



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

INFLACJA, WOJNA, RECESJA - DOKĄD ZAPROWADZĄ RYNKI?

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - październik 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

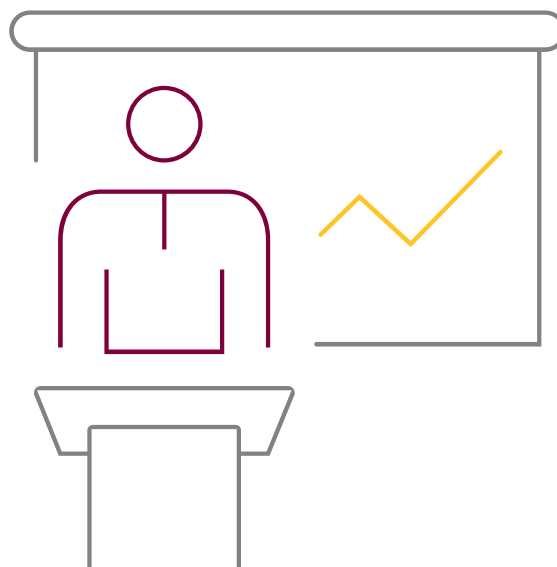
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

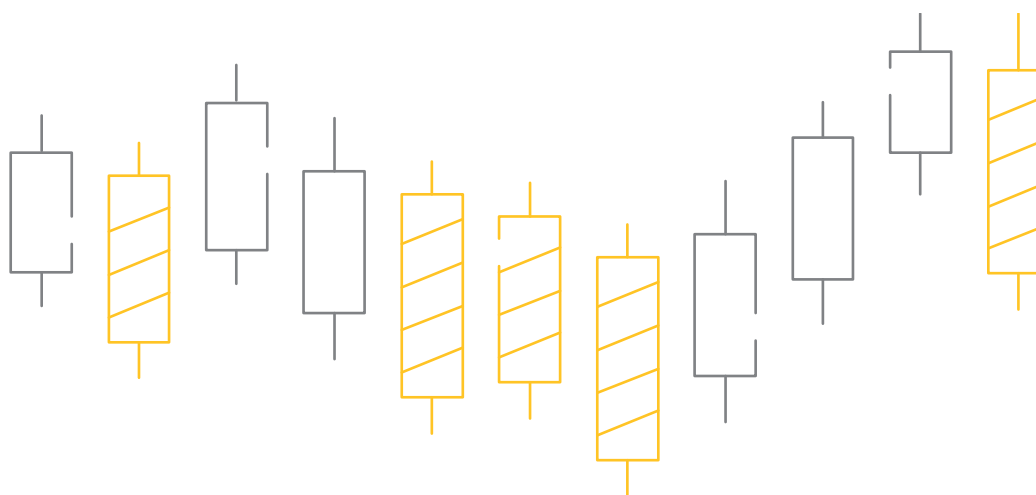
Makler Papierów Wartościowych



14 października 2022 r.

Spis treści

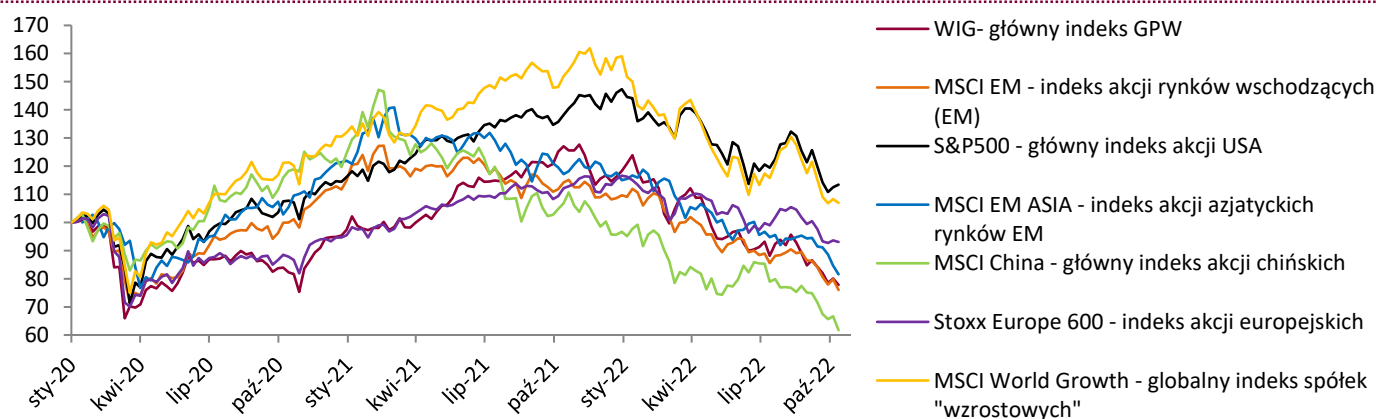
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska	9
Obligacje	10
Zagraniczne korporacyjne	11
Surowce	12
Surowce energetyczne	13
Metale szlachetne	13
Metale przemysłowe	14
Towary rolne.....	14
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	15
Ważne informacje	17



