



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

GOSPODARKA I RYNKI – SYSTEM NACZYŃ POŁĄCZONYCH

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - listopad 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

Arkadiusz Banaś

Specjalista ds. Analiz

Tomasz Kolarz

Ekspert ds. Data Science

Damian Marciniak

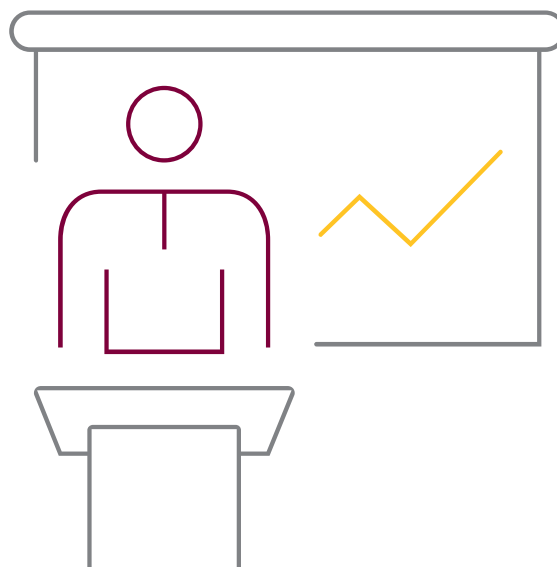
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

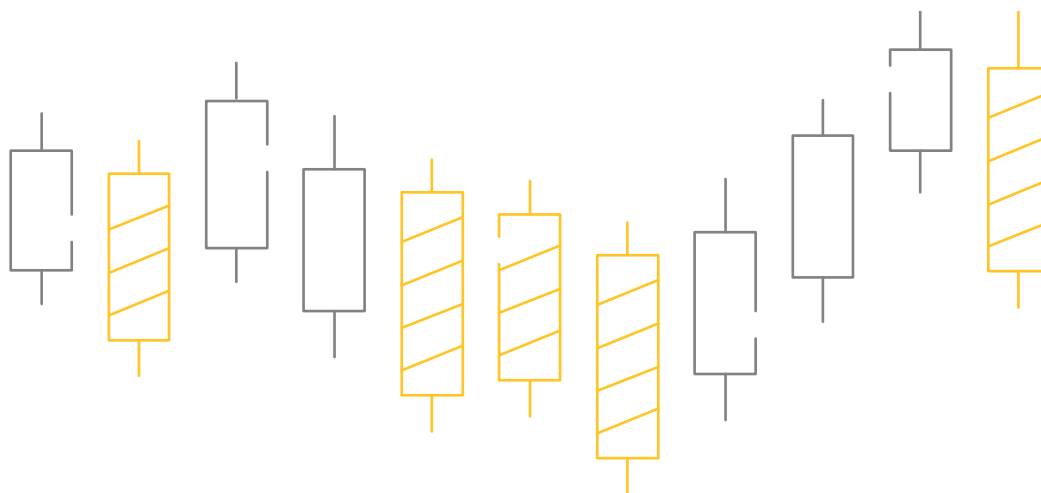
Makler Papierów Wartościowych



15 listopada 2022 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	9
Polska	10
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne	12
Surowce	13
Surowce energetyczne	13
Złoto	14
Metale przemysłowe	14
Towary rolne.....	15
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	16
Ważne informacje	18



Wstęp

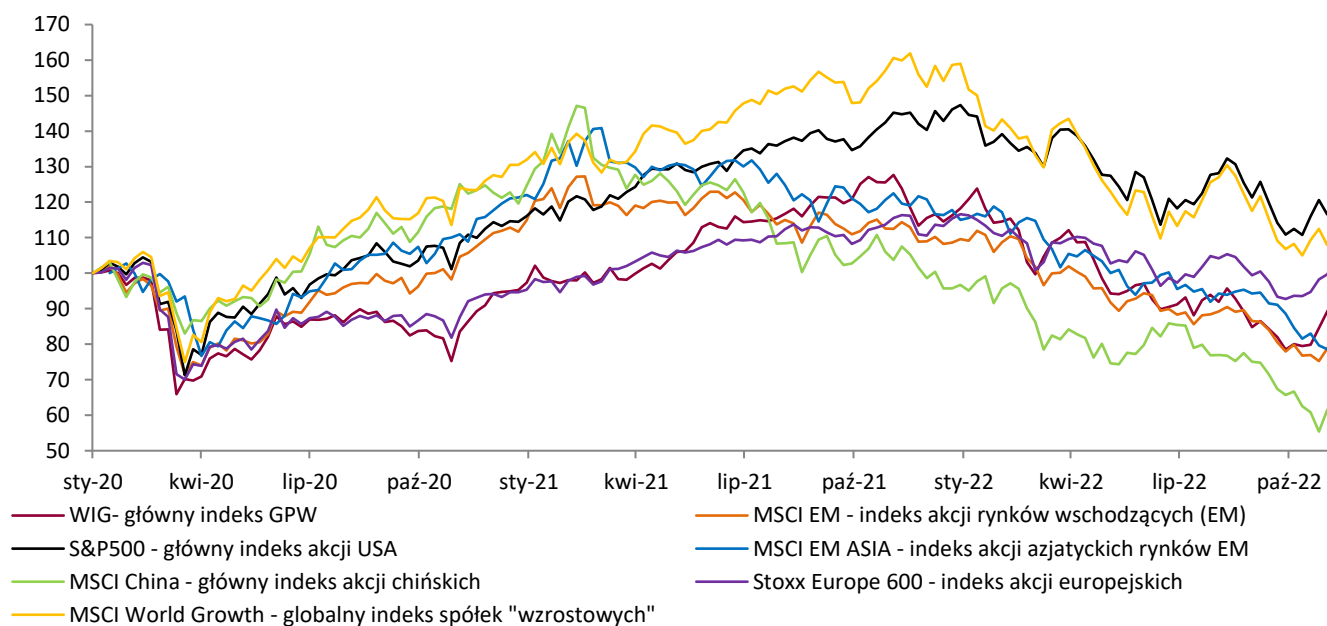
- Druga dekada listopada to **gwałtowne wzrosty na rynkach finansowych** (na większości rynków zarówno akcji, jak i długoterminowych obligacji skarbowych) w wyniku niższego (to pewna nowość) od oczekiwań odczytu inflacyjnego w USA za październik. Wskaźnik cen konsumenckich CPI wzrósł za ten okres o 7,7% r/r wobec oczekiwanych 8,0% i 8,2% we wrześniu, co zrodziło oczekiwania, że problem inflacji jest bliski opanowania, że banki centralne nie będą musiały kontynuować najbardziej zdecydowanych od co najmniej kilkunastu lat podwyżek stóp procentowych, a gospodarka światowa uniknie tzw. „twardego lądowania”.
- Uważamy jednak, iż do odtrąbienia sukcesu w walce z inflacją jeszcze bardzo daleka droga. 7,7% to nadal znacznie więcej niż 2,0%, które jest celem inflacyjnym Fed. Techniczne wyjście z recesji amerykańskiej gospodarki w III kw. br. (wg wstępnych danych k/k SAAR +2,6% PKB) i dobra kondycja tamtejszego rynku pracy (stopa bezrobocia cały czas bliska minimum, tj. 3,7%) pokazują **dużą akceptację gospodarki USA dla wyższych cen i niebezpieczeństwo zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych na poziomach znacznie wyższych od optymalnych z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego** (czyli wspomnianych 2,0%). Dlatego też, uważamy, że **kontynuacji spadku miar inflacji w USA w kolejnych miesiącach towarzyszyć będą dalsze podwyżki stóp Fed** (być może w nieco wolniejszym tempie niż dotychczas), a **docelowy ich poziom przewyższy bieżące oczekiwania rynkowe**, które ostatnio nieco spadły (docelowo do poniżej 5%).
- W naturalny sposób **za Fed będą musiały podążać pozostałe banki centralne**, zwłaszcza w sytuacji gwałtownego pogarszania się bilansu handlowego, na skutek wzrostu cen importowanych surowców energetycznych (**casus m.in. Polski czy Eurolandu**), a pełne efekty wyższych stóp procentowych będą działały na gospodarki z opóźnieniem, nawet do kilku kwartałów.
- Tym samym w średnim terminie (6-12 mies.) na najwyższym poziomie klas aktywów tj. akcji vs. obligacji utrzymujemy umiarkowaną preferencję tych drugich (+1 vs.-1 w skali od -2 do +2),
- W segmencie **obligacji najwyższą preferencję utrzymujemy dla polskich zmienno-kuponowych skarbowych oraz korporacyjnych, ale tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym (IG)**. Głównym ku temu powodem jest właśnie mechanizm zmiennego kuponu, uzależnionego od stopy WIBOR, która systematycznie na przestrzeni ostatnich miesięcy rośnie. Jednocześnie brak napływów nowych środków inwestorów spowodował, że rynkowe wyceny coraz większej liczby emitentów - często nawet spółek Skarbu Państwa, **oferują rentowności do wykupu** (zakładając stałość stopy WIBOR6M będącej bazą do odsetek) **przekraczające 10%**.
- **W skali globalnej** (na rynkach rozwiniętych – DM) w bieżącym miesiącu natomiast **złagodiliśmy nastawienie do obligacji skarbowych DM/korporacyjnych IG**. Poziomy rentowności powyżej 4% praktycznie na całej krzywej rentowności dolarowych obligacji skarbowych, przy inflacji w USA już w trendzie spadkowym (październikowy odczyt CPI był najniższy od lutego) uważamy za bardziej atrakcyjne niż tylko ponad 7% na średnio- i długoterminowych obligacjach skarbowych polskich w złotym, przy inflacji na poziomie 17,9% r/r i nadal w trendzie wzrostowym. Należy natomiast pamiętać, że zagraniczne obligacje DM/IG to w zdecydowanej mierze obligacje stałokuponowe, a więc charakteryzujące się często wysokim parametrem *duration* – ryzyka stopy procentowej i przez to narażone na większe fluktuacje cenowe, zwłaszcza niż wymienione wcześniej polskie obligacje zmienno-kuponowe.
- W akcjach **niewyższe nastawienie niż do akcji polskich i DM utrzymujemy do akcji rynków EM ogółem** (0, tj. neutralne), a dodatkowo **przeważamy akcje Ameryki Łacińskiej**, które są nisko wyceniane i z dala od bieżących epicentrow konfliktów geopolitycznych.

