktywną polityką dywidendową. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- **Za nami długi okres relatywnie słabego zachowania akcji rynków wschodzących ogółem**
- **Porozumienie w zakresie audytów przez amerykańskie instytucje chińskich spółek notowanych na Wall Street aby poprawić wyceny będzie musiało faktycznie być realizowane**
- **Najbardziej perspektywicznym podregionem z rynków wschodzących niezmiennie – Ameryka Łacińska**

Od szeregu miesięcy akcje rynków wschodzących (indeks MSCI EM), głównie za sprawą komponentu akcji azjatyckich (Chiny, Indie, Tajwan i Korea Płd. odpowiadają za ponad 72 proc. indeksu), **zachowują się słabiej do akcji rynków rozwiniętych** (indeks MSCI World). Sierpień, co prawda przyniósł wyłom w ten tendencji (brak strat na EM, przy spadku o 4,3% na rynkach rozwiniętych), ale dystans ten zaprzepaszczonej został już w pierwszej dekadzie września, ponownie na skutek słabości spółek chińskich, w tym także tych notowanych na

amerykańskim Nasdaq. Działo się tak, pomimo iż w 26 sierpnia amerykański urząd nadzoru firm księgowych PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board) poinformował o osiągnięciu porozumienia z chińską komisją nadzoru nad papierami wartościowymi CSRC (China Securities Regulatory Commission) nad „wyłączną swobodą wybierania firm, zleceń audytowych i potencjalnych naruszeń przepisów, które kontroluje i bada — bez konsultacji z władzami chińskimi, ani bez ich udziału”. Takie kontrole pozwolą na „zapoznanie się ze wszystkimi dokumentami audytu z zawartymi w nich informacjami, które PCAOB będzie mógł zachować dla siebie w razie potrzeby.”.

To oznaczałoby zmianę obowiązujących od dziesięciu lat przepisów, które zabraniają chińskim firmom udostępniania poufnych danych i informacji finansowych zagranicznym organom regulacyjnym. Z kolei obecne przepisy amerykańskie przewidują, że chińskie firmy, które nie spełniają próśb o udostępnianie roboczych dokumentów o audytach, będą zawieszane w obrocie akcjami w Stanach z początkiem 2024 r., ale ten termin może zostać przyspieszony. Pod koniec 2020 r. w USA weszła w życie ustawa tzw. Holding Foreign Companies Accountable Act, która daje amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd - SEC (Securities and Exchange Commission) prawo do wyrzucenia zagranicznych firm z notowań na Wall Street, jeśli nie pozwolą amerykańskim organom nadzoru na wgląd w ich audyty przez trzy kolejne lata.

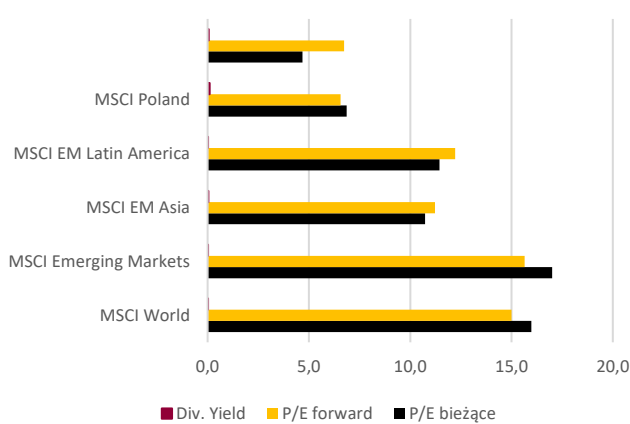
To porozumienie będzie mieć jednak znaczenie, tylko wtedy, jeśli faktycznie władze amerykańskie będą mogły oceniać sprawozdania finansowych chińskich spółek, a PCAOB mógł dokonywać inspekcji i kompleksowo badać audyt firm w Chinach, co wyartykułował przewodniczący SEC, Gary Gensler.

Tym samym ryzyko „delistingu” szeregu notowanych w Nowym Jorku nie zniknęło, przy czym należy zwrócić uwagę, że temat funkcjonuje już w przestrzeni medialnej dość długo, a spora część inwestorów z USA, która obawiała się takiego scenariusza zdążyła się z pewnością już pozbyć zagrożonych delistingiem spółek. Ostatecznie dla chińskich emitentów takie wyrzucenie z notowań nie będzie też oznaczać „końca świata”, bo obrót najczęściej równoległy prowadzony jest na którejs z giełd wewnętrznych (albo w Hongkongu), a emisje nowych

akcji na Wall Street i tak przez najbliższy czas będą utrudnione, chociażby ze względu na fazę cyklu giełdowego.

Podsumowując, obecnie kwestię tę **oceniają już jako neutralną dla wycen akcji chińskich, azjatyckich rynków wschodzących i rynków wschodzących ogółem**. Uważamy, że **stosunek potencjalnego zysku do ryzyka lepiej prezentuje się na rynkach EM aniżeli DM, a szczególnie pozytywnie oceniamy podregion EM, jakim jest Ameryka Łacińska**, przy czym za blisko 60% indeksu MSCI LatAm odpowiada Brazylia (wraz z Meksykiem ok. 85%). Akcje Ameryki Łacińskiej są obecnie najatrakcyjniej wyceniane w oparciu o wskaźnik P/E forward (konsensus prognoz zysków w 4 następnych kwartałach w relacji do bieżącej ceny akcji), a pod względem wskaźnika P/E bieżącego (relacji zagregowanych zysków spółek za 4 ostatnie kwartały do bieżących notowań), ustępują tylko parkietowi polskiemu, bijąc go jednak dwukrotnie pod względem stopy wypłacanej dywidendy (dywidenda w relacji do kursów akcji ; wykres poniżej).

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, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, *dane na 9.09.2022 r.