Wstęp

- Na październik obniżyliśmy nastawienie do akcji polskich oraz akcji ogółem z neutralnego do umiarkowanie negatywnego (z 0 do -1, w skali od -2 do +2).
- Nastawienie umiarkowanie negatywne do rynku akcji nie oznacza, że po mocno spadkowym wrześniu i pierwszej połowie października, nie widzimy już przestrzeni do przynajmniej częściowego odbicia notowań. Wręcz przeciwnie, krótkoterminowo uważamy to za nawet bardzo prawdopodobne, zwłaszcza patrząc na przebieg sesji na Wall Street 13 października po najnowszym odczycie inflacyjnym w USA, w trakcie której indeks Nasdaq, po bardzo słabym otwarciu od minimum do zamknięcia sesji zyskał prawie 6%.
- Jednak, mimo że sporo negatywnych informacji jest już w cenach, to w przypadku akcji na rynkach rozwiniętych obawiamy się, że **konsensusy prognoz wyników finansowych** (a właśnie rozpoczyna się sezon publikacji za III kw. '22) **nie uwzględniają najbardziej negatywnych scenariuszy w światowej gospodarce** (recesji), a **banki centralne** na czele z amerykańskim Fed są **mocno spóźnione w podnoszeniu stóp procentowych**, przez co w średnim terminie (6-12 mies.) wyższe stopy zwrotu będą do osiągnięcia na preferowanych rynkach obligacji.
- Jeśli chodzi o polską giełdę, to do ryzyka pogorszenia wyników spółek, w ostatnim miesiącu ponownie doszedł wzrost ryzyka geopolitycznego naszego regionu.
- Na poziomie zagregowanym preferujemy od bieżącego miesiąca tym samym obligacje, przy czym w praktyce niemal **wyłącznie dług krótkoterminowy i zmiennokuponowy polski**, zarówno skarbowy, jak korporacyjny, ale tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym.
- Cały czas **pozytywnie zapatrujemy się również na sektor surowcowy**. Wyceny wielu surowców na giełdach oceniamy jako nie korespondujące z poziomami monitorowanych zapasów. Surowce wydają nam się także największym potencjalnym beneficjentem ewentualnego „Fed pivot”, czyli potencjalnego złagodzenia retoryki amerykańskiego banku centralnego i/lub obniżenia tempa podwyżek stóp procentowych dla dolara.
- Ostatni casus Wielkiej Brytanii pokazuje, że **banki centralne mogą być limitowane co do docelowego poziomu stóp procentowych sytuacją budżetu**. Przy bardzo wysokim poziomie nagromadzonego długu rządowego do PKB, jednym ze scenariuszy uniknięcia problemów budżetowych jest utrzymywanie przez nie stale tzw. ujemnych realnych stóp procentowych, czyli stóp procentowych na poziomie poniżej inflacji. (zo)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- **Perspektywy globalnej koniunktury gospodarczej systematycznie się pogarszają**
- **Tempo podwyżek stóp procentowych w strefie euro i USA nie spada...**
- **... a NBP robi lekko zaskakującą pauzę w obecnym cyklu podwyżek stóp procentowych**

Ostatni miesiąc nie przyniósł zmiany w tendencjach obserwowanych w globalnej gospodarce na przestrzeni tego roku. **Perspektywy światowej koniunktury pogarszają się systematycznie**, przy przedłużającym się kryzysie inflacyjnym (głównie „Zachód”), nasilającym się kryzysie energetycznym (głównie UE) oraz spadającym globalnym popycie wobec trwających znacznych podwyżek stóp procentowych m.in. w USA i strefie euro. Wyraźną słabością wykazuje się również gospodarka chińska, zmagająca się przede wszystkim z problemami wewnętrznymi (głównie: restrykcyjna polityka epidemiczna, kryzys na rynku nieruchomości), ale też z niekorzystnym otoczeniem zewnętrznym. W swojej najświeższej prognozie OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju) obniżyła prognozę dla dynamiki światowego PKB w 2023 z 2,8% do 2,2%. Prognoza na 2022 pozostała bez zmian, jednak w dużej mierze za sprawą pozytywnej niespodzianki po stronie strefy euro w II kw. 2022 oraz lepszych perspektyw eksporterów węglowodorów. Dla Chin i USA całoroczne prognozy wzrostu PKB na 2022 zostały obniżone odpowiednio z 4,4% do 3,2% oraz z 2,5% do 1,5%.

W USA we wrześniu odbyło się posiedzenie FOMC (ciało decydujące o wysokości stóp procentowych w ramach amerykańskiego banku centralnego Fed). Na nim zapadła decyzja o trzeciej z rzędu podwyżce stóp procentowych o 75 p.b. (obecnie przedział 3-3,25%). Taki ruch był oczekiwany. Tym niemniej retoryka Fed okazała się bardziej restrykcyjna od oczekiwań. Prezes

banku stwierdził, że nawet jeśli zaobserwowane zostanie cofnięcie inflacji (obecnie wskaźnik CPI przekracza 8% r/r), stopy pozostaną na wyższym poziomie przez dłuższy czas, w obawie przed nawrotami niestabilności cenowych. **Z długoterminowego punktu widzenia (wielu lat) to raczej dobra wiadomość (rokująca skuteczną walkę z inflacją), natomiast w krótkim terminie (1-2 lata) oznacza ryzyko mocniejszej dekoniunktury.** W swoich projekcjach członkowie Komitetu Operacji Otwartego Rynku (FOMC) spodziewają się, że stopa Fed sięgnie ok. 4,5% na przełomie 2022 i 2023 r. i pozostanie na tym poziomie do końca przyszłego roku.

We wrześniu decyzyjne posiedzenie miał również EBC (Europejski Bank Centralny). Przy nasilającym się ryzyku inflacyjnym zdecydowano o przyspieszeniu podwyżek stóp procentowych, które wzrosły o 75 p.b. wobec 50 p.b. w lipcu. Założenia banku sugerują, że stopa depozytowa wzrośnie powyżej 2% w przyszłym roku, wobec obowiązujących-0,5% jeszcze do połowy br. oraz 0,75% obecnie. **Bank jednocześnie wyraźnie obniżył prognozy wzrostu PKB strefy euro na 2023 (z 2,1% do 0,9%) oraz podwyższył dla inflacji HICP (z 3,5% do 5,5%).** Najciekawsza była dodatkowa prognoza obrazująca scenariusz negatywny, zakładający znaczne natężenie kryzysu energetycznego, w tym m.in. całkowite odcięcie dostaw gazu z Rosji do UE. Wydaje się, że obecnie zmierzamy w jakimś stopniu w tym kierunku. W takim otoczeniu EBC spodziewa się (dość płytkiej) recesji w 2023, ze spadkiem PKB o 0,9% i wyższą inflacją HICP (6,9%).