□ W obszarze ekspozycji na 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. Jednocześnie spora część z nich działa globalnie a raportuje w dolarze, co w dobie jego silnego kursu przekłada się na słabsze wyniki finansowe.

□ Cały czas **pozytywnie zapatrujemy się na sektor surowcowy**.

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- Nieco pomniejszych pozytywnych niespodzianek w danych z największych gospodarek ...
- ... nie zmienia faktu, że problem inflacji w USA i Europie pozostaje jak najbardziej aktualny
- RPP pomimo utrzymującej się presji na podwyżki stóp procentowych, nie zmienia ich drugi miesiąc z rzędu

W październiku służyły pierwsze szacunki PKB największych gospodarek świata za okres III kw. 2022.

Dane okazały się nieco lepsze od oczekiwań, głównie w przypadku strefy euro i Chin, w mniejszym stopniu dla USA. W tym ostatnim przypadku odnotowany został wzrost PKB o 1,8% r/r (2,6% k/k wg częściej stosowanej w USA metodologii SAAR tj. odsezonowany i zannualizowany) realizowany w otoczeniu jeszcze trwającego, ale słabnącego ożywienia w konsumpcji gospodarstw domowych (niezmiennie za sprawą odbijających po pandemii usług) oraz przy ostro hamujących, drugi kwartał z rzędu, inwestycjach mieszkaniowych.

PKB strefy euro rósł o 2,1% r/r, przy największej pozytywnej niespodziance w danych z Niemiec, gdzie biznes z jednej strony obawia się postępującej słabnącej globalnej koniunktury, a z drugiej strony przemysł, korzystając z łagodzenia napięć w łańcuchach dostaw, realizuje zaległości w zamówieniach, narosłe w okresie pandemii (m.in. sektor motoryzacyjny). Kraje południa Europy z kolei są wciąż beneficjentami odłożonego popytu w obszarze usług okołoturystycznych.

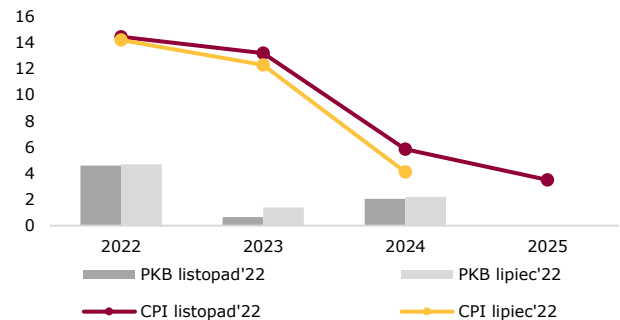
W III kw. 2022 chińska gospodarka odbijała po II kw. 2022, najsilniej w tym roku dotkniętym restrykcjami epidemicznymi. Dynamika PKB wzrosła, nieco mocniej od oczekiwań, z 0,4% r/r w II kw. do 3,9% r/r. Z poszczególnych sektorów szybciej od całej gospodarki rosły te związane z handlem zagranicznym i rządową stymulacją inwestycyjną, m.in. przemysł (4,6% r/r) oraz budownictwo (7,8% r/r). Słabsze były natomiast sektor nieruchomości (-4,2% r/r) oraz związany z kondycją gospodarstw domowych, handel (1,6% r/r).

Pomimo nieco lepszych od oczekiwań danych o PKB za III kw., biznes pozostaje nastawiony negatywnie do perspektyw najbliższej przyszłości. We wszystkich ww. obszarach gospodarczych najświeższe odczyty PMI Composite (wskaźnik oparty o badanie przedsiębiorstw, uwzględniający sektor usług i przemysłu), pozostawały poniżej poziomu 50 pkt., sugerując pogarszanie się koniunktury. To głównie skutek kryzysu inflacyjnego (USA i strefa euro), kryzysu energetycznego (głównie strefa euro), a także epidemicznego i sektora nieruchomości (głównie Chiny).

We wszystkich ww. obszarach jak dotąd można uznać, że ryzyka utrzymania dotychczasowych tendencji są podwyższone, przynajmniej w najbliższych miesiącach. Inflacja w USA zwalnia nieco, ale do niedawna słabiej od oczekiwań. W strefie euro presja cenowa wręcz przyspieszyła w październiku. W odpowiedzi banki centralne Fed (amerykański) i EBC (dla strefy euro) kontynuują podwyżki stóp procentowych i zapowiadają utrzymanie takiego nastawienia. Nieco spadły natomiast obawy o skalę kryzysu energetycznego w Europie, czemu sprzyjają względnie łagodne temperatury i zapełnione w okresie letnim magazyny gazu w większości krajów UE. W Chinach natomiast, jak wynika z dotychczasowych doniesień, raczej utrzyma się restrykcyjne nastawienie do epidemii, co wyraźnie

redukuje potencjał poprawy w konsumpcji gospodarstw domowych w drugiej gospodarce świata.

Prognozy inflacji CPI i dynamiki PKB wg NBP (%), centralna ścieżka, prognoza z listopada vs. lipca '22



źródło: GUS, opracowanie własne DAM Alior

Gospodarka stopniowo hamuje, inflacja nie zwalnia. Tak można w skrócie podsumować bieżące dane z Polski. We wskaźnikach koniunktury od jakiegoś już czasu widać minorowe nastroje przedsiębiorców, ale jak dotąd odczyty obrazujące bieżącą aktywność firm i gospodarstw domowych nie pokazują skokowego spowolnienia, a raczej stopniowe. Pomimo inflacji konsumenckiej ustanawiającej co miesiąc nowe wieloletnie rekordy. Szacujemy, że krajowy PKB w III kw. 2022 rósł o ok. 3,5% r/r wobec 5,8% r/r w II kw.

We wrześniowych danych o sprzedaży detalicznej (wzrost o 4,1% r/r w cenach stałych) i produkcji przemysłowej (wzrost o 9,8% r/r w cenach stałych) przebija się obraz koniunktury „podrasowanej” przez sektor motoryzacyjny. Ten korzysta z odblokowania globalnych łańcuchów dostaw w obszarze półprzewodników oraz realizacji odłożonego popytu po stronie konsumentów, zarówno w kraju jak i za granicą. Poza tym dobrze wygląda m.in. obszar dóbr pierwszej potrzeby, będący niejako beneficjentem zwiększonej liczby konsumentów w Polsce (imigracja z Ukrainy). W przypadku przetwórstwa pod presją wysokich cen gazu i energii jest natomiast m.in. sektor chemiczny. Przy zastoju w inwestycjach infrastrukturalnych i znacznym pogorszeniu perspektyw w obszarze mieszkaniowym gorzej radzi sobie sektor budowlany, w którym sprzedaż we wrześniu rosła zaledwie o 0,3% r/r wobec 5,9% r/r w sierpniu.