W ekonomii jak zwykle nie ma jednak nic za darmo i wyceny te, pomimo bardzo korzystnej struktury gospodarczej Brazylii (nadwyżka w produkcji zarówno towarów rolnych, jak i surowców przemysłowych czy energetycznych) oraz dogodnej pozycji wyjściowej jeśli chodzi o fazę cyklu polityki monetarnej (bank centralny w Brazylii zapowiedział po ostatniej podwyżce tamtejszej głównej stopy procentowej do 13,75% bliskość końca

cyklu zacieśniania), inkorporują w siebie ryzyka zmian politycznych. Mianowicie, w sondażach przed zaplanowaną na 2 października pierwszą turą wyborów prezydenckich, dotychczasowy prawicowy prezydent Jair Bolsonaro przegrywa dość znacznie, bo 31 do 44 proc. z najpoważniejszym z kontrkandydatów, mianowicie z lewicowym byłym dwukrotnym prezydentem Brazylii w latach 2002-2010, Luisem Inacio Lula da Silva. (zo)

Polska

- **Polski rynek akcji w tym roku najślabszy na świecie**
- **Wyceny rekordowo niskie, ze względu na m.in. „ustawę o wakacjach kredytowych”, ale też obawy o podatek od „zysków nadzwyczajnych”**
- **Oceniamy stosunek potencjalnego zysku do ryzyka z polskiego rynku akcji na równi z innymi rynkami EM, ale jako korzystniejszy niż na DM**

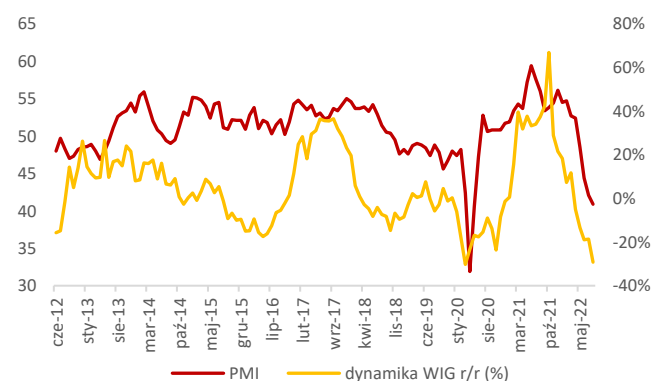
Oczekujemy, że **polska giełda osiągnęła na początku września apogeum słabości**. Po rekordowo słabym sierpniu, gdy indeks szerokiego rynku WIG stracił kolejne 8,6%, a od początku roku prawie 30%, polski parkiet w przekroju regionalnym stał się najślabszą giełdą na świecie.

Do **powodów słabych notowań na GPW** można zaliczyć: 1) **niski poziom corporate governance spółek**, wynikający z niedostatecznie rozdrobnionych akcjonariatów i tym samym niedostatecznej siły inwestorów mniejszościowych (także finansowych) w zapewnianiu roli rynku kapitałowego w dyscyplinowaniu zarządów do działalności na rzecz wzrostu wartości spółek. Skutkuje to na poziomie zagregowanym niedostatecznie wysokim poziomem dywidend, których zarówno bieżący, jak i oczekiwany strumień, jest podstawową daną wejściową w teoretycznym modelach wyceny spółek, 2) **strukturalne niedoinwestowanie**, wynikające przede wszystkim ze słabnącej roli na GPW systemu ubezpieczeń społecznych. Otwarte Fundusze Emerytalne, po szeregu „reform”, w z związku z przechodzeniem na emeryturę kolejnych ubezpieczonych same przekazują do ZUS zgromadzone przez nich składki w ramach tzw. „suwaka”, a których nie rekompensują bieżące transfery. Jednocześnie mające zasypywać „dziurę” po tej różnicy, Pracownicze Plany Kapitałowe, cieszą się, jak na razie, umiarkowanym zainteresowaniem, zwłaszcza w firmach zatrudniających

mniej niż 250 osób. Całkowity współczynnik partycypacji w działającym od 2 lat nowym filarze ubezpieczeń społecznych na koniec lipca 2022 roku sięgnął jedynie 32,8 proc., a łączne aktywa dopiero niedawno przekroczyły 10 mld zł. Należy jednak zakładać, że współczynnik partycypacji będzie rósł w kolejnych okresach, a napływy dynamicznie rosnać, chociażby w związku z wysoką (dwucyfrową) nominalnie dynamiką płac, 3) **niewielkie zainteresowanie krajowymi funduszami inwestycyjnymi** wśród inwestorów detalicznych – koszarne wyniki historyczne praktycznie w każdym z interwałów, potęgowane wysokimi opłatami za zarządzanie, które dopiero na fali administracyjnego ograniczenia udało się w poprzednich latach zbić do obecnie już całkiem przyzwoitych 2 proc. rocznie, powodują, że zdecydowany na fundusz akcji polski inwestor w większości przypadków wybierze fundusz akcji zagranicznych/globalnych. Jednocześnie jednak niska baza aktywów powoduje, że spadki na GPW nie generują też już za sobą dodatkowych odpływów, a inwestorzy, którzy pozostali w funduszach polskich akcji mają najwyraźniej wydłużony horyzont inwestycyjny i dużo cierpliwości, 4) wiążący się z punktem 2 i 3 **spekulacyjny raj dla kapitału zagranicznego**, dysponującego niekiedy wręcz nieograniczonym kapitałem przy minimalnym koszcie. **Bardzo płynny rynek kontraktów terminowych na WIG20 sprzyja generowaniu ekstremów cenowych** także na rynku kasowym (możliwych z wykorzystaniem tzw. „krótkiej sprzedaży” pożyczonych akcji) w okolicy terminów wygasania poszczególnych serii kontraktów (najbliższy taki będzie mieć miejsce 16 września), 5) **rosnąca rola interwencjonizmu gospodarczego**, w tym roku najdobitniej widoczna w kursach akcji sektora bankowego, najbardziej istotnego w kontekście całej GPW. Indeks sektorowy WIG-Banki w ciągu kilku miesięcy przepełnił się i pozostaje grubo poniżej średnich poziomów z ubiegłej dekady, najpierw w wyniku pojawienia się dyskusji w przestrzeni publicznej o potrzebie „ratowania” kredytobiorców przed nadmiernie rosnącymi ratami, a następnie w wyniku wprowadzenia ustawy o sfinansowaniu przez banki komercyjne tzw. „wakacji kredytowych”. Obecnie rząd analizuje kwestie ewentualnego obłożenia „podatkiem od zysków nadzwyczajnych” spółek paliwowych i energetycznych, również mających istotny wpływ na oblicze GPW.