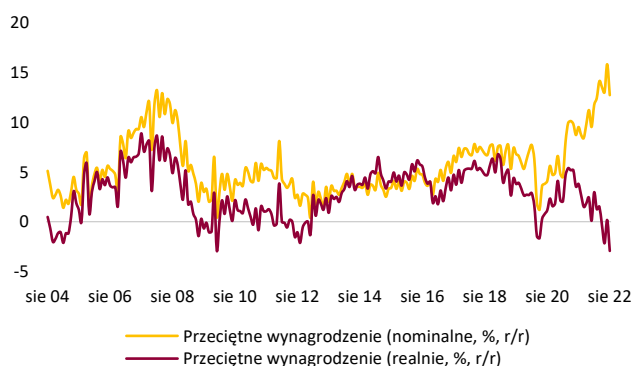
Jeśli zaś chodzi o Polskę, to najbardziej aktualny obraz gospodarki, jaki wyłania się z ostatnio publikowanych danych, sugeruje dalsze hamowanie rocznej dynamiki PKB. Spodziewamy się, że wzrost gospodarczy w III kw.

wyniósł 3,5% r/r wobec 8,5% r/r w I kw. oraz 5,5% r/r w II kw.

W danych o sprzedaży detalicznej, po wyraźnym czerwcowym osunięciu, obecnie obserwujemy pewną stabilizację wydatków konsumpcyjnych, wspieraną m.in. pierwszym okresem wakacyjnym bez restrykcji epidemicznych, a także realizacją odłożonego popytu w handlu samochodami (odblokowana podaż). Do tego dochodzi wciąż mocny segment dóbr pierwszej potrzeby, gdzie utrzymuje się pozytywny wpływ napływu imigrantów głównie z Ukrainy. W produkcji przemysłowej po wyraźniejszym hamowaniu w II kw. 2022, ostatnio również można zaobserwować stabilizację sytuacji, m.in. za sprawą redukcji zaległości produkcyjnych (np. sektor motoryzacyjny). **Nastroje w przemyśle dot. najbliższej przyszłości pozostają jednak od kilku miesięcy negatywne.**

Tematem gospodarczym numer 1 pozostaje wzrost inflacji. **Wskaźnik CPI we wrześniu wzrósł do 17,2% r/r z 16,1% r/r w sierpniu.** Obraz rynku pracy jeszcze po części faworyzuje jego proinflacyjny charakter - stopa bezrobocia rejestrowanego jest rekordowo niska (4,8%). Ale po stronie wynagrodzeń zaznaczają się już procesy, które powinny redukować popyt konsumencki, a co za tym idzie presję na wzrost cen. Dynamika płac realnych (skorygowana o inflację) w całej gospodarce jest już ujemna od II kw. 2022, a w sektorze przedsiębiorstw (pow. 9 pracujących) w sierpniu była najniższa co najmniej na przestrzeni ostatnich dwóch dekad (-2,9% r/r).

Dynamika płac brutto w sektorze przedsiębiorstw, Polska



źródło: GUS, opracowanie własne DAM Alior

Mimo rosnącej inflacji, słabego złotego oraz „jastrzębiego” nastawienia głównych banków

centralnych, RPP (Rada Polityki Pieniężnej) w październiku zdecydowała się na zatrzymanie podwyżek stóp procentowych. Główna stopa NBP nadal wynosi 6,75%. **Z komunikacji banku wynika, że większość w Radzie uznaje dotychczasowe dostosowanie stóp procentowych za optymalne na obecną chwilę,** a utrzymujący się wzrost inflacji pozostaje poza polem oddziaływania polityki banku. Z kolei spodziewane spowolnienie powinno redukować inflację. Dalsze podwyżki stóp procentowych nie są wykluczane, aczkolwiek widać dużą niechęć do takich ruchów.

Naszym zdaniem przy realizacji względnie optymistycznych scenariuszy w otoczeniu zewnętrznym (w skrócie – znaczna redukcja globalnej inflacji przy względnie niewielkim koszcie gospodarczym) działania RPP mogą się okazać wystarczające. Ryzyka są jednak przechylone jak dotąd w kierunku realizacji bardziej negatywnych scenariuszy globalnych (wyraźnie wyższe od obecnych stopy głównych banków centralnych, bardziej uporczywa presja inflacyjna). **Dlatego wciąż widzimy potencjał do kontynuacji wzrostu stóp NBP,** w tym głównej docelowo do 7,5% na początku przyszłego roku.

Z początkiem października Dział Analiz Makroekonomicznych zaktualizował prognozy makroekonomiczne. Aktualna prognoza to nieco niższy wzrost gospodarczy w Polsce w 2022 (nie 4,5%, a 4,3%), co wynika głównie ze słabszej koniunktury w II kw. br. Obniżona została też prognoza dynamiki PKB na 2023, z 1,1% do 0,9%. **W przyszłym roku widzimy nasilenie negatywnych tendencji wynikających z kryzysu energetycznego, w tym słabszego popytu zagranicznego, który częściowo będzie kompensowany przez nieco lepsze perspektywy krajowego popytu konsumpcyjnego, stymulowanego szerokimi subsydiami rządowymi** (przedłużenie tarczy antyinflacyjnej, częściowe mrożenie cen energii, dopłaty do nośników energii). Hamowanie gospodarki odbywać będzie się w otoczeniu wysokiej inflacji. Spodziewana średniorocznie inflacja CPI to 14,2% w 2022 oraz 11,3% w roku 2023. Perspektywa powrotu inflacji CPI w okolice celu NBP (1,5% - 3,5%) odsuwa się naszym poza 2024, co jednocześnie sprawia, że prawdopodobieństwo rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w 2023 maleje. (js)