Obraz dopełniają słabe nastroje biznesu jak i konsumentów, sygnalizując obawy wynikające z bardzo niepewnego otoczenia. Październikowy indeks

koniunktury dla przetwórstwa przemysłowego PMI spadł z 43 do 42 pkt.

Jedną z kluczowych składowych niepewności jest utrzymująca się wysoka presja inflacyjna. **Wskaźnik CPI, wg wstępnego szacunku GUS, w październiku wzrósł do 17,9% r/r z 17,2% r/r.** miesiąc wcześniej Nieco jaśniejszym punktem danych inflacyjnych jest wskaźnik PPI (inflacja producencka), który we wrześniu pierwszy raz od wielu miesięcy wyraźniej się cofnął (z 25,5% r/r do 24,6% r/r), aczkolwiek pozostaje wciąż bardzo wysoki.

Rada Polityki Pieniężnej ostatnio coraz wyraźniej kieruje się sygnałami nadchodzącego spowolnienia i liczy, że to

przygasi częściowo presję inflacyjną. M.in. z tego też względu, dość nieoczekiwanie, wstrzymała podwyżki stóp procentowych, zarówno w październiku, jak i listopadzie. Tymczasem jednak bieżące dane gospodarcze są wciąż całkiem niezłe, inflacja nadal rośnie, a główne banki centralne (w tym Fed i EBC) zapowiadają dalsze podwyżki stóp procentowych. Co więcej, NBP w swojej najnowszej projekcji widzi możliwość powrotu inflacji CPI do celu (górną przedział 3,5%) dopiero ok. 2025 r. Tym samym presja na wznowienie podwyżek stóp procentowych w Polsce jest aktualna. (js)

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- **Globalne rynki rosną na fali oczekiwań skuteczności banków centralnych w walce z inflacją, która jednak może pociągnąć główne gospodarki w dół**
- **Są pierwsze oznaki zastopowania wyśrubowanych marż operacyjnych, zwłaszcza dla spółek amerykańskich**
- **Premia za ryzyko rynkowe dla spółek europejskich wyższa niż dla mało atrakcyjnej premii spółek amerykańskich**
- **Podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne dla akcji spółek rynków rozwiniętych**
- **Spółki „wzrostowe” z trudniejszym otoczeniem w dobie wzrostu rynkowych stóp procentowych**

Ostatnie tygodnie przynoszą wzrostowe odreagowanie na głównych rynkach akcji. Indeks czołowych rynków rozwiniętych MSCI World wzrósł w październiku o ponad 7% i w listopadzie kontynuował ruch na „północ”. Rynki akcji były przede wszystkim pod wpływem banków centralnych, gdzie poszczególne wypowiedzi i decyzje, były interpretowane w kontekście ich wpływu na nastroje rynkowe w często odmienny sposób. Z jednej strony oczekiwano złagodzenia podejścia do dalszego zaostrożenia polityki pieniężnej przez amerykański FED w

obawie przed nadmiernym schłodzeniem gospodarki, z drugiej strony podkreślano, że do skutecznej walki z inflacją jednak będzie wymagane bardziej zdeterminowane podejście decydentów. Na listopadowym posiedzeniu zdecydowano się na kolejną podwyżkę o 75 pb., a bieżący poziom stopy federalnej 3,75-4,0% jest najwyższy od 2008 r. Instrumenty pochodne określające szacunki rynkowe względem docelowego poziomu stóp procentowych w USA wskazują obecnie na poziom 5% do osiągnięcia na koniec I kw. '23, podczas gdy przed miesiącem to było bliżej 4,5%. Na koniec bieżącego roku adekwatne instrumenty wyceniają poziom ok. 4,4%, co oznaczałoby szacunki jeszcze jednej podwyżki na grudniowym posiedzeniu o 0,5 pkt. proc. Dla Europejskiego Banku Centralnego (EBC) po październikowej podwyżce stopy depozytowej do 2% nie oczekuje się kolejnych podwyżek do końca bieżącego roku, natomiast na I kw. 23 jest wyceniany poziom 2,7%, ze ścieżką dojścia w kolejnych kwartałach 2023 r. do 3%.

Podwyżki stóp, jakby nie oceniać ich słuszności w długim terminie, zwłaszcza przy obecnych poziomach inflacji (USA +7,7%; strefa euro +10,7%), w krótkim terminie mają za zadanie schłodzenie ogólnego popytu w gospodarce poprzez wzrost kosztów odsetkowych (mniejsza atrakcyjność kredytów konsumpcyjnych,

hipotecyjnych, inwestycyjnych itd.) oraz zwiększenia atrakcyjności dochodów odsetkowych dla deponentów, co w skrócie oznacza duże prawdopodobieństwo, a w zasadzie niemal pewność znacznego spowolnienia gospodarczego. Konsensus prognoz Bloomberga zakłada, że tegoroczny wzrost PKB w USA wyniesie 1,8% vs. 2,3% w 2019 r. – ostatnim sprzed pandemii COVID19, a w przyszłym roku spowolni do 0,4%. Dla strefy euro całościowo w 2022 r. szacuje się, że podtrzymany zostanie okres dobrego prosperity, i PKB wzrośnie o 3,1% vs. 1,6% wzrostu w 2019, ale już w 2023 jest oczekiwany spadek PKB o 0,1%. **Potwierdzeniem dla słabszych prognoz są również ostatnie niskie odczyty**, powstających na bazie ankiet menedżerów logistyki, **wskaźników PMI w sektorze przetwórczym**. Wg ostatnich danych **spodziewane jest pogorszenie koniunktury w blisko 2/3 pokrywanych tym wskaźnikiem krajach**. Dla Stanów Zjednoczonych wskaźnik jeszcze jest powyżej progu umocnienia/osłabienia koniunktury (50 pkt.), ale z wyraźną tendencją spadkową. Sygnały osłabienia koniunktury są widoczne w większości sektorów wytwórczych, włączając także segment wydobywczy czy generalnie surowcowy. Lepsze perspektywy albo generalnie mniej wyraźne oznaki pogorszenia obejmują sektory farmacji, działalności związanej z oprogramowaniem oraz wybranych segmentów usług, również finansowo-ubezpieczeniowych.

Opublikowane jak dotąd wyniki finansowe amerykańskich spółek za III kw. (raporty opublikowała większość spółek z indeksu S&P500) na poziomie zagregowanym wykazują ok. 5%-owy wzrost przychodów ze sprzedaży na akcję, 3%-owy wzrost wyniku EBITDA i 4,3%-owy wzrost zysku. Pierwszym wnioskiem jest więc znaczące spowolnienie wzrostowej dynamiki sprzedaży, która w poprzedzających kwartałach osiągała poziomy dwucyfrowe. Kolejnym spostrzeżeniem jest niższa dynamika wyniku EBITDA i zysku netto, co oznacza, że wyśrubowane w poprzednich kwartałach marże (zyskowność na jednostce sprzedaży), silnie wspierające wysokie dynamiki zysków są coraz trudniejsze w podtrzymaniu. Niewykluczone, co wskazywaliśmy w poprzednich raportach, że dynamika wzrostu cen przewyższająca dynamikę wzrostu wynagrodzeń powoduje skurczenie popytu. Nie zagraża to jeszcze pozycji przedsiębiorstw, bowiem na fali inflacji, co widać było po wspomnianych marżach, koszty sprzedawanych produktów rosły szybciej niż koszty

wytworzenia, ale też potencjał do dalszego wzrostu wyników przedsiębiorstw jest obecnie mocno ścinany. Niepokoją też słabsze wyniki spółek IT, zwłaszcza szeroko rozumianej „rozrywki sieciowej” (usługi internetowe, gry, media), które jak widać zatraciły swój defensywny charakter.

Dla spółek europejskich dla już opublikowanych wyników indeksu Stoxx Europe 600 (ok. 3/4 spółek) zagregowane zyski na akcję dla indeksu są większe o ok. 8% niż przed rokiem, sprzedaż na akcję jest zaś wyższa aż o blisko 30%, na co jednakże wpływ miały bardzo wysokie dynamiki sprzedaży odnotowane przez sektory powiązane z produkcją i sprzedażą energii elektrycznej oraz koncerny samochodowe. Całoroczne konsensusy prognoz zakładają na poziomie zagregowanym ok. 20%-owe wzrosty sprzedaży i zysków w 2022 r., natomiast znaczące spowolnienie (spadek dynamik do poniżej 5%) ma być obserwowane w 2023 r. Nadal mamy jednak wątpliwości, czy w obliczu trwającej presji inflacyjnej, problemów energetycznych w Europie i bardzo zmiennych cen energii wpływających również na koszty produkcji, te prognozy są do zrealizowania.