Przy czym, rosnąca rola interwencjonizmu państwowego ma miejsce także na rynkach zagranicznych, w tym w wielu krajach wysokorozwiniętych. **Tzw. windfall tax wprowadziły już m.in. Wielka Brytania, Hiszpania, Włochy i Węgry, a zapowiedziała go Francja.** W nieco mniejszym stopniu i pod innym kątem, ale także wartym odnotowania „jest ostatni akord rosnącego interwencjonizmu w USA, gdzie pod koniec sierpnia, spółki Nvidia i AMD – czołowi producenci podzespołów elektronicznych, ogłosili, że administracja zakazuje im eksportu do Chin czipów wykorzystywanych w sztucznej inteligencji. Dla Nvidii zakaz ten oznacza stratę raptem 400 mln USD (tak ogłosiła spółka) – całkiem niewiele jak na kapitalizację 360 mld USD, ale to wystarczyło by jej papiery tylko na jednej sesji straciły kilkanaście procent (łącznie ok. 60% od szczytu w listopadzie ub. r.) i przecenił się też cały indeks branżowy, gdyż kontrahenci chińscy odpowiadają za całkiem spory odsetek przychodów i zysków większości amerykańskich producentów podzespołów elektronicznych, a posunięcie Stanów Zjednoczonych wobec Pekinu to kolejna już eskalacja związana z sytuacją w Tajwanie, której końca nie widać.

Polska - wskaźnik wyprzedzający koniunktury PMI (w pkt. skala lewa), a główny indeks GPW w ujęciu dynamicznym (12-miesięczna zmiana, skala prawa)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Mając na względzie wszystkie powyższe uwarunkowania oraz skrajnie negatywny sentyment (mierzony chociażby wskaźnikiem PMI), **dla polskiego rynku akcji ogółem w dalszym ciągu pozostajemy przy neutralnym nastawieniu, utrzymując jego preferencję względem rynków rozwiniętych ogółem. Akcje na GPW nigdy nie były tak tanio wyceniane jak teraz** (P/E bieżące dla indeksu MSCI Poland 4,7, forward 6,7), ani z tak wysokim dyskontem względem rynków zagranicznych, zwłaszcza

wschodzących. Uważamy, że „podatek od zysków nadzwyczajnych”, nawet jeśli zostanie wprowadzony dla przedstawicieli „wybranych” branż to po pierwsze nie dotknie już najcięższego sektora na GPW, jakim są banki, a po drugie, nadal należy go traktować jako **zdarzenie jednorazowe** (w długim terminie przedsiębiorstwa muszą mieć środki na inwestycje, a oligopolistyczna pozycja w gospodarce przedstawicieli branż podlegających

ewentualnej regulacji, sprzyjać będzie prędzej czy później normalizacji zysków).

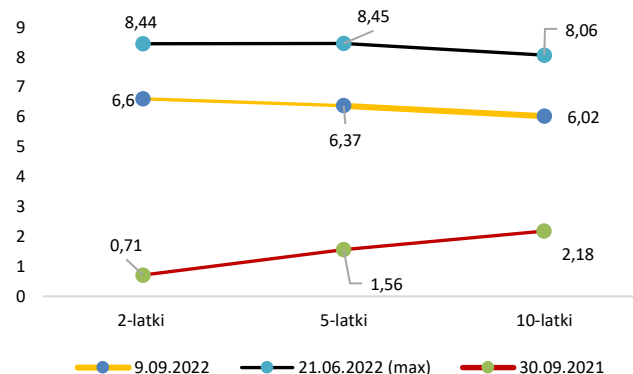
Silnie **wzrostową opcją „zaszytą” w wycenie polskich akcji jest też ewentualnie pozytywny rozwój wydarzeń na froncie wojennym** za naszą wschodnią granicą (wygaszania działań militarnych i/lub wypieranie przez Ukrainę wojsk Rosji z okupowanych terenów). (zo)

Obligacje

- Uważamy, że obecna wycena średnio i długoterminowych polskich obligacji skarbowych stałokuponowych jest nieadekwatna do szeregu czynników, a w szczególności do bieżącej inflacji
- Za znakomite oceniamy natomiast perspektywy oraz stosunek potencjalnego zysku do ryzyka w segmencie obligacji zmienno-kuponowych skarbowych oraz korporacyjnych, ale tylko polskich emitentów o wysokim standingu finansowym (IG). Segment ten charakteryzuje się też najniższym poziomem ryzyka stopy procentowej (duration)

W świetle ostatnich danych o inflacji (+16,1% r/r w sierpniu), tzw. „wakacji kredytowych” odwracających wektor oddziaływania wyższych stóp procentowych na zagregowany popyt, czy w końcu wiszącymi nad polskimi gospodarstwami domowymi oraz przedsiębiorstwami dalszymi wysokimi wzrostami cen energii elektrycznej i ciepła, rentowności polskich stałokuponowych obligacji skarbowych średnio i długoterminowych (będących główną lokatą większości polskich funduszy obligacji skarbowych czy uniwersalnych) na poziomie 6 procent plus uważamy za zdecydowanie za niski poziom i **w bieżącym miesiącu zmieniliśmy nastawienie do tej klasy aktywów z umiarkowanie do skrajnie negatywnego** (z -1 do -2 w skali od -2 do 2).

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



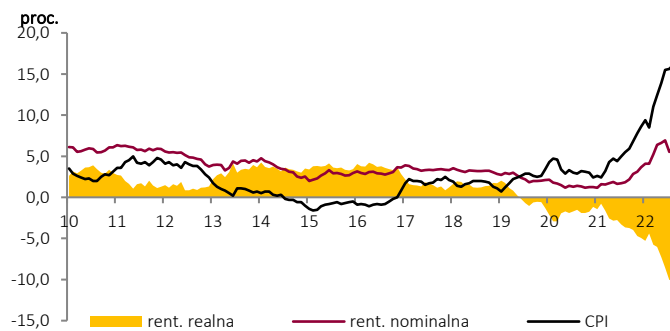
źródło: Bloomberg

Wartym odnotowania jest niemałe **umocnienie polskich papierów dłużnych** na całej „krzywej rentowności” od III dekady czerwca, które **sprovażyło rentowności o ponad 2 pkt. proc. w dół**. Ruch ten wynika zapewne z dyskontowania przez część uczestników gry rynkowej obniżek stóp procentowych NBP w horyzoncie do wygaśnięcia obligacji, jednakże w naszej ocenie jest na to o dużo za wcześnie.

Jednocześnie **rentowności realne** (po uwzględnieniu inflacji) **polskich obligacji skarbowych stałokuponowych są obecnie najbardziej ujemne** (za wyjątkiem jedynie Turcji)

ze wszystkich krajów emitentów zaliczanych do koszyka EM, nie mówiąc o głównych emitentach na rynkach DM.