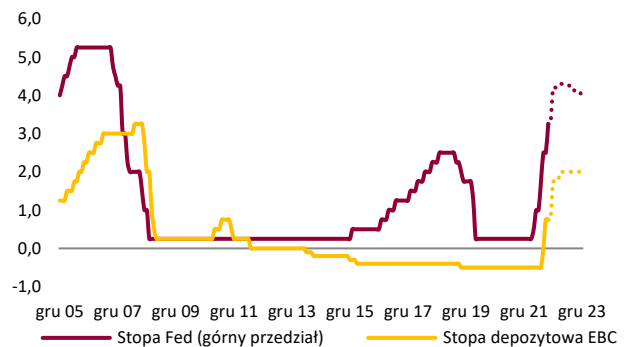
Akcje

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

We wrześniu szeroki indeks rynków rozwiniętych MSCI World obsunął się aż o 9,5%, a od początku roku spadek sięgnął 26%. Jednocześnie wrześniowy dotek stanowił nowe 52-tygodniowe minimum. Istotnie negatywne nastawienie globalnych inwestorów w ostatnich tygodniach było powodowane ostrzejszym podejściem głównych banków centralnych do walki z inflacją, a dokładniej ryzyka dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Rynek instrumentów pochodnych wycenił na dzień 11 października główną stopę procentową Fed na ok. 4,35% do końca roku oraz szczyt na poziomie 4,65% marcu 2023 roku vs. bieżący poziom w przedziale 3,0-3,25%. W strefie euro oczekiwania względem przyszłych stóp procentowych kształtują się trochę odmiennie. Na koniec bieżącego roku implikowana stopa EBC wynosi ok. 1,66% czyli ok. 40 pb. powyżej obecnego poziomu, na koniec marca 2023 to jest 2,54% czyli podwojenie względem obecnych 1,25%. Walka z inflacją odbywa się poprzez schłodzenie popytu w gospodarce, co w skrócie oznacza szacunki obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. O ile wcześniej głosy głównych decydentów banków centralnych wskazywały na dużą ostrożność z podejmowaniu decyzji, właśnie w obawie o zbyt przyhamowanie aktywności gospodarczej, o tyle w ostatnich wystąpieniach przewodniczącego FED widać znacznie silniejszą determinację w walce z inflacją, nawet kosztem mocniejszego „schłodzenia” gospodarki.

Główne stopy procentowe w USA oraz strefie euro – dotychczasowe i prognozowane

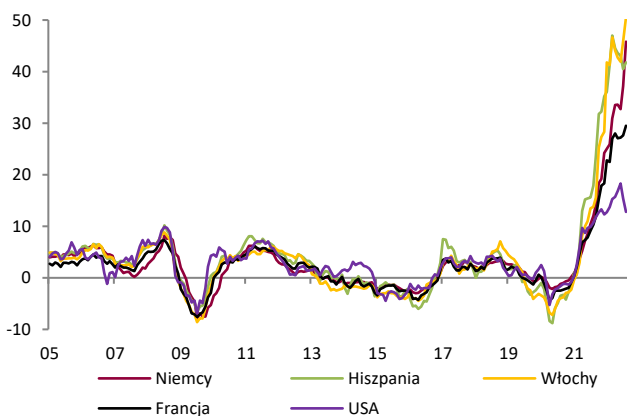


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Dodatkowym negatywnym aspektem wciąż pozostają silne **niepokoje energetyczne, zwłaszcza w Europie**, gdzie ceny energii elektrycznej sięgają niebotycznych poziomów. Są one często wielokrotnościami cen sprzed 1 czy 2 lat (kontrakty terminowe z 1 miesięczną dostawą). Rynek energetyczny w Stanach Zjednoczonych pozostaje zdecydowanie bardziej zbilansowany, choć tamtejsza gospodarka nie jest pozbawiona nawisu podażowego, jeszcze z czasów okołocovidowych. Klimat globalnego wzrostu cen i walki z nim przekłada się mocno na słabsze nastroje inwestycyjne podsycane obawami o zyski przedsiębiorstw w najbliższych kwartałach. W I półroczu zagregowany zysk na akcję indeksów S&P500 i Stoxx Europe 600 osiągnął rekordowo wysoki poziom przy równie wysokich marżach operacyjnych. To oznacza, że ceny produktów końcowych rosły szybciej niż koszty wytworzenia. Wysoka inflacja przy niższym od niej tempie wzrostu płać powoduje skurczenie zdolności nabywczej gospodarstw domowych. A zatem **szereg przedsiębiorstw może stanąć przed wyzwaniem spadku popytu**, a co się z tym wiąże presji na obniżenie cen (skurczenie marż) lub spadku wolumenu sprzedaży, co w obu przypadkach będzie prowadzić do niższego tempa wzrostu zysków lub wręcz ich spadku. W odniesieniu do tegorocznych prognoz konsensus prezentowany na serwisie Bloomberg zakłada aż ponad 15% wzrost zysku na akcję indeksu

S&P500, dla indeksu Stoxx Europe 600 jest to ponad 25%. Pojawiają się więc uzasadnione wątpliwości, czy w tak trudnym jak obecnie otoczeniu gospodarczym te prognozy są do zrealizowania. Naszym zdaniem są zagrożone. Jak pokazują ostatnie dynamiki inflacji producenckiej, koszty produkcji rosną bezprecedensowo wysoko (w niektórych gospodarkach zachodnioeuropejskich dynamika PPI przekracza 40% r/r), a w sytuacji ograniczenia chłonności rynku powodowanego słabszym popytem konsumpcyjnym (wpływ wysokich cen, wzrost kosztów kredytu) rentowność operacyjna prawdopodobnie będzie niższa.