Nieźmiennie wskazujemy, że przy obecnej wycenie akcji do prognozowanego zysku na akcję, dla zwłaszcza akcji amerykańskich (prognozowany P/E na kolejne 4 kwartały wynosi 16,9x – dane z 9.11.2023), oraz rentowności 10 letnich amerykańskich obligacji skarbowych, tzw. premia za ryzyko rynkowe (oczekiwana stopa zwrotu ponad rentowność „bezpiecznych” inwestycji) nie jest zbyt atrakcyjna i wynosi niecałe 2%. Wyraźniej lepiej wygląda to dla akcji europejskich, gdzie prognozowany na kolejny 4 kwartały wskaźnik P/E wynosi 11,4, co też jest przy poziomie 10-letniego dołka, ale nawet z uwzględnieniem najbardziej rentownych włoskich obligacji (wg. danych z 9.11.2023 +4,3%) kalkulowana w podobny sposób premia za ryzyko rynkowe wynosi ok. 5%. Jednakże prognozowany P/E jest kalkulowany o oczekiwane w tym okresie zyski, a przy obecnej sytuacji geopolitycznej w Europie, implikującej małą przewidywalność rynku energii oraz utrzymującą się presję inflacyjną i wszelkie konsekwencji walki z nią, uważamy, że te prognozy są obarczone wysokim ryzykiem niezrealizowania.

Biorąc pod uwagę powyższe, podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne (-1 w skali od -2 do +2) do rynku akcji rozwiniętych (DM), nie preferując w ramach tych

rynków poszczególnych regionów. Jednocześnie widzimy materializujące się ryzyka dla szczególnie amerykańskich spółek przypisanych do segmentu *growth* (słabsze od oczekiwań zyski lub wręcz notowane straty) oraz utratę przez nich atutu większej odporności na zawirowania gospodarcze, w związku z czym nadal uznajemy za bardziej pożądane spółki value w połączeniu z lekko defensywną ekspozycją sektorową. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- **Wyceny spółek chińskich w listopadzie korygują się w górę po wcześniejszych gwałtownych spadkach**
- **W Chinach nowa kadencja XI Jinpinga i od razu konieczność poradzenia sobie z najbardziej kompleksowym do tej pory embargiem ze strony USA na zaawansowane półprzewodniki**
- **Najbardziej perspektywicznym podregionem z rynków wschodzących niezmiennie – Ameryka Łacińska**

W październiku oczy inwestorów na rynkach wschodzących były skierowane przede wszystkim na wydarzenia geopolityczne i związane z nimi zawirowania na lokalnych giełdach. Wybory prezydenckie w Brazylii, zjazd partii w Chinach, czy napięcia związane z niepodległością Tajwanu, dawały się odczuć w zachowaniu najważniejszych indeksów akcji rynków EM.

W Pekinie 22 października zakończył się XX Zjazd Komunistycznej Partii Chin (KPCh), na którym przedstawiciele chińskich władz podejmowali najistotniejsze dla kraju decyzje. **Prezydent Xi Jinping** pozostał na stanowisku Generalnego Sekretarza Partii oraz **wzmocnił swoją władzę** poprzez wprowadzenie zmian na najważniejszych stanowiskach w partii. Niesprzyjających mu polityków zastąpił lojalnymi współpracownikami. Deklarowane cele polityczne KPCh pozostały niezmienione – władze mają promować powszechny i stabilny rozwój kraju, dbać o zapewnienie dachu nad głową dla każdego chińskiego obywatela i skutecznie dążyć w stronę **dekarbonizacji przemysłu**. Istotnym celem jest również zapewnienie bezpieczeństwa i samowystarczalności w najważniejszych kwestiach, takich jak żywność, produkcja energii i dostęp do technologii. Chińscy decydenci mogą mieć jednak spore problemy w dostarczeniu swojej gospodarce

technologicznych nowinek. Na początku października **Stany Zjednoczone nałożyły na Chiny dotkliwe sankcje uderzające w sektor technologiczny, a w szczególności w branżę produkcji półprzewodników**. USA, aby osłabić armię XI Jinpinga, odcięły Państwo Środka od najnowszych i najbardziej zaawansowanych technologii. Sankcje te nie są jednak tylko kontrolą eksportu samych półprzewodników. Ogłoszone przez amerykańskie władze ograniczenia oznaczają również odcięcie chińskich przedsiębiorstw od narzędzi potrzebnych do projektowania chipów, niezbędnego oprogramowania potrzebnego do ich obsługi oraz od amerykańskich i szkolonych w USA specjalistów, którzy w tej branży są wyjątkowo cenieni.

Sytuacja jest na tyle poważna dla chińskich spółek, że władze ChRL zorganizowały spotkania z zarządami najważniejszych firm w celu omówienia strategii poradzenia sobie z tym problemem. Sekretarz generalny Xi Jinping również zabrał głos w tej sprawie, zapowiadając pomoc i nakłady finansowe na badania i rozwój własnych technologii. Sprawę pogarsza fakt, że spółki z sektora wysokich technologii, takie jak Tencent, Baidu czy NetEase mają istotny wpływ na chińską gospodarkę.

Zdecydowanie na plus dla chińskiego rynku akcji, i to jest właśnie czynnik, który uaktywnił się w pierwszej połowie listopada, jest natomiast odchodzenie od niesprzyjającej inwestorom polityki „zero-Covid”. Pogłoski o luzowaniu obostrzeń oraz otwieraniu Chin na zagranicę i turystów już spowodowały istotne odbicie, a jeśli chińskie władze rzeczywiście odejdą od *lockdown-ów*, daje to potencjał dalszych wzrostów. Warto pamiętać, że mimo problemów chińskiej gospodarki, najważniejsze spółki z MSCI China radzą sobie dobrze, notują przyzwoite dynamiki przychodów, a do tego są bardzo atrakcyjnie wyceniane.

Wśród ważnych wydarzeń dla kluczowych indeksów akcji na rynkach EM należy wspomnieć o ostatnich wyborach prezydenckich w Brazylii, które wygrał (uważany za prorynkowego) Luiz Inácio Lula da Silva. Lula był już prezydentem w latach 2003-2011 i jego rządy są dobrze wspomniane zarówno przez ekonomistów, jak i przez zwykłych obywateli Brazylii. Ważnym czynnikiem na plus dla brazylijskiego rynku akcji jest też prawdopodobnie zakończony już przez tamtejszy bank centralny cykl podwyżek stóp procentowych. **Brazylia, która zaczęła podnosić stopy w marcu 2021 roku, jest już uważana za**

kraj, który poradził sobie z problemem inflacji. Stabilne lub w przyszłości spadające stopy procentowe, najniższe bezrobocie od 2015 roku i rosnące płace sprawiają, że konsumenci w Brazylii mają się dobrze i napędzają gospodarkę. Dodatkowym czynnikiem rozwoju są wciąż podwyższone ceny surowców i towarów rolnych, których Brazylia jest ważnym eksporterem. Brazylijskie firmy są także atrakcyjnie wyceniane i oferują wysokie stopy dywidendy.

Nad Brazylią, jak i innymi rynkami wschodzącymi wisi ryzyko globalnej recesji i spowolnienia na rynkach. Ze względu jednak na bardziej efektywną politykę monetarną i niższe zadłużenie, kraje z EM paradoksalnie mogą łagodniej przejść przez zbliżający się okres spowolnienia. Na rynkach Chin, Indii, Tajwanu, Korei czy Brazylii działa wiele jakościowych spółek z dużym potencjałem wzrostu – wśród nich są liderzy w produkcji półprzewodników, samochodów elektrycznych i sprzętów potrzebnych do wykorzystywania alternatywnych źródeł energii. W stosunku do krajów rozwiniętych, rynki wschodzące oferują atrakcyjniejsze wyceny i wyższe stopy dywidendy. (ab)

Polska

- **Poprawa globalnego sentymentu dla akcji wsparła szybkie odrabianie strat przez spółki z GPW**
- **Rząd zrezygnował z pomysłu podatku od nadmiarowych zysków, w zamian pracuje nad mechanizmami ograniczenia cen energii a conto spółek energetycznych**
- **Ze względu na niejasne perspektywy wyników spółek z krajowego parkietu w roku przyszłym i niskie dywidendy utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie do polskiego rynku akcji**

Październik i listopad przynoszą wyraźną poprawę nastrojów na GPW (we wszystkich głównych indeksach), co jednak najbardziej widoczne jest w indeksie obrazującym największe spółki - WIG20. Krajowy rynek akcji prezentuje się znakomicie również na tle indeksów zagranicznych. Impulsem do poprawy nastrojów, oprócz czynników zewnętrznych, okazała się niechybnie informacja o wybraniu przez rząd partnera amerykańskiego Westinghouse Nuclear do budowy elektrowni atomowej w Polsce, której koszt szacowany

jest na około 100 mld zł. Rynek oczekuje, że w budowę zaangażowane będą także podmioty krajowe. W perspektywie planowana jest również druga elektrownia atomowa, co znacząco zmieniłoby krajowy mix energetyczny (docelowa moc 6 reaktorów to 9 GW) oraz obniżyło koszty energii ze względu na bezemisyjny i bezpieczny charakter tego źródła energii. Obecnie łączna moc zainstalowana wszystkich elektrowni w Polsce wynosi około 50 GW, z czego ok. połowę stanowią elektrownie na węgiel kamienny.