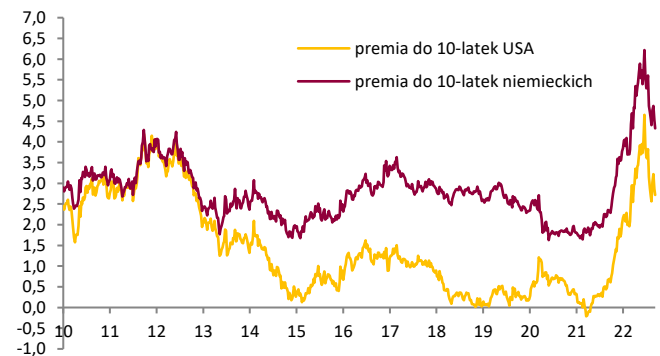
Rentowności realne, tj. po uwzględnieniu inflacji, polskich 10-letnich obligacji skarbowych (stałokuponowych)



źródło: Bloomberg

Dodatkowo amerykański bank centralny Fed obstaje mocno przy scenariuszu dalszych zdecydowanych podwyżek stóp (obecnie 2,25-2,5%, najbliższe posiedzenie 21 września, a rynek wycenia docelowo 4,0%), a na ścieżkę podwyżek zdecydowanie wkroczył, do tej pory najbardziej oporny w tej kwestii spośród czołowych banków centralnych – EBC (8 września podwyżka głównej stopy strefy euro o 0,75, po wcześniejszych 0,5 pkt proc.). Rezultat - wyższe rentowności obligacji skarbowych na rynkach DM. Tymczasem nasza krajowa Rada Polityki Pieniężnej w sierpniu nie obradowała decyzyjnie, a na wrześniowym posiedzeniu **podwyższyła stopę procentową jedynie o 0,25 pkt. proc.** do 6,75 proc., przy „łagodnej” retoryce prezesa NBP. Pierwsze dni po decyzji RPP to umocnienie złotego, zbiegającego się z poprawą sentymentu globalnych inwestorów (efekt kontrofensywy Ukraińców i spadających z niebotycznych poziomów notowań kontraktów na europejski gaz), ale **rezultatem jest spadek premii**, z jaką notowane są polskie obligacje **do rynków bazowych**, czyli przede wszystkim niemieckich Bundów oraz amerykańskich Treasuries, wobec których zagraniczni inwestorzy oceniają poziom relatywnej atrakcyjności polskich papierów.

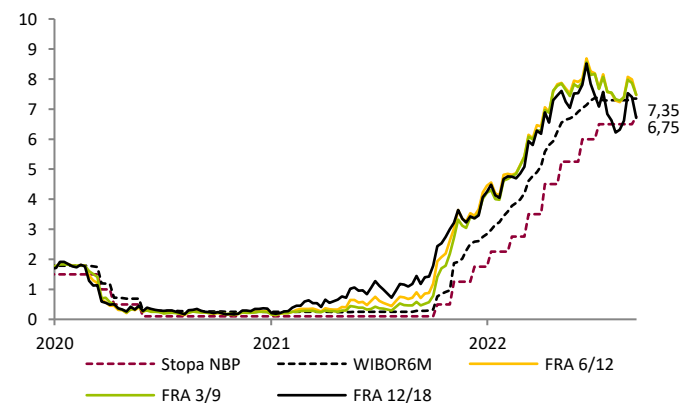
Premia w rentowności (proc.) polskich 10-letnich obligacji skarbowych (stałokuponowych) do rynków bazowych (USA, Niemcy)



źródło: Bloomberg,

Gdzie zatem widzimy obecnie **większy potencjał**? Przede wszystkim w polskich obligacjach, ale krótkoterminowych i zmienno-kuponowych, skarbowych i korporacyjnych, ale tylko tych emitentów o najwyższym standingu finansowym i dla tych właśnie klas aktywów podnosimy nastawienie z umiarkowanie do silnie pozytywnego (z +1 do +2 w skali od -2 do +2). Oprócz **niższego niż w innych segmentach rynku ryzyka cenowego** (parametr *duration*), obligacje te (ich przyszła rentowność) są pozytywnie wyeksponowane na ewentualne dalsze podwyżki stóp NBP. Jednak nawet, gdyby one już nie nastąpiły, to i tak bieżąca rentowność przy poziomie stopy WIBOR6M 7,35 proc. jest wyższa aniżeli w przypadku obligacji długoterminowych i stałokuponowych, a dopóki inflacja nie zejdzie w pobliże celu NBP (którego górna granica to 3,5%), to obniżek stóp nie należy się obawiać.

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



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

Ponadto, w segmencie korporacyjnym, po ostatniej wyprzedaży, wiele obligacji notowanych jest dodatkowo z dyskontem względem ceny nominalnej (wykupu). W sierpniu pod presją znajdowały się niektóre serie obligacji banków, dla których perspektywy ratingów nieco się pogorszyły w związku z ustawą o tzw. „wakacjach kredytowych”. Jednak w związku z tym, że prawdopodobieństwo utrzymania wysokich stóp procentowych, a może nawet ich dalszego wzrostu jest wysokie, to powinno to, w naszej ocenie, pozwolić bankom na odbudowę zyskowności i kapitałów. Natomiast bardzo dużym atutem polskiego rynku obligacji korporacyjnych jest, już wspomniana, dominująca forma zmiennego oprocentowania, dzięki któremu inwestorzy w mniejszym stopniu narażeni są na ryzyko stopy procentowej. Większość emisji opartych na 3- i 6-miesięcznej stopie WIBOR oferuje obecnie rentowności dochodzące a nawet przekraczające 10%. czyli poziom wręcz niewyobrażalny jeszcze rok temu, kiedy stopa WIBOR6M wynosiła jedynie 0,24 proc. (zo)

Zagraniczne korporacyjne

Po lipcowej odwilży w segmencie globalnych obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (IG- Investment Grade) sierpień ponownie przyniósł powrót do trendu spadkowego i ujemne stopy zwrotu. Indeks amerykańskich emitentów Bloomberg US Corporate IG w USD zamknął

miesiąc stratą 2,9%, europejskich w EUR (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) 4,2%, a azjatyckich (Bloomberg Asia USD IG Bond) nieco mniej - 1,1%. Takie zachowanie indeksów, podobnie jak innych aktywów na rynku, swoje podłoże miało w mocno „jastrzębich” wypowiedziach przedstawicieli czołowych banków centralnych. Prognozowane szybsze podwyżki stóp procentowych, przy specyfice klasy aktywów, jaką są obligacje zagraniczne IG (stały kupon, długi okres średniej zapadalności, a tym samym wskaźnik *duration*, tj. ryzyka stopy procentowej) mogą w najbliższym czasie wywierać presję na ceny w tym segmencie obligacji natomiast z drugiej strony szerokie spready kredytowe (różnica rentowności obligacji skarbowych oraz korporacyjnych) oraz dobra sytuacja fundamentalna emitentów sprawiają, że bilans potencjału do ryzyka w tej klasie aktywów, powoli się normalizuje.