Dynamiki inflacji producenckiej PPI (% r/r) w wybranych krajach DM



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Na rentowność przedsiębiorstw będzie miała bezpośredni wpływ również polityka pieniężna, która wprost prowadzi do wzrostu kosztów finansowych z tytułu obsługi długu, z którego większość firm w większym lub mniejszym stopniu korzysta. Od strony czysto rynkowej oczekiwania dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej wpływają również na wzrost rentowności bezpiecznych instrumentów dłużnych. A wzrost stopy wolnej od ryzyka umniejsza atrakcyjność rynku akcji, zwłaszcza że relacja obecnych cen akcji do prognozowanych zysków przedsiębiorstw oraz ryzyka ich niezrealizowania, nie dają satysfakcjonującej premii za ryzyko rynkowe. Inaczej mówiąc, chociaż rentowności obligacji amerykańskich przy poziomie zbliżonym do 4% lub włoskich przekraczających 4,5% to nadal grubo poniżej ponad 8% inflacji w USA lub ponad 9% w strefie euro, to jednak niepewne szacunki w odniesieniu do zysków przedsiębiorstw, a więc również ich rynkowych wycen, nie zachęcają do szerszych inwestycji – **niezrealizowane lub**

korygowane w dół prognozy zazwyczaj skutkują spadkami cen akcji. Ponadto wyższa stopa wolna od ryzyka to również wyższa stopa dyskontowa stosowana w fundamentalnych wycenach przedsiębiorstw, której wzrost zasadniczo oddziałuje ujemnie na wyceny.

Dlatego też, **ostatniego spadku cen akcji na rynkach DM, nie traktujemy jako wzrostu atrakcyjności i pozostajemy z umiarkowaniem negatywnym nastawieniem do akcji rynków rozwiniętych ogółem.** Uważamy, że oczekiwane spowolnienie gospodarcze w perspektywie najbliższych kwartałów jest już częściowo wyceniane przez rynek, zgadzamy się również z prognozami poprawy koniunktury z najczęściej wskazywanym okresem II półrocza 2023 r. Jednak **dostrzegamy poważne zagrożenie głębszego niż wykazują obecne szacunki spowolnienia poprzedzającego tą poprawę.** Można wskazać, że dla np. gospodarki amerykańskiej w poprzednich kluczowych okresach załamania (kryzys finansowy, COVID) odbicie PKB oraz rynków akcji było bardzo dynamiczne, w związku z czym zasadne byłoby podwyższenie nastawienia przed szacowanym momentem zwrotu, jednak wówczas rynki dostały silne wsparcie płynnościowe, o którym teraz, w dobie inflacji najwyższej od dekad, nie może być mowy. Natomiast przed skrajnie negatywnym nastawieniem wstrzymuje nas wysoka dynamika ostatnich zmian w globalnej gospodarce powodowanej również czynnikami geopolitycznymi (głównie wojna związana z napaścią Rosji na Ukrainę). Jako że to są czynniki o dużej nieprzewidywalności, pewne negatywne ich skutki jak szybko się pojawiły, to również szybko mogą ustąpić, w związku z czym bardziej wskazane jest podtrzymanie bieżącego nastawienia, z szerszą ekspozycją na spółki stabilne, z wysokim saldem gotówki oraz aktywną polityką dywidendową. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- **Kondycja i wyceny najważniejszych spółek w MSCI EM i MSCI EM Asia w porządku**
- **Najbardziej perspektywicznym podregionem z rynków wschodzących niezmiennie – Ameryka Łacińska**

We wrześniu spadki na rynkach EM były jeszcze większe niż na DM, czyli w ostatnim okresie „standard”. Znow słabością wykazywały się przede wszystkim parkiety

azjatyckie, przy czym do słabych już od długiego czasu Chin, dołączyły także Korea Płd. i Tajwan. Z 4 najważniejszych spółek w indeksie MSCI EM Asia, tj. Alibaba, Tencent, Samsung, TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company). Te dwie pierwsze (chińskie) doznały po II kw. br. pewnej zadyszki w wynikach finansowych, ale też bardzo gwałtownie, naszym zdaniem zbyt gwałtownie, przecenił je rynek. W przypadku tych drugich dwu dynamiki wyników finansowych, jak i ich jakość są bardzo dobre, a wyceny wszystkich z wymienionych w oparciu o wskaźnik P/E umiarkowane.

Niezmiennie **utrzymujemy dla akcji rynków EM nastawienie neutralne**, czyli „szczebelek” wyżej niż dla DM. **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). (zo)

Polska

- **Polski rynek akcji nadal w tym roku najszabszy na świecie**
- **Spadki pogłębiły się po publikacji założeń podatku od „nadmiarowych zysków”**
- **Nastawienie do polskiego rynku akcji zrównujemy do tego, jakie mamy dla rynków DM, czyli umiarkowanie negatywnego (-1, w skali od -2 do +2)**

Mimo iż w mijającym tygodniu minister aktywów państwowych ostatecznie wycofał się z obłożenia podatkiem od „nadmiarowych zysków” nie tylko spółek energetycznych, jak to ma miejsce w wielu aktualnie krajach w ramach tzw. „windfall tax”, ale wszystkich, to na powrót przepłoszonych w wyniku pojawienia się takiego

pomysłu w przestrzeni publicznej inwestorów z GPW będzie trzeba w naszej ocenie „trochę” poczekać.

Jednocześnie **ostatnia decyzja Rady Polityki Pieniężnej** tj. wstrzymanie się z dalszymi podwyżkami stóp procentowych przy kolejnym rekordzie odczytu inflacji (CPI +17,2% r/r za wrzesień) **rodzi presję na: 1) kurs złotego oraz 2) rentowności obligacji skarbowych, zwłaszcza o dłuższych terminach zapadalności**. Oba czynniki dotyczą akcji kursów banków, czyli nadal najważniejszego sektora spółek notowanych na GPW. Ten pierwszy może oznaczać wyższe ryzyka prawne w związku z kredytami hipotecznymi denominowanymi w obcych walutach, ten drugi obniżyć wartość kapitałów banków (na portfelach obligacji trzymanyh do wygaśnięcia) i/lub powodować przejściowe pogorszenie wyników finansowych na portfelach tradingowych. Głównymi posiadaczami polskich obligacji skarbowych są obecnie krajowe instytucje finansowe na czele z bankami właśnie.