Dodatkowo sentyment na GPW wspierała informacja o rezygnacji przez rząd z pomysłu wprowadzenia podatku od nadmiarowych zysków przedsiębiorstw, z którego spodziewane wpływy mogłyby wynieść 13 mld zł i miałyby pokryć koszty zamrożenia cen energii. Aktualnie rząd pracuje nad mechanizmami zastępującymi obowiązującą do końca roku Tarczę Antyinflacyjną, które będą bazowały na redukcji nadzwyczajnych zysków spółek energetycznych i paliwowych. Jak wynika z wypowiedzi przedstawicieli rządu, od nowego roku władze planują wprowadzić maksymalne ceny energii i gazu oraz finansować pakiety antyinflacyjne z zysków spółek energetycznych.

Wydarzeniem z końca ubiegłego miesiąca była też finalizacja fuzji PKN Orlen z przejmowanym PGNiG. Łączna przychody połączonych koncernów przekroczyły 400 mld zł, a kapitalizacja obu tych podmiotów w okresie połączenia wynosiła około 69 mld zł. Tym samym PKN Orlen staje się największym krajowym podmiotem notowanym na GPW, łączącym w sobie sektory m.in.: paliw, gazu i energii elektrycznej.

W samym październiku w przekroju sektorowym inwestorzy najmocniej docenili sektor bankowy (+23,5%), sektor gier (+14,8%) oraz górnictwo (+10,8%). W pierwszych dwóch przypadkach wzrosty wycen korespondowały ze wzrostem oczekiwań na przyszłe zyski netto (4 kwartały naprzód): dla sektora bankowego o +12,8%, a dla gier o +13,7%. Dla górnictwa rynek zrewidował przyszłe wyniki w dół o 12,5%. Jeszcze większą rewizję w dół zanotował sektor energetyczny (-18,1%), co zostało przez rynek ukarane spadkiem kursu WIG-Energia o ponad 7%.

Spoglądając przez pryzmat historycznych wskaźników P/E, akcje polskie jako cały rynek, notowane są na poziomach najniższych od 10 lat i jednocześnie najniżej w gronie

liczących się światowych gospodarek. Na oczekiwanym P/E polskie akcje wyceniane są na poziomie P/E=5, (podobnie jak akcje tureckie), na co wpływ ma Wojna w Ukrainie i konsekwencje z tego płynące. Większość ważnych sektorów GPW jest również atrakcyjna przez pryzmat zarówno historycznego jak i oczekiwanego P/E.

Dla akcji polskich ogółem, podobnie jak dla rynków DM utrzymujemy jednak nastawienie umiarkowanie negatywne (-1, w skali od -2 do +2). Nadal dostrzegamy niepewne perspektywy dla przyszłorocznych zysków

spółek, a dodatkowo **struktura właścicielska spółek na GPW nie sprzyja wypłacaniu wysokich dywidend**. Podtrzymujemy, że stopa zwrotu z akcji polskich w najbliższych 6-12 miesiącach może być niższa od stopy zwrotu z najbardziej perspektywicznych segmentów rynku obligacji, a w przypadku kontynuacji odreagowania na rynkach akcji na świecie, zakładamy, że polski parkiet zachowywać się w sposób zbliżony do akcji na rynkach DM. (tk)

Obligacje

- **Rentowności średnio i długoterminowych polskich obligacji skarbowych stałokuponowych nieadekwatnie niskie do bieżącej inflacji**
- **Najbardziej preferowanym przez nas segmentem obligacje zmienno-kuponowe, polskie, zarówno skarbowe jak i korporacyjne, ale tylko emitentów o wysokim standingu finansowym (IG).**
- **Od bieżącego miesiąca pozytywniej zapatrujemy się również na segment obligacji zagranicznych DM/IG w USD**

Kontrolująca podaż najważniejszej waluty świata amerykańska Rezerwa Federalna, wzięła się w tym roku poważnie za walkę z inflacją i po szeregu posiedzeń z decyzjami o podwyżkach stóp (ostatnio po 0,75 pkt. proc.) wywindowała główną stopę procentową dla dolara (fed funds rate) do przedziału 3,75% - 4,0% - najwyższego poziomu od 2008 roku.

Maksimum krótkoterminowej stopy procentowej dla dolara w cyklu z pierwszej dekady XXI w. to było 5,25% i taki też poziom docelowy najśmielsze prognozy zakładały w cyklu bieżącym. Problem natomiast jest taki, że w trakcie ostatnich 15 lat wartość długu dolarowego na całym świecie wzrosła kilkakrotnie i zdecydowania postawa Fed w naturalny sposób napędzała u części inwestorów obawy o nawet globalną recesję z jednej strony. Z drugiej zaś poprzez wzrost rentowności, pociągała w dół wyceny zarówno dolarowych obligacji skarbowych, jak i korporacyjnych, zwłaszcza emitentów o wysokim

standingu finansowym (IG – Investment Grade), a spadki cenowe największe były tam, gdzie średni termin zapadalności obligacji jest najdłuższy. Emitentom o niskim standingu finansowym (high-yield) zazwyczaj trudno jest przekonać inwestorów do pożyczania na dłuższe okresy.

Obecnie jednak, kiedy widzimy, że inflacja w USA wchodzi w trend spadkowy, a Fed komunikuje determinację w sprowadzaniu inflacji do celu jakim jest 2,0%, rentowności długoterminowych obligacji, zwłaszcza w USD, oferują w naszej ocenie już godziwą rentowność, która dodatkowo rośnie w przypadku portfeli zabezpieczających kurs walutowy USD/PLN.

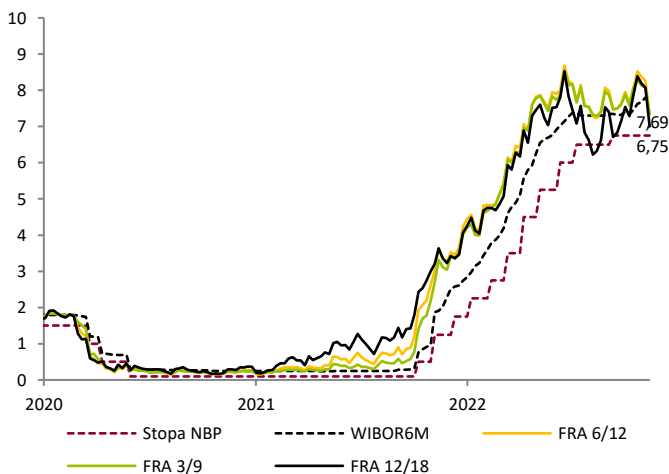
W Polsce, zwłaszcza w świetle ostatnich danych o inflacji (+17,9% r/r w październiku), tzw. „wakacji kredytowych” odwracających wektor oddziaływania wyższych stóp procentowych na zagregowany popyt, czy w końcu prognoz przekroczenia inflacji poziomu nawet 20%, rentowności polskich stałokuponowych obligacji skarbowych średnio i długoterminowych (będących główną lokatą większości polskich funduszy obligacji skarbowych czy uniwersalnych) na poziomie jedynie 7 procent plus uważamy za zdecydowanie za niski poziom i utrzymujemy dla tej klasy aktywów **skrajnie negatywne nastawienie** (-2 w skali od -2 do 2).

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.