Na tę chwilę obstajemy jednak na stanowisku, aby w obszarze zagranicznych rynków dłużnych posłkować się co najwyżej rozwiązaniami niekierunkowymi, a o strategiach absolute return (mającym mandat inwestowania w taki sposób aby mogły zarabiać także na spadkach niektórych segmentów rynku). Silnie **nie preferujemy natomiast obligacji high-yield** (o ratingu subinwestycyjnym bądź bez ratingu zagranicznych emitentów, ze względu na jeszcze **niedostateczny**, naszym zdaniem, **wzrost premii za ryzyko** (dm, zo)

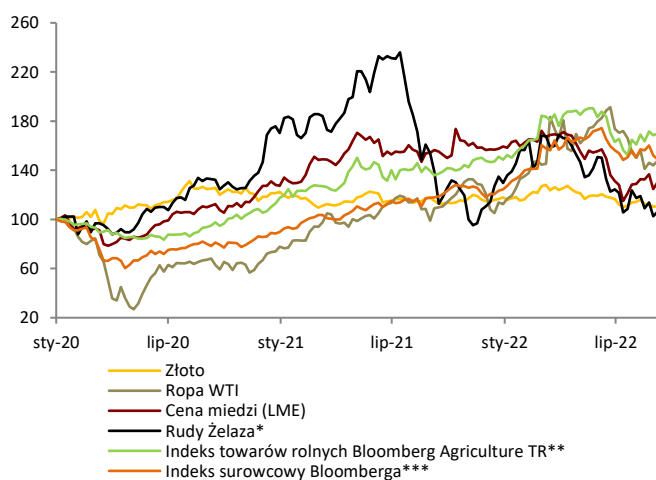
Surowce

- Rynki towarowe pozostają pod presją rewidowanych w dół oczekiwań przyszłej koniunktury na świecie, na które nakładają się kryzys na rynku nieruchomości w Chinach oraz „punktowe” *lockdown-y* w tamtejszych największych miastach.
- „Jastrzębia” polityka monetarna FED i silny dolar trzymają ceny surowców niżej, niż wynika to z perspektyw popytu i podaży.
- Ostatnie piki cenowe gazu i energii elektrycznej na europejskich giełdach spowodowały wyraźną destrukcję popytu. Na rynku ropy nadal deficyt, a zapasy są najniższe od dekady.
- Złoto negatywnie reagowało na dane makro i „czeka” na słabszego dolara.
- Ceny metali przemysłowych wykazują największą wrażliwość na oczekiwania pogorszenia globalnej koniunktury, jednak zapasy fizyczne są na wieloletnich minimach.
- Korekta cen żywności cieszy, jednak problem dostaw z Ukrainy nie został rozwiązany. W przyszłości może pojawić się też problem z dostępnością nawozów.

W centrum uwagi inwestorów pozostają kluczowe wydarzenia makroekonomiczne. Rynek koncentruje się obecnie na możliwym spadku popytu na świecie, a szczególnie w Chinach. Obawy budzi możliwość recesji, spowodowanej coraz agresywniejszą walką z inflacją, przy pomocy podnoszenia stóp procentowych. Równocześnie

rynek z niepokojem obserwuje przetaczający się przez Chiny kryzys nieruchomościowy i kolejne *lockdowny* mające pomóc w zwalczeniu pandemii (ostatnio w 21 milionowej aglomeracji Chengdu). Jednak motorem spadków cen, z którymi mamy do czynienia od marca, było przede wszystkim odwracanie pozycji inwestorów na rynku terminowym (instrumentach pochodnych), a rzeczywisty spadek popytu nie jest na razie istotny i w wielu obszarach rekompensowany jest nawet silniejszym spadkiem podaży. W efekcie ceny spotowe (w transakcjach natychmiastowych), są dla większości surowców wyższe niż ceny dla transakcji w przyszłości (zjawisko *backwardation*), podczas kiedy w typowej recesji powinno być na odwrót (zjawisko *contango*). Równocześnie warto zauważyć że Bloomberg Commodity Index, spadając w sierpniu o symboliczne 0,2% u ujęciu dolarowym, tak naprawdę z punktu widzenia większości świata jest wyżej (ze względu na bezprecedensowe umocnienie USD). W związku z tym, **nadal pozytywnie oceniamy perspektywy inwestycyjne w sektorze surowców w średnim terminie (6-12 mies.)**

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, * 62% Australia offshore export price, ** subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, 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%

Surowce energetyczne

Sektor energii pozostawał w poprzednim miesiącu w centrum uwagi inwestorów. Stosunkowo najspokojniej było na rynku ropy naftowej (ropa Brent taniała o 5,7%). Według Międzynarodowej Agencji Energetycznej na rynku

widać już efekty przystosowywania się wytwórców energii do wysokich cen gazu. Ze względu na substytucję drogiego gazu produktami naftowymi, podniosła ona prognozę popytu na ropę o 380 tys. b/d. W opozycji do tego OPEC zaktualizował swoją prognozę w dół o 22,7 tys. b/d do poziomu 99,93 mln. b/d, argumentując to obawami o recesję. Spadki cen napędzały obawy o globalne spowolnienie gospodarcze, stopniowy wzrost wydobycia OPEC, rekordowy eksport ropy z USA (11 mln b/d ropy i produktów naftowych, najwięcej od 1991 r.), zwiększenie wydobycia w Libii i postępy w rozmowach z Iranem. Warto jednak pamiętać o czynnikach ryzyka dla podaży, które będą materializować się w najbliższych miesiącach. Amerykanie w okolicach 21 października zakończą najpewniej wyprzedaż ropy z rezerw strategicznych łącznie upłynniając ok 180 mln. baryłek. Równocześnie zapasy komercyjne ropy (ok 420 mln b.) są na poziomie znacznie poniżej wieloletniej średniej. To samo dotyczy zapasów benzyny i destylatów po obu stronach Atlantyku. Po tym jak amerykańska administracja określiła ostatnie stanowisko Persów jako „niekonstruktywne”, umowa nuklearna z Iranem najpewniej nie wejdzie w życie w tym roku. A OPEC zapewne będzie miał problem ze zwiększaniem wydobycia. Już obecnie pompuje ok 2,8 mln. b/d mniej niż deklaruje co wynika z problemów z wydobyciem w krajach takich jak Angola, Nigeria czy Libia. Równocześnie sankcje stopniowo zmniejszają możliwości eksportowe ropy z Rosji. Minister energii Arabii Saudyjskiej, książę Abdulaziz bin Salman wskazał, że rynek kontraktów terminowych na ropę jest coraz bardziej oderwany od podstaw, a OPEC+ może być zmuszony do cięcia produkcji (w konsekwencji na ostatnim spotkaniu kartelu z 5 września zdecydowano o kosmetycznej obniżce wydobycia o 100 tys. b/d od października). **Ryzyka podażowe, przy stale spadających zapasach w krajach OECD, powodują że fundamenty dla wysokich cen ropy wyglądają na silne, i tylko mocniejsze spowolnienie gospodarcze (recesja) niż się powszechnie oczekuje byłaby w stanie napędzać dalsze gwałtowne spadki cen.**