Po zmianie retoryki rosyjskiej propagandy z „prowadzenia specjalnej operacji wojskowej” na rzecz „wojny z NATO”, „częściowej” mobilizacji w Rosji, wybuchach gazociągu Nord Stream, wybuchach na Moście Krymskim, odwecie polegającym na ostrzeleniu infrastruktury energetycznej na Ukrainie, aż w końcu zapowiedzeniu zarówno przez Rosję, jak i NATO manewrów jądrowych, ciężko sobie wyobrazić scenariusz rychłej deeskalacji działań wojennych, bez których ciężko będzie o powrót na GPW kapitału zagranicznego.

Obniżenie nastawienia do akcji polskich z neutralnego do umiarkowanie negatywnego nie oznacza, że spodziewamy się kontynuacji spadku kursów, ale pomimo rekordowo niskich wycen w oparciu o bieżący wskaźnik P/E, dostrzegamy dla akcji polskich obniżone perspektywy przyszłych zysków, a struktura właścicielka większości spółek na GPW nie sprzyja wypłatom wysokich dywidend.

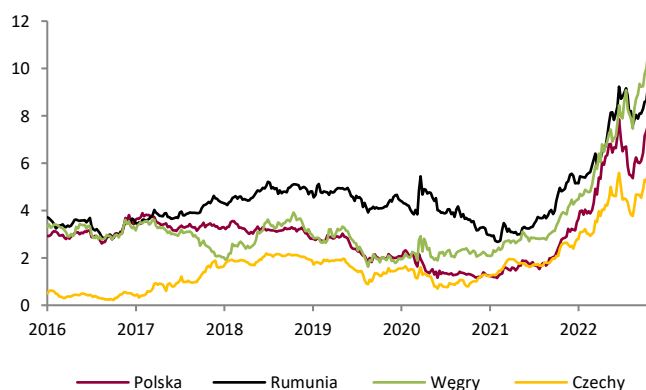
Tym samym, zakładamy, że stopa zwrotu z polskich akcji w perspektywie 6-12 mies. może być poniżej stopy zwrotu z najbardziej perspektywicznych segmentów rynku obligacji, a w przypadku wzrostowego odreagowania na rynkach globalnych, polski „parkiet” będzie zachowywał się w sposób zbliżony do akcji na rynkach DM. (zo)

Obligacje

- Średnio- i długoterminowy polskich dług skarbowy w odwrocie
- Preferujemy polskie obligacje zmienno-kuponowe skarbowe oraz korporacyjne, ale tylko emitentów o najwyższych standingu finansowym (IG)
- Zagraniczne obligacje korporacyjne IG czułe na restrykcyjną politykę monetarną banków centralnych, HY – najbardziej ryzykowne

Ostatnia zaskakująca decyzja Rady Polityki Pieniężnej o niepodnoszeniu stóp na październikowym posiedzeniu skutkuje wzrostem rentowności, a spadkiem cen zwłaszcza średnio- i długoterminowych polskich obligacji skarbowych stałokuponowych. W dniu 12 października rentowności polskich benchmarkowych 10-latek poprawiły rekord w bieżącym cyklu na poziomie 8,16%, przy czym należy wspomnieć, że w ostatnim czasie traciły mocno papiery skarbowe o analogicznym terminie do wykupu także pozostałych krajów z regionu Europy Środkowo-wschodniej.

Rentowności 10-letnich obligacji krajów CEE w walutach lokalnych



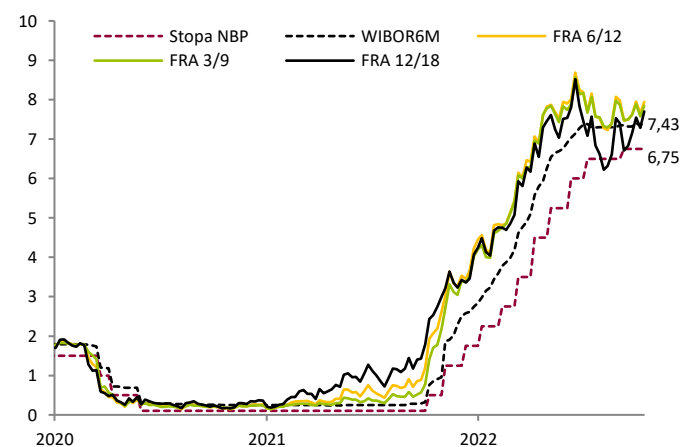
źródło: Bloomberg

Spodziewając się takiego scenariusza, już na wrzesień (co opisywaliśmy w ubiegłomiesięcznym Nawigatorze), obniżyliśmy dla tego segmentu obligacji nastawienie do skrajnie negatywnego. Jednocześnie **możliwość zakończenia cyklu podwyżek stóp NBP** przy obecnym

poziomie tj. 6,75% lub tylko niewiele wyższym (np. 7,0%) **będzie limitowana sytuacją na rynku walutowym**. Biorąc pod uwagę konieczność importu coraz droższych surowców energetycznych (ropa, gaz, a od tego roku także węgiel), pogarszające się saldo handlowe widoczne już w danych za sierpień oraz wyeksponowanie eksportu na główną gospodarkę strefy euro tj. Niemiec, znajdujących się notabene, nieco na własne życzenie, w epicentrum kryzysu energetycznego, a także brak perspektyw na rychłe odblokowanie środków z UE w ramach KPO, ryzyko osłabienia złotego będzie stale występować, a przy jego ewentualnej materializacji proces spadku inflacji byłby znacząco utrudniony, o ile w ogóle nie możliwy.

Tak też zdaje się odczytywać sytuację rynek międzybankowy, na którym stopa procentowa WIBOR 6M (będąca bazą do oprocentowania większości obligacji zmienno-kuponowych na polskim rynku), cały czas utrzymuje się blisko swoich wieloletnich maksimów (ostatnio 7,43 proc.), a kontrakty terminowe na jej przyszły poziom kwotowane są nawet wyżej, co oznacza, że rynek oczekuje, iż RPP będzie się musiała jeszcze „przeprzić” z podwyżkami stóp procentowych.

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

Podsumowując, utrzymujemy zdecydowane przeważenie (nastawienie +2 w skali od -2 do +2) polskich obligacji krótkoterminowych i zmiennie-kuponowych, zarówno skarbowych, jak i korporacyjnych, ale tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym. 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.