Tymczasem krajowa Rada Polityki Pieniężnej na październikowym posiedzeniu drugi miesiąc z rzędu wstrzymała się z podwyżkami, **utrzymując główną stopę procentową NBP na poziomie 6,75 proc.**

Przeważamy natomiast i to silnie polskie obligacje krótkoterminowe i zmienno-kuponowe, skarbowe i korporacyjne, ale tylko tych emitentów o najwyższym standingu finansowym (IG). 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 7,60 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, wiele obligacji notowanych jest dodatkowo z dyskontem względem ceny nominalnej (wykupu). 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 w ubiegłym roku, kiedy stopa WIBOR6M wynosiła jedynie 0,24 proc. (zo)

Zagraniczne korporacyjne

W październiku na globalnym rynku długu korporacyjnego obserwowaliśmy kontynuację trendu spadkowego oraz pogłębianie się ujemnych stóp zwrotu, które tylko częściowo zostały skorygowane w pierwszej połowie listopada. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, na całkowity wynik wpływ miały wzrosty rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oraz wzrost spreadów kredytowych (na koniec października 245 pb. dla emitentów europejskich w EUR i 170 pb. dla amerykańskich w USD). Konsensus analityków zakłada utrzymanie się tych poziomów co najmniej do końca roku.

W dalszym ciągu największa uwaga inwestorów skierowana jest w stronę banków centralnych. Koncentracja banków centralnych na szybkim obniżeniu inflacji implikuje jasną sekwencję: podwyżka będących w gestii banków krótkoterminowych sto procentowych najpierw, obniżenie aktywności gospodarczej następnie, a dopiero po wielu miesiącach oznaki spadku inflacji.

W pierwszych dniach listopada największy z banków centralnych, czyli amerykański Fed, podwyższył (zgodnie z oczekiwaniami) stopy procentowe, sygnalizując jednocześnie silną determinację, by okiełznać inflację pomimo ryzyka ekonomicznego spowolnienia, które może nastąpić. Jednocześnie Fed kontynuuje proces sprzedaży papierów skarbowych oraz MBS (papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie). Z kolei wypowiedzi po październikowym posiedzeniu prezes EBC Christine Lagarde były bardzo ostrożne i dające wrażenie, że bank ogranicza możliwy zakres podwyżek dostrzegając jednocześnie „znaczne spowolnienie” w strefie euro. W przeciwieństwie do FED Europejski Bank Centralny przez długi czas był dużym kupującym na rynku obligacji IG i zaprzestanie zakupów a w późniejszym terminie możliwa ich sprzedaż może powodować większą podaż i dalsze utrzymanie się niższych cen. W dłuższej perspektywie natomiast banki centralne będą musiały w końcu zmienić kierunek i obniżyć stopy procentowe, ponieważ presja inflacyjna osłabnie, a obraz wzrostu gospodarczego nadal może się pogarszać. W takiej sytuacji obligacje korporacyjne emitentów o najwyższych ratingach powinny

wykazywać relatywnie wyższe stopy zwrotu od innych segmentów obligacyjnych.

Biorąc pod trwający szereg miesięcy wzrost rentowności w segmencie obligacji zagranicznych korporacyjnych DM/IG (5,91% dla amerykańskich IG w USD i 4,28% dla amerykańskich w EUR), dobrą sytuację fundamentalną emitentów (zwłaszcza w USA) **począwszy od listopada zmieniliśmy preferowany sposób dywersyfikacji części dłuższej o komponent zagraniczny z rozwiązania o strategii**

typu absolutnej stopy zwrotu na rzecz ekspozycji kierunkowej na rynkach DM/IG. Dodatkowym argumentem za takim wyborem jest **możliwość inwestowania w sposób zgodny z tematyką ESG** ze względu na spore spektrum emitentów promujących w swojej działalności aspekty środowiskowe, społeczne czy ładu korporacyjnego. Pod tym względem rynek obligacji korporacyjnych na rynkach DM w ostatnim okresie znacząco się rozwinął. (dm)

Surowce

- Rynki surowcowe nadal zmagają się z obawami dotyczącymi potencjalnej recesji
- Problemem pozostaje sektor nieruchomości w Chinach, choć pojawiło się światło w tunelu w postaci pogłosek o łagodzeniu polityki „zero Covid”
- Nieco zmalęły obawy o spadek aktywności przemysłowej w Europie spowodowany ekstremalnymi cenami energii
- Dolar wyhamował nieco umocnienie, choć jego ponadprzeciętna siła nadal blokuje wzrosty w sektorze (ze szczególnym naciskiem na złoto)
- Inwestorzy ponownie zostali zmuszeni do przeszacowania poziomu do jakiego FED jest w stanie podnieść stopy by walczyć z inflacją
- Z początkiem listopada OPEC+ wdrożył cięcia produkcji ropy, równocześnie jej globalne zapasy, jak i zapasy destylatów pozostają bardzo niskie
- Sektor metali przemysłowych nadal zмага się z najniższymi od lat stanami magazynowymi miedzi i aluminium

Handel na rynkach surowcowych w październiku przebiegał w mieszanych nastrojach. Indeks szerokiego rynku Bloomberg Commodity Index wzrósł w trakcie miesiąca o 1,7%, jednak poszczególne surowce zachowywały się bardzo niejednorodnie. Ceny surowców pozostają w swoistym klinczu między obawami o spowolnienie gospodarcze, które w wielu obszarach geograficznych przerodzi się zapewne w recesję, obawami

o koniunkturę w Chinach (covidowe *lockdowny*, problemy rynku nieruchomości), a niskimi stanami magazynowymi (ropa, miedź, aluminium) i zaskakująco mocnym popytem jak na tę fazę cyklu gospodarczego. Wszystko to dodatkowo ukraszone jest sporą dawką ryzyka geopolitycznego (czynnik pro wzrostowy dla cen) i towarzyszy mu silny dolar (od 10.11 nieco się skorygował) - czynnik wybitnie niekorzystny dla cen surowców.

Rosnące stopy procentowe budzą coraz większą obawę o globalną koniunkturę, ale ta, póki co, szczególnie rynek pracy pozostaje silna. W szczególności oczy inwestorów na rynku surowcowym w naturalny sposób zwróconą są w stronę gospodarki największego konsumenta, czyli Chin. W październiku odbył się zjazd Komunistycznej Partii Chin, na którym zgodnie z przewidywaniami utrwalił rządy dotychczasowy przywódca Xi Jinping. Rynek spekulował, że mogą pojawić się na nim komunikaty dotyczące łagodzenia polityki „zero Covid”, co zapobiegłoby dalszym tłamszącym chińską gospodarkę *lockdown-om* i spowodowało wzrost zapotrzebowania na surowce. Co prawda oficjalnie deklaracje takie nie padły jednak już w pierwszych dniach listopada zaczęły pojawiać się półoficjalne przecieki, że jest to możliwe. Bez względu na liberalizację w tym obszarze byłaby bardzo dobrą informacją, szczególnie dla cen ropy i metali przemysłowych.

Surowce energetyczne

Sytuacja na rynku ropy naftowej pozostaje niestabilna, ponieważ ryzyko recesji i zacieśnianie podaży surowca

wzajemnie się równoważą. Na rynku ewidentnie trwają obecnie rozgrywki polityczne, a każda ze stron próbuje zadbać o swój interes. Po tym jak cena surowca zaczęła skutecznie przebijać od góry barierę 80 dolarów za baryłkę (USD/bbl), kartel OPEC+ 05.10.2022 podjął decyzję o cięciu wydobycia o 2 mln/b dziennie. Według międzynarodowej Agencji Energetycznej (MAE) działania te przyspieszają marsz globalnej gospodarki w kierunku recesji, jednak członkowie kartelu, nie bacząc na to i na naciski ze strony administracji Bidena, starają się dbać głównie o swoje interesy. W odpowiedzi 18 października Biały Dom ogłosił sprzedaż kolejnych 15 mln bbl z Rezerwy Strategicznej w ramach prowadzonej od marca wyprzedaży.

Kraje G7 nadal, choć niezbyt spieszenie, pracują obecnie nad planem ustanowienia górnej granicy dla cen ropy naftowej z Rosji. To w naturalny sposób wywołuje w OPEC obawę o taki sam ruch skierowany w kierunku kartelu, szczególnie w sytuacji, kiedy Unia Europejska zamierza wprowadzić embargo na ropę rosyjską i niechętnie widziałaby dalsze wzrosty cen surowca z innych kierunków. Równocześnie zapasy ropy obserwowane w krajach OECD są najniższe od wielu lat. Co prawda zapasy komercyjne ropy w USA ustabilizowały się od wielu miesięcy na poziomie ok. 510-520 mln bbl, jednak wg danych Energy Information Administration (stan na połowę października) poziom rezerw ropy strategicznych (SPR) jest najniższy od ponad 40 lat i wynosi zaledwie około 405 mln bbl (57% pojemności magazynowej), w porównaniu do prawie 580 mln bbl w lutym przed inwazją Rosji na Ukrainę i ponad 650 mln u szczytu pierwszej fali koronawirusa wiosną 2020 r. W związku z tym, **nie oczekujemy obecnie spadków cen ropy. Popyt pozostaje bowiem w miarę stabilny a podaż może zostać w każdej chwili dodatkowo ograniczona, na co przy niskich poziomach zapasów cena może reagować bardzo nerwowo.**

Złoto

Dla pozostającego pod silną presją mocnego dolara złota, październik był 7. kolejnym miesiącem spadku ceny. Równocześnie warto mieć na uwadze, że żadna seria nie trwa wiecznie, a to co jest głównym powodem siły dolara (zacieśnianie polityki monetarnej w USA) ulegnie prawdopodobnie zakończeniu najdalej w I kw. 2023 r. (listopad jest już dla cen kruszcu bardzo dobry).