Równocześnie na rynku gazu mieliśmy do czynienia z prawdziwym rollercoasterem. O ile ceny w USA zachowywały się względnie stabilnie, to w Europie zobaczyć mogliśmy wzrost z okolic 180 EUR/mwh do ok 340 EUR/mwh. Pomimo potężnej korekty z jaką mieliśmy do czynienia na przełomie miesiąca, ceny nadal pozostają ekstremalnie wysokie.

Podstawowym powodem obecnej sytuacji jest ograniczenie dostaw surowca rosyjskiego. Na dzień pisania materiału z tradycyjnych kierunków przesyłu gazu do Europy, normalnie działa tylko gazociąg Turkish Stream. Jamał, Nord Stream i system gazociągów Ukraińskich nie tłoczą żadnych wolumenów.

Równocześnie teksański terminal Freeport LNG, który obsługiwał ok. 20% eksportu LNG z USA do Europy, ma powrócić do pracy do końca listopada. Wcześniej zakładano, że może to nastąpić w październiku. Terminal zmaga się z konsekwencjami czerwcowego pożaru. Pełna praca zakładu ma zostać przywrócona w marcu 2023 roku. Dodatkowo nasila się konkurencja o surowiec z Azją próbującą zabezpieczyć zapasy przed zimą. Z drugiej strony **cenę gazu, a w konsekwencji energii elektrycznej osiągnęły w Europie poziom nieakceptowalny przez odbiorców, co skutkuje stopniową destrukcją popytu (na większości rynków r/r dwucyfrową w procentach)**. Pracę przerwał szereg zakładów chemicznych i nawozowych czy hut. Zapełnienie europejskich magazynów przekroczyło 80% (w Niemczech 85%, Francji ponad 90%), a zapasy są na poziomie typowych o tej porze roku i o ok. 20% wyższych niż rok temu.

W związku z tym, w przeciwieństwie do ropy, gdzie widzimy solidne podstawy do wzrostu cen, zakładamy że tak wysokie ceny gazu i energii nie będą w stanie utrzymać się w dłuższym terminie. Dość powiedzieć że ceny energii w Niemczech osiągnęły poziom 1000 USD jako ekwiwalent ceny za baryłkę ropy naftowej, czyli prąd był chwilowo ponad kilkunastokrotnie droższy od ropy.

Złoto

Ceny metali szlachetnych nadal pozostawały w sierpniu pod silną presją. Złoto traciło 3,1%, a ceny srebra spadły aż o 11,6%. Kluczowym czynnikiem są tu oczekiwania co do polityki FED, która po symposium w Jackson Hole rysuje się jeszcze bardziej jastrzębio. Wpływa to na siłę dolara, który w trakcie obecnych zawirowań na rynkach akcyjnych postrzegany jest jako „bezpieczniejsza przystań” niż złoto. W ostatnich miesiącach widać silny trend redukcji pozycji długich na kontraktach na metale szlachetne. Czwarty miesiąc z rzędu następował również odpływ środków z sektora ETF-ów na Złoto, a ewentualne recesja i *lockdowny* w Chinach postrzegane są jako zagrożenie dla popytu na fizyczny kruszec. **Na lepsze zachowanie złota**

prawdopodobnie przyjdzie poczekać do czasu, aż zauważalnie niższe odczyty inflacji dadzą przesłanki do łagodzenia polityki pieniężnej na rynkach bazowych.

Metale przemysłowe

Rynek metali przemysłowych próbował początkowo kontynuować ruch wzrostowy, jednak finalnie najważniejsze z nich kończyły miesiąc na minusie. Miedź taniała o 1,5%, aluminium o 5,4%, a ceny rudy żelaza spadły 2,3%. Handel toczy się nadal w mieszanych nastrojach z jednej strony mamy ryzyko recesji i słabą koniunkturę w Chinach, z drugiej niskie zapasy i nasilające się zaburzenia podaży. Dodatkowo rynek próbuje ocenić wysiłki podejmowane przez Chińczyków w celu poprawy koniunktury, szczególnie w obszarze nieruchomości. Utrzymujące się problemy z energią w Chinach i Europie stanowią istotne zagrożenie dla produkcji metali bazowych. Znotowano spadek w produkcji miedzi, aluminium oraz cynku. **Zapasy metali przemysłowych w Chinach już są niskie, a wszelkie dalsze zakłócenia będą wspierać ceny**, które w przeciwnym razie byłyby pod presją z powodu mocnego kursu dolara. Dla przykładu zapasy miedzi na giełdzie w Szanghaju spadły do poziomu najniższego od 2014 roku), natomiast zapasy miedzi monitorowane przez LME do 108.450 ton, co jest także wartością znacznie odbiegająca od historycznych średnich.

Równocześnie władze chińskie starają się pobudzić gospodarkę bodźcami fiskalnymi i monetarnymi (obniżki stóp procentowych, kolejne pakiety pomocowe, spekuluje się także o możliwej obniżce stopy rezerw obowiązkowych). Na razie na przeszkodzie odbiciu gospodarczemu w „Państwie Środka”, największym konsumencie surowców na świecie, stoi restrykcyjna polityka antycovidowa i kolejne *lockdowny*. Jednak pandemia nie będzie trwać wiecznie. Powyższe czynniki skłaniają nas do założenia, iż **nawet w sytuacji spowolnienia gospodarczego na Zachodzie metale przemysłowe mogą drożeć**, szczególnie w kontekście tego, iż **duże ich ilości są konieczne do rozwiązania obecnego kryzysu energetycznego**.