Ponadto, w segmencie korporacyjnym, po ostatniej wyprzedaży, wiele obligacji notowanych jest dodatkowo z dyskontem względem ceny nominalnej (wykupu). 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

We wrześniu globalny rynek długu korporacyjnego, podobnie jak inne segmenty, generował ujemne stopy zwrotu. Taki wynik spowodowany był zarówno wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych jak również dalszym wzrostem spreadów kredytowych zwłaszcza w regionie europejskim (aktualne poziomy to 236 pb). Obecnie różnica spreadów między rynkami EUR i USD IG wzrosła do prawie 100 pb, co jest najszerszym poziomem od czasu europejskiego kryzysu zadłużenia państwowego w latach 2011-2012. Konsensus analityków zakłada utrzymanie takiego stanu w najbliższych miesiącach. Jako główne czynniki wskazują spowolnienie wzrostu gospodarczego, utrzymującą się wysoką inflację, problemy wysokich cen gazu i energii oraz wojna na Ukrainie.

W najbliższym czasie tematem numer jeden będą decyzje banków centralnych, które silnie wpływają na cały rynek

długu. Od września najważniejszych bank centralny, czyli Fed przyspieszył proces sprzedaży papierów skarbowych oraz MBS (papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie), podwajając liczbę do 95 miliardów dolarów (udało się zrealizować tylko 1/3 tego planu). W tym tempie poziom bilansu FED-u sprzed pandemii zostałby osiągnięty w 2026 r. (w czasie pandemii Fed skupił papiery o wartości 4,6 biliona USD). Przed większymi wyzwaniem stoi obecnie EBC (Europejski Bank Centralny), który posiada w swoim bilansie 11% wszystkich obligacji o ratingu inwestycyjnym w Europie. Ostatnie komentarze Rady Prezesów sugerują przyspieszenie tempa zaostrzania polityki monetarnej i mocniejsze wycofywanie się Banku z rynku. A jeśli chodzi o Bank Anglii to jeszcze na początku września jego rada głosowała nad rozpoczęciem redukcji i sprzedaży obligacji, podczas gdy pod koniec ogłosiła „awaryjny” program skupu obligacji, obecnie do poziomów 10 mld GBP dziennie. BOJ (Japoński Bank Centralny) również podczas posiedzenia zdecydował o kontynuowaniu programu skupu aktywów zgodnie z oczekiwaniami.

Biorąc pod uwagę dalsze zacieśnianie polityki monetarnej banków centralnych nie zmieniamy naszego nastawienia do tej klasy aktywów i mimo dobrej sytuacji fundamentalnej emitentów, na tę chwilę obstawiamy jednak na stanowisku, aby w obszarze zagranicznych rynków dłużnych posłkować się co najwyżej rozwiązaniami niekierunkowymi a o strategiach absolute return (mającymi 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

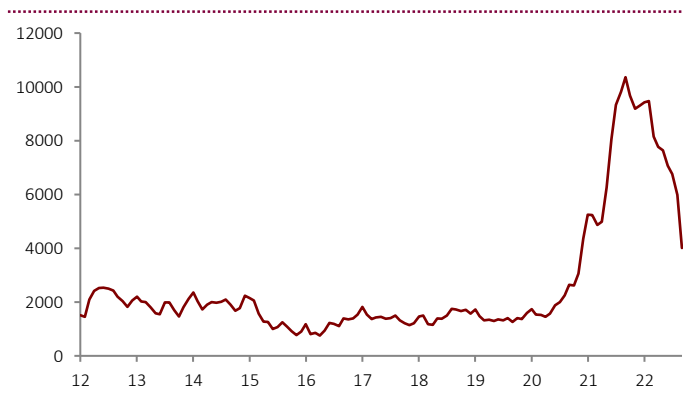
- Nad rynkami surowcowymi wisi widmo globalnej recesji, kontynuacji covidowych blokad i problemów sektora nieruchomości w Chinach, a także spadku aktywności przemysłowej w Europie wywołanej horrendalnymi cenami energii
- Obawy o powyższe zdetronizowały w ostatnim czasie nawet fakt niskich zapasów, zwłaszcza w przypadku ropy czy metali
- Spadki cen ropy spowodowały reakcję państw OPEC+ w postaci cięcia wydobycia
- Silny dolar jest okolicznością niekorzystną dla cen surowców, w szczególności złota

Wrzesień był bardzo słabym miesiącem dla notowań większości surowców. Agregujący ich wyniki Bloomberg Commodity Index spadł o 8,3%. Rządy i banki centralne, w wyniku wcześniejszych zaniechań stoją przed trudnym zadaniem polegającym na opanowaniu inflacji bez ciężkich szkód dla wzrostu gospodarczego. Rynek surowców dyskontuje więc ryzyko spowolnienia gospodarczego, mogące w wielu obszarach świata przerodzić się w recesję, co skutkowałoby obniżką popytu na nie.

W Europie nadal trwa kryzys energetyczny powodujący spadek aktywności przemysłowej, a w Chinach nierozwiązany pozostaje problem kryzysu na rynku nieruchomości. Dodatkowo szereg ośrodków miejskich nadal jest tam objętych blokadami covidowymi, co powoduje osłabienie aktywności gospodarczej. Niekorzystne otoczenie dla sektora surowców tworzy

jednocześnie silny dolar, wspierany kontynuacją podwyżek stóp procentowych w USA oraz „jastrzębią” retoryką FED, przy czym **spodziewamy się jednak, że w którymś momencie może dojść do kulminacji restrykcyjnej polityki monetarnej w USA** (zmiany retoryki i/lub skali faktycznych podwyżek stóp), co pozwoliłoby powoli wygasić źródła nadzwyczajnej siły amerykańskiej waluty, czego szeroki sektor surowcowy mógłby być podstawowym beneficjentem. Póki co, efekt pocovidowego silnego odbicia gospodarczego wygasa a aktywność gospodarcza wyraźnie słabnie na całym świecie. Obrazują to m.in. ceny frachtu w handlu międzynarodowym, które spadły do poziomów bliskich historycznym średnim.