Od wielu miesięcy widać odwrót inwestorów od inwestycji w złoto za pośrednictwem instrumentów pochodnych i funduszy. Październik był szóstym z rzędu miesiącem spadku aktywów funduszy ETF na złoto. Według danych World Gold Council (WGC) za III kw. 2022, spadek ilości posiadanego przez nie metalu wyniósł 277 ton. Według ostatnich dostępnych danych Commitment of Traders łączna ilość złota w posiadaniu inwestorów spadła do 2 965 ton, czyli do najniższego poziomu od 30 miesięcy, co oznacza spadek o 11% w stosunku do wartości szczytowej z kwietnia. Równocześnie popyt na złoto fizyczne (monety, sztabki) pozostaje silny (np. sprzedaż monet w USA pozostaje na poziomach najwyższych od 20 lat; dane za wrzesień).

Bardzo silnym kupcem są również obecnie banki centralne. Według WGC w III kwartale skupiły one prawie 400 ton złota, ponad czterokrotnie więcej niż rok wcześniej. To oznacza, że suma zakupów od początku roku jest najwyższa od 1967 roku, czyli kiedy wartość dolara była jeszcze oparta na parytecie złota, zgodnie z systemem z Bretton Woods. **Tym samym, złoto pozostaje w naszej opinii pożądanym składnikiem portfela. Co prawda otoczenie makro (głównie siła dolara i rosnące rentowności długu) mu nie sprzyja, jednak ta sytuacja nie potrwa wiecznie, a popyt na metal fizyczny pozostaje silny.** Zwolennicy podejścia kontrariańskiego dostrzegą też fakt, że większość inwestorów na rynku kapitałowym „obstawia” obecnie spadek cen kruszcu, a większość często nie ma racji.

Metale przemysłowe

Metale przemysłowe są najbardziej czułym na kurs dolara i stan gospodarki segmentem surowców. Ich ceny są bezpośrednią pochodną poziomu zapotrzebowania generowanego przez największe gospodarki, na czele z chińską. Handel toczy się na nich obecnie w mieszanych nastrojach. Z jednej strony mamy ryzyko recesji i słabą koniunkturę w Chinach, z drugiej niskie zapasy i nasilające się zaburzenia podaży. **Rynek próbuje równocześnie ocenić wysiłki podejmowane przez Chińczyków w celu poprawy koniunktury, szczególnie na rynku nieruchomości oraz prawdopodobieństwo odejścia od strategii „zero Covid”. Będzie to główny czynnik, który rozstrzygnie kierunek zmian cen w najbliższej przyszłości.**

Istotnym czynnikiem mogącym skutkować gwałtownym wzrostem cen są niskie stany magazynowe metali takich jak miedź, aluminium, cynk czy nikiel, które są obecnie w skali globu najniższe od 20 lat. Z dużym prawdopodobieństwem nawet w sytuacji recesji, same zakupy wynikające z potrzeby odbudowywania zapasów będą stanowić silny czynnik blokujący przecenę w tym obszarze.

W przypadku metali wykorzystywanych na potrzeby „zielonej transformacji” analitycy wskazują jeszcze na jeden element, który widać doskonale na przykładzie miedzi. Mianowicie tegoroczny wzrost popytu na „zielone” inwestycje w Chinach prawie całkowicie skompensował spadek zapotrzebowania z rynku nieruchomości. Dla przykładu sprzedaż pojazdów elektrycznych podwaja się tam rok do roku, a od początku roku mamy także 100%-owy wzrost liczby nowych instalacji fotowoltaicznych. Zmiany strukturalne w gospodarce powodują, że szacowany spadek popytu na miedź w Europie w przyszłym roku to ok 1% (vs. historycznie w typowej recesji ok. 10%; szacunki Goldman Sachs). W naszej ocenie, jakkolwiek **spadek aktywności gospodarczej stanowi istotne zagrożenie zmniejszeniem popytu, to skala dotychczasowego spadku cen metali (w większości przypadków spore kilkadziesiąt procent od ubiegłorocznych szczytów) i bardzo niski poziom zapasów, sprawiają, że potencjał do dalszej przeceny jest ograniczony i dotyczy ewentualnie jeszcze najbliższych tygodni/miesięcy. Długoterminowe perspektywy cenowe pozostają natomiast bardzo optymistyczne ze względu na zmiany strukturalne w gospodarce, a które w wyniku konfliktu na Wschodzie mogą nawet jeszcze przyspieszyć.**

Towary rolne

Kluczowym czynnikiem determinującym obecnie ceny zbóż pozostaje sytuacja w Ukrainie, przede wszystkim poziom eksportu z portów czarnomorskich. Porozumienie dotyczące korytarzy zbożowych wisi na włosku, a transporty którymi i tak wysyłano raptem 15-25% tego co eksportowano w zeszłym roku, stają się coraz bardziej nieregularne. Nadal niepokojąco wygląda także zagregowany poziom zapasów ziaren na świecie. Szacuje się, że w sezonie 2022/23 spadnie on do poziomu ok 575 mln ton, najniższego od sezonu 2015/16. Dodatkowym zagrożeniem w skali globalnej, przed którym ostrzegają największe agencje meteorologiczne, jest przedłużanie się na kolejne sezony zjawiska La Nina na Pacyfiku, które było przyczyną susz i powodzi w obecnym sezonie wegetacyjnym.