Towary rolne

W sierpniu po trwającej od maja korekcie ceny zbóż ustabilizowały się. Po porozumieniu w Stambule

dotyczącym eksportu ukraińskich płodów rolnych i informacjach o bardzo dobrych zbiorach pszenicy (w Rosji rekordowych) pojawiła się na rynku nadzieja na niższe ceny żywności. Jednak do tej pory z portów nad Morzem Czarnym, Ukraina zdołała wyeksportować nieco ponad 500 tys. ton ziaren, a na transport czeka kilkadziesiąt milionów ton. Istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen, szczególnie kukurydzy jest bardzo suche lato w Chinach (najgorętsze lato od 1961r.) i przeciągająca się susza w USA. Według obliczeń Erste 70% ceny żywności stanowi koszt energii. Jeśli dodamy do tego fakt, iż z powodu wysokich cen gazu w Europie, obecnie wstrzymana jest produkcja w co najmniej kilkunastu fabrykach nawozów rolniczych, nie trudno uświadomić sobie że ryzyko wzrostu cen żywności nadal jest znaczne.

Podsumowując, rynek surowców jako całość w sierpniu kontynuował korektę, motywowany obawami o spowolnienie/recesję na świecie. **Przewaga podaży szczególnie widoczna była na rynkach terminowych.** Spadki wspiera nadal bardzo silny dolar, w którym surowce

są wyceniane. Rynek dostaw fizycznych nie wykazuje jednak nadmiaru, a w wielu miejscach mamy do czynienia z deficytami (ropa, gaz, metale przemysłowe), a zapasy są na niskich poziomach niewidzianych od lat. Tym samym, widzimy silne argumenty przemawiające za wysokimi cenami ropy. Jednocześnie zakładamy, że ceny gazu i energii elektrycznej na giełdach nie utrzymają obecnych poziomów, ze względu na silną destrukcję popytu przy tych cenach (szczególnie w przemyśle). Wysokie ceny energii i zaburzenia w branży nawozowej będą niestety stymulować drożyznę w obszarze towarów rolnych. W sektorze metali przemysłowych ryzyko spadku zapotrzebowania w wyniku spowolnienia globalnej gospodarki balansowane jest przez historycznie niski poziom zapasów. Złoto natomiast pozostanie „zakładnikiem” polityki monetarnej najważniejszych banków centralnych. Szanse na mocniejszy wzrost cen kruszcu pojawia się w momencie oznak słabnięcia inflacji, co powinno skutkować bardziej „gołębią” polityką monetarną FED, słabszym dolarem i droższym kruszcem. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	-3,9%	-6,1%	-12,2%	-17,3%	20,0%	28,2%
MSCI World	USD	-4,3%	-5,9%	-11,8%	-16,4%	22,9%	34,1%
MSCI Emerging Markets	USD	0,0%	-7,8%	-15,1%	-24,0%	1,0%	-8,6%
MSCI EM Asia	USD	0,2%	-6,9%	-14,4%	-23,8%	8,3%	-1,2%
MSCI EM Latin America	USD	0,0%	-13,7%	-11,2%	-15,4%	-18,2%	-26,0%
MSCI Poland	PLN	-12,7%	-18,7%	-26,8%	-37,5%	-35,1%	-45,3%
MSCI Frontier Markets	USD	1,6%	-3,6%	-13,8%	-19,5%	-6,1%	-11,0%
S&P500 - USA	USD	-4,2%	-4,3%	-9,6%	-12,6%	35,1%	60,0%
Russell 2000	USD	-2,2%	-1,1%	-10,0%	-18,9%	23,4%	31,2%
MSCI Europe	EUR	-5,2%	-6,0%	-8,0%	-10,3%	9,0%	10,4%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-5,3%	-6,4%	-8,4%	-11,8%	9,4%	11,0%
DAX - Niemcy	EUR	-4,8%	-10,8%	-11,2%	-18,9%	7,5%	6,5%
CAC40 - Francja	EUR	-5,0%	-5,3%	-8,0%	-8,3%	11,8%	20,4%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-3,3%	-10,9%	-7,0%	-10,9%	-10,5%	-23,4%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-3,8%	-12,0%	-15,2%	-17,1%	1,1%	-0,5%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-1,9%	-4,3%	-2,3%	2,3%	1,1%	-2,0%
FTSE Nordic 30	SEK	-3,5%	0,3%	-1,7%	-6,1%	38,2%	49,6%
Nikkei - Japonia	JPY	1,0%	3,0%	5,9%	0,0%	35,7%	43,0%
TOPIX - Japonia	JPY	1,2%	2,6%	4,0%	0,1%	29,9%	21,4%
MSCI China	HKD	0,1%	-4,7%	-14,9%	-29,0%	-11,0%	-18,6%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-1,0%	-6,8%	-12,1%	-22,9%	-22,4%	-28,7%
Kospi - Korea Płd.	KRW	0,8%	-8,0%	-8,4%	-22,7%	25,6%	4,6%
SENSEX - Indie	INR	3,4%	6,5%	5,8%	4,7%	59,5%	88,1%
XU100 - Turcja	TRY	22,3%	24,5%	62,9%	115,4%	227,9%	188,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	6,2%	-1,6%	-3,2%	-7,8%	8,3%	54,6%
WIG	PLN	-8,8%	-12,6%	-17,9%	-29,3%	-11,6%	-22,8%
AKCJE - segmenty	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-2,7%	-5,5%	-12,5%	-20,0%	18,6%	19,7%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-4,0%	-6,0%	-12,0%	-16,8%	21,0%	30,1%
WIG20	PLN	-11,2%	-17,1%	-23,6%	-35,5%	-28,4%	-39,3%
WIG20 total return	PLN	-10,5%	-15,2%	-21,7%	-33,1%	-24,5%	-32,2%
mWIG40	PLN	-7,5%	-11,7%	-16,4%	-26,7%	1,9%	-21,8%
sWIG80	PLN	-1,4%	-6,0%	-6,4%	-18,8%	47,0%	9,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-6,1%	-6,3%	-6,3%	-12,1%	29,2%	42,6%
MSCI World Energy	USD	1,2%	-8,3%	9,4%	48,9%	26,9%	18,4%
MSCI World Financials	USD	-2,8%	-8,6%	-15,1%	-15,6%	12,3%	6,5%
MSCI World Metals&Mining	USD	-2,6%	-20,8%	-21,9%	-14,3%	27,5%	17,5%
MSCI World Industrials	USD	-4,2%	-4,2%	-11,3%	-18,4%	13,0%	18,2%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-4,6%	-1,1%	-14,8%	-21,3%	27,7%	50,6%
MSCI World Consumer Staples	USD	-3,0%	-2,9%	-6,4%	-6,0%	7,7%	15,5%
MSCI World IT	USD	-6,0%	-4,3%	-14,6%	-20,7%	58,2%	110,8%
Nasdaq	USD	-4,6%	-2,2%	-14,1%	-22,6%	48,4%	83,8%
Nasdaq100	USD	-5,2%	-2,9%	-13,8%	-21,2%	59,6%	104,9%
S&P Global Clean Energy	USD	-0,2%	12,0%	7,2%	-4,2%	103,7%	144,8%
Eurostoxx Banks	EUR	-1,1%	-13,8%	-15,8%	-18,2%	-1,9%	-39,8%
WIG-Games	PLN	4,8%	-7,3%	-28,7%	-42,7%	-21,3%	
WIG-Energia	PLN	-24,9%	-19,1%	-2,4%	-20,3%	21,0%	-34,2%
WIG-Banki	PLN	-7,0%	-21,6%	-37,9%	-35,6%	-30,5%	-35,8%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-5,4%	-3,5%	-14,5%	-23,4%	31,5%	56,9%
MSCI World Value	USD	-3,3%	-8,1%	-9,6%	-9,6%	11,5%	10,8%