Podsumowując nasza opinia na temat inwestycji w sektor surowców pozostaje cały czas pozytywna. Dostrzegamy zagrożenia krótkoterminowe wynikające z globalnego spowolnienia i problemów gospodarki chińskiej, choć pojawiają się i szanse w postaci możliwego odejścia od strategii „zero Covid” i rezygnacji z *lockdown*-ów. Równocześnie dzieje się to w sytuacji, kiedy zapasy większości surowców są historycznie niskie, a podaż głównego z nich, ropy naftowej, może być w każdej chwili arbitralnie obniżona. Podtrzymujemy także, że surowce, dzięki niskiej korelacji z innymi aktywami, stanowią pożądaną dywersyfikację portfela akcyjno-obligacyjnego. Natomiast zmiany technologiczne spowodują w długim terminie nieustanny wzrost zapotrzebowania na wiele z nich (w szczególności na metale nieżelazne). (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	6,0%	-8,1%	-10,3%	-21,3%	9,7%	18,1%
MSCI World	USD	7,1%	-7,2%	-8,9%	-19,8%	14,1%	25,1%
MSCI Emerging Markets	USD	-3,2%	-14,7%	-21,2%	-32,9%	-18,6%	-24,2%
MSCI EM Asia	USD	-5,9%	-18,3%	-24,0%	-35,9%	-16,9%	-23,4%
MSCI EM Latin America	USD	9,6%	5,8%	-2,7%	6,8%	-18,9%	-19,9%
MSCI Poland	PLN	12,1%	-11,6%	-18,2%	-37,8%	-36,0%	-45,0%
MSCI Frontier Markets	USD	-4,5%	-12,0%	-22,3%	-33,6%	-17,5%	-25,3%
S&P500 - USA	USD	8,0%	-6,3%	-6,3%	-15,9%	27,5%	50,4%
Russell 2000	USD	10,9%	-2,0%	-0,9%	-19,6%	18,2%	22,9%
MSCI Europe	EUR	6,1%	-5,8%	-8,0%	-12,0%	3,7%	3,7%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	6,3%	-6,0%	-8,5%	-13,3%	3,9%	4,3%
DAX - Niemcy	EUR	9,4%	-1,7%	-6,0%	-15,5%	3,0%	0,2%
CAC40 - Francja	EUR	8,8%	-2,8%	-4,1%	-8,3%	9,4%	13,9%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	8,0%	-2,4%	-7,3%	-12,2%	-14,1%	-24,4%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	9,7%	1,1%	-6,6%	-15,7%	-0,2%	-0,6%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	2,9%	-4,4%	-6,0%	-2,0%	-2,1%	-5,3%
FTSE Nordic 30	SEK	8,1%	-3,3%	-0,8%	-5,4%	32,4%	41,3%
Nikkei - Japonia	JPY	6,4%	-0,8%	2,8%	-4,5%	20,3%	25,3%
TOPIX - Japonia	JPY	5,1%	-0,6%	1,6%	-3,6%	15,7%	9,3%
MSCI China	HKD	-16,8%	-29,0%	-31,8%	-48,5%	-39,2%	-44,8%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-14,7%	-27,1%	-30,4%	-42,1%	-45,4%	-48,0%
Kospi - Korea Płd.	KRW	6,4%	-6,4%	-14,9%	-22,8%	10,1%	-9,1%
SENSEX - Indie	INR	5,8%	5,5%	6,5%	2,4%	51,4%	82,9%
BOVESPA - Brazylia	BRL	5,5%	12,5%	7,6%	12,1%	8,2%	56,2%
WIG	PLN	9,7%	-8,3%	-12,7%	-31,5%	-12,7%	-22,3%
AKCJE - segmenty	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	7,0%	-6,8%	-10,0%	-23,3%	8,6%	9,2%
MSCI ACWI Large Cap	USD	5,9%	-8,1%	-10,1%	-20,8%	10,8%	20,0%
WIG20	PLN	11,5%	-10,7%	-17,3%	-36,1%	-30,0%	-39,2%
WIG20 total return	PLN	11,5%	-9,3%	-14,6%	-34,0%	-25,6%	-31,8%
mWIG40	PLN	7,6%	-7,9%	-12,5%	-33,0%	3,1%	-21,6%
sWIG80	PLN	4,2%	-4,3%	-10,8%	-22,3%	45,8%	15,5%
AKCJE - sektory	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	8,3%	-2,4%	-2,3%	-7,4%	28,3%	48,4%
MSCI World Energy	USD	20,0%	9,6%	11,9%	37,0%	33,9%	17,6%
MSCI World Financials	USD	9,0%	-2,9%	-6,7%	-19,4%	4,1%	1,0%
MSCI World Metals&Mining	USD	2,3%	-7,8%	-25,5%	-12,6%	17,9%	14,3%
MSCI World Industrials	USD	10,3%	-5,4%	-6,1%	-19,0%	5,6%	10,8%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	1,8%	-11,9%	-12,0%	-31,0%	13,8%	33,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	5,7%	-5,6%	-9,4%	-7,7%	4,7%	13,6%
MSCI World IT	USD	7,6%	-11,0%	-10,9%	-25,9%	42,1%	84,6%
Nasdaq	USD	3,9%	-11,3%	-10,9%	-29,1%	32,5%	63,3%
Nasdaq100	USD	4,0%	-11,9%	-11,3%	-28,0%	41,1%	82,5%
S&P Global Clean Energy	USD	-1,7%	-15,4%	-0,3%	-24,9%	76,9%	102,8%
Eurostoxx Banks	EUR	11,4%	9,3%	1,4%	-14,8%	-2,6%	-35,5%
WIG-Games	PLN	14,8%	31,7%	10,5%	-20,2%	1,6%	
WIG-Energia	PLN	-7,2%	-39,1%	-34,0%	-34,2%	-4,7%	-41,9%
WIG-Banki	PLN	23,5%	7,5%	-12,7%	-40,0%	-20,3%	-27,0%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	4,6%	-11,1%	-11,5%	-28,9%	19,5%	41,5%
MSCI World Value	USD	9,6%	-3,3%	-6,5%	-10,5%	5,5%	6,8%

SUROWCE	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	11,1%	-5,3%	-3,9%	24,5%	66,2%	63,8%
Miedź	USD	-1,1%	-5,6%	-23,2%	-22,7%	27,9%	8,8%
Aluminium	USD	2,9%	-11,5%	-26,9%	-18,0%	26,4%	3,5%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	1,1%	3,0%	-10,0%	17,7%	77,1%	51,0%
Rudy żelaza	USD	-6,0%	-13,8%	-38,7%	-23,8%	3,2%	53,3%
Węgiel koksujący	CNY	-10,0%	-5,8%	-27,8%			
Złoto	USD	-1,6%	-7,5%	-13,9%	-8,4%	8,0%	28,5%
Srebro	USD	0,7%	-5,9%	-15,9%	-19,8%	5,8%	14,6%
Bloomberg Commodity Index	USD	1,7%	-7,0%	-12,5%	9,7%	43,1%	31,5%
OBLIGACJE	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-0,7%	-9,9%	-11,4%	-22,2%	-20,6%	-14,5%
USD Korporacyjne IG	USD	-1,0%	-9,0%	-7,8%	-19,6%	-12,0%	-1,6%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,1%	-7,3%	-7,5%	-14,4%	-13,2%	-9,1%
USD azjatyckie IG	USD	-2,5%	-7,2%	-7,4%	-15,4%	-9,1%	0,9%
USD Korporacyjne HY	USD	2,6%	-3,7%	-4,7%	-11,8%	0,9%	10,5%
EUR Korporacyjne HY	EUR	2,0%	-3,8%	-7,1%	-13,0%	-6,1%	-1,1%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-1,3%	-7,1%	-8,6%	-14,1%	-9,8%	-2,9%
EM skarbowe w USD	USD	0,2%	-7,2%	-10,1%	-23,7%	-19,9%	-14,5%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-3,4%	-7,6%	-3,5%	-16,9%	-16,9%	-8,0%
POZOSTAŁE	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	0,8%	-3,3%	-6,3%	-14,5%	-11,4%	-15,1%
EUR/PLN	PLN	-2,9%	-0,4%	0,7%	2,3%	10,7%	11,3%
CHF/PLN	PLN	-5,1%	-2,1%	4,6%	9,4%	23,0%	30,6%
USD/PLN	PLN	-3,7%	2,9%	7,6%	19,6%	24,9%	31,1%
USD/JPY	USD	-2,7%	-10,4%	-12,7%	-23,3%	-27,4%	-23,6%
Bloomberg USD Index	USD	-0,2%	5,3%	7,2%	15,0%	11,6%	13,0%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,9%	-5,0%	-7,0%	-9,0%	-3,7%	-2,9%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,4%	-3,2%	-6,5%	-11,2%	-20,2%	-28,5%
Europe REITS	EUR	5,6%	-15,6%	-21,8%	-20,6%	-36,9%	-34,3%
US REIT's	USD	4,7%	-14,2%	-19,6%	-21,6%	-12,6%	1,0%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	11,0%	-5,5%	-2,5%	2,9%	152,0%	282,3%
Amazon	USD	-9,3%	-24,1%	-17,6%	-39,2%	15,3%	85,4%
Alphabet (Google)	USD	-1,2%	-18,8%	-17,2%	-36,2%	50,2%	83,0%
Microsoft	USD	-0,3%	-17,1%	-16,0%	-29,4%	66,6%	197,0%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-31,3%	-41,4%	-53,5%	-71,2%	-51,4%	-48,3%
Netflix	USD	24,0%	29,8%	53,3%	-57,7%	1,6%	48,6%
Tesla	USD	-14,2%	-23,4%	-21,6%	-38,7%	983,8%	929,5%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	9,4%	-16,3%	-19,9%	-1,9%	-7,0%	34,8%
Roche	CHF	2,8%	5,4%	-8,2%	-3,6%	22,3%	68,6%
ASML	EUR	10,2%	-13,7%	-12,0%	-30,9%	109,2%	224,0%
Nestle	CHF	1,8%	-6,4%	-13,5%	-7,7%	11,5%	48,2%
Novartis	CHF	7,1%	-1,0%	-6,5%	11,4%	5,5%	33,8%
Novo Nordisk	DKK	7,6%	-3,6%	1,4%	18,0%	136,8%	186,5%
L'Oreal	EUR	-3,7%	-13,6%	-8,8%	-18,3%	26,3%	79,2%
LVMH	EUR	4,7%	-5,3%	3,1%	-4,1%	73,6%	169,2%
Astrazeneca	Gbp	3,1%	-4,8%	-3,4%	15,4%	47,9%	137,3%
SAP	EUR	17,1%	6,8%	3,9%	-20,1%	-13,7%	8,1%
Sanofi	EUR	11,4%	-10,2%	-10,2%	5,1%	18,3%	31,3%
MSCI EM Asia	Waluta	Październik	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-7,6%	-22,9%	-26,7%	-32,5%	40,0%	85,5%
Tencent Holding	HKD	-22,8%	-33,0%	-45,3%	-55,8%	-33,3%	-38,5%
Alibaba	USD	-20,5%	-28,9%	-34,5%	-61,5%	-64,0%	-65,6%
Samsung Electronics	KRW	11,9%	-2,6%	-10,7%	-13,0%	28,6%	25,4%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 października 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.