SUROWCE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-5,7%	-11,2%	9,1%	43,3%	71,9%	66,5%
Miedź	USD	-1,5%	-18,1%	-20,8%	-19,3%	38,9%	14,3%
Aluminium	USD	-5,4%	-14,1%	-30,1%	-13,5%	37,4%	12,9%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	3,6%	-7,7%	-0,5%	21,7%	88,8%	50,5%
Rudy żelaza	USD	-2,3%	-21,5%	-26,2%	-34,2%	15,2%	39,5%
Węgiel koksujący	CNY	-7,0%	-25,8%	-17,0%			
Złoto	USD	-3,1%	-6,9%	-10,4%	-5,7%	12,5%	29,5%
Srebro	USD	-11,6%	-16,5%	-26,4%	-24,7%	-2,1%	2,3%
Bloomberg Commodity Index	USD	-0,2%	-7,4%	6,2%	26,7%	58,0%	43,7%
OBLIGACJE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-4,3%	-5,9%	-14,6%	-19,6%	-16,4%	-10,8%
USD Korporacyjne IG	USD	-2,9%	-2,6%	-9,4%	-14,9%	-6,2%	5,2%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-4,2%	-3,2%	-8,2%	-12,8%	-11,2%	-5,2%
USD azjatyckie IG	USD	-1,1%	-1,7%	-6,5%	-10,8%	-3,2%	7,6%
USD Korporacyjne HY	USD	-2,3%	-3,5%	-7,8%	-10,6%	3,1%	13,6%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-1,5%	-3,5%	-7,5%	-11,4%	-3,4%	3,6%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-1,4%	-3,5%	-8,9%	-10,9%	-1,9%	0,9%
EM skarbowe w USD	USD	-1,0%	-4,3%	-11,1%	-20,4%	-14,7%	-8,6%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-1,8%	2,4%	-6,2%	-15,8%	-11,6%	-2,0%
POZOSTAŁE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-1,6%	-6,3%	-10,4%	-14,9%	-8,5%	-15,6%
EUR/PLN	PLN	-0,4%	3,0%	0,4%	4,4%	7,8%	11,1%
CHF/PLN	PLN	-1,3%	8,0%	5,2%	14,8%	19,4%	29,2%
USD/PLN	PLN	1,3%	10,0%	12,1%	22,6%	17,9%	31,7%
USD/JPY	USD	-4,1%	-7,4%	-17,3%	-20,8%	-23,5%	-20,9%
Bloomberg USD Index	USD	2,2%	5,6%	9,8%	13,0%	6,5%	12,4%
MSCI EM Currency Index	USD	-1,1%	-3,6%	-5,0%	-5,6%	2,9%	0,2%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,5%	-5,1%	-3,3%	-11,9%	-16,4%	-28,9%
Europe REITS	EUR	-7,7%	-13,0%	-12,9%	-18,1%	-24,0%	-27,1%
US REIT's	USD	-6,1%	-6,1%	-11,0%	-13,2%	-0,9%	8,6%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-3,1%	5,8%	-4,5%	4,1%	207,9%	304,0%
Amazon	USD	-6,1%	5,5%	-17,4%	-27,0%	42,7%	158,6%
Alphabet (Google)	USD	-7,0%	-4,9%	-19,9%	-25,2%	81,8%	126,6%
Microsoft	USD	-6,7%	-3,6%	-12,1%	-12,7%	95,2%	272,2%
Meta Platforms (Facebook)	USD	2,4%	-15,9%	-22,8%	-57,1%	-12,2%	-5,3%
Netflix	USD	-0,6%	13,2%	-43,3%	-60,7%	-23,9%	28,0%
Tesla	USD	-7,2%	9,0%	-5,0%	12,4%	1732,4%	1061,6%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	-19,2%	-20,4%	-10,0%	-2,3%	-7,3%	15,2%
Roche	CHF	0,0%	-3,4%	-7,4%	-11,9%	27,2%	51,4%
ASML	EUR	-12,5%	-9,4%	-18,3%	-30,4%	146,4%	289,7%
Nestle	CHF	-1,6%	-2,1%	-2,1%	1,3%	11,2%	60,6%
Novartis	CHF	-3,2%	-8,9%	2,6%	-2,8%	-0,2%	32,9%
Novo Nordisk	DKK	-6,7%	3,8%	17,9%	28,1%	137,9%	195,6%
L'Oreal	EUR	-6,8%	4,5%	-1,9%	-12,1%	43,6%	108,3%
LVMH	EUR	-4,1%	8,4%	-0,8%	4,9%	85,7%	217,2%
Astrazeneca	GBP	-1,2%	2,5%	18,3%	28,0%	57,3%	172,9%
SAP	EUR	-6,5%	-8,7%	-13,0%	-31,1%	-16,7%	5,1%
Sanofi	EUR	-15,5%	-17,3%	-8,6%	-2,4%	17,8%	23,0%
MSCI EM Asia	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-0,8%	-9,3%	-15,5%	-16,1%	109,2%	168,0%
Tencent Holding	HKD	6,6%	-9,7%	-22,0%	-29,6%	4,9%	4,0%
Alibaba	USD	6,8%	-0,7%	-9,3%	-42,9%	-45,5%	-44,4%
Samsung Electronics	KRW	-2,8%	-10,9%	-16,3%	-20,6%	48,2%	49,3%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 sierpnia 2022 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.