Wykres cen frachtu – wskaźnik WCI



Źródło: Bloomberg,

Równocześnie nadal aktualny jest cały szereg czynników sprzyjających wysokim cenom. Mowa tu m.in. o wpływie sankcji, inflacji kosztów wytworzenia surowców, niedoinwestowaniu branży, a nade wszystko bardzo

niskich monitorowanych zapasach w większości kategorii ze szczególnym naciskiem na ropę naftową i destylaty oraz metale kolorowe. Taki stan rzeczy powoduje, że ceny natychmiastowe (spotowe) dla większości surowców są obecnie znacznie wyższe od terminowych (z dostawą w przyszłości), co dowodzi faktu, że stosunkowo trudno jest zaspokoić aktualny popyt, nawet pomimo zauważalnego gołym okiem osłabienia gospodarki.

W związku z powyższym, a także perspektywami długoterminowego wzrostu popytu wynikającego z „zielonej transformacji”, w przypadku metali takich jak miedź, nikiel czy aluminium, czy też powszechnego niedoinwestowania branży (co dotyczy wszystkich w zasadzie sektorów surowców), nasze nastawienie do inwestowania w szeroką zdywersyfikowaną klasę surowcową **pozostaje pozytywne, a obecne dość mocne spadki w średnim terminie (ostatnich 6 miesięcy) oceniamy jako okazję do zbudowania długoterminowej pozycji na tym rynku, zwłaszcza w kierunku dywersyfikacji klasycznego portfolio akcyjno-obligacyjnego.**

Surowce energetyczne

Ropa zachowywała się we wrześniu bardzo słabo (Brent-8,8%, WTI -11,2%). Główną przyczyną jej słabości było widmo recesji wywołanej walką z inflacją za pomocą restrykcyjnej polityki monetarnej w państwach wysokorozwiniętych i obawy o popyt z Chin. Jednak początek października przyniósł zdecydowany zwrot akcji i na dzień 7.10 praktycznie całość wrześniowego spadku „czarne złoto” już odrobiło. Główną dzięki deklaracji OPEC+ dotyczącej redukcji dostaw o 2 miliony baryłek dziennie (ok. 2% globalnego zapotrzebowania), począwszy od listopada. Co prawda rzeczywisty spadek dostaw będzie mniejszy (szacuje się go na 1-1,1 mln b/d, co wynika z faktu, iż wielu członków kartelu ma obecnie spore problemy z wypełnieniem swoich limitów), ale i tak jest to diametralna zmiana podejścia. Jeszcze do sierpnia kartel, co miesiąc podnosił limity o 400 tys. b/d, we wrześniu po raz pierwszy od dłuższego czasu obciął je o symboliczne 100 tys. b/d, natomiast teraz wyraźnie dał do zrozumienia, że ceny w okolicach 80 USD/b są dla niego nieakceptowalnie niskie. W obliczu bardzo niskich zapasów (zapasy komercyjne na świecie są znacząco poniżej wieloletnich średnich, a zapasy strategiczne ropy w USA są najniższe od ponad 40 lat), zbliżającego się europejskiego całkowitego embarga na rosyjski surowiec i

bliskiego terminu zakończenia sprzedaży interwencyjnej z zapasów strategicznych (SPR) w USA (co ma nastąpić w okolicach 20 października) rynek pozostaje napięty, a fundamenty dla wysokich cen zdają się być bardzo mocne. Oliwy do ognia dolewają Rosjanie, strasząc nowymi cłami eksportowymi na nośniki energii, a dodatkowo rynek spekuluje, czy aby po zbliżającym się zjeździe Komunistycznej Partii Chin (KPCH) Chińczycy nie zaczną odchodzić od polityki „zero covid”. Uwzględniając powyższe uważamy, że **naadal istnieje potencjał do wyższych cen ropy, w przeciwieństwie do gazu ziemnego, którego absurdalnie wysokie ceny spowodowały w Europie potężny, w większości krajów procentowo dwucyfrowy, spadek zapotrzebowania na sam surowiec, jak i na produkowaną z niego energię elektryczną.**

Metale szlachetne

Nietypowo ceny dwu głównych metali szlachetnych poszły we wrześniu w przeciwnych kierunkach. „Zapatrzone” w dolara i rentowności amerykańskiego długu złoto spadło o 2,9%, natomiast cena srebra urosła o 5,8%. Generalnie mocny dolar jest czynnikiem „zbijającym” większość ceny surowców w tej walucie kwotowanych, jednak w przypadku złota ma to wymiar szczególny. Denominowane w dolarze amerykańskie obligacje są tradycyjnie traktowane jako zasadnicza alternatywa dla złota, które „nie płaci odsetek” i w sytuacji rosnących rentowności oraz umacniającego się dolara złoto ma „pod górkę” ... Paradoksalnie sytuacja, w której FED wpędzi amerykańską gospodarkę w recesję zanim zdoła opanować inflację, byłaby jednym z lepszych scenariuszy, ponieważ spowodować by mogła „odpuszczenie” walki z inflacją i osłabienie dolara korzystne dla ceny złota. Warto pamiętać, że jednocześnie wszędzie na świecie spada zainteresowanie nieruchomościami, inwestorzy zastanawiają się kiedy skończy się bessy na giełdzie, słaby jest także rynek kryptowalut, a więc wszystkie alternatywy, które odciągały kapitał od inwestycji w złoto. Problemem pozostają stałe odpływy z ETF-ów na kruszec (5 miesięcy z rzędu) oraz przekonanie inwestorów spekulacyjnych na rynku instrumentów pochodnych o nieuchronnym spadku cen kruszcu. Równocześnie popyt na metal fizyczny, ze strony zarówno inwestorów indywidualnych jak i banków centralnych, pozostaje silny. Dla przykładu, wedle wstępnych szacunków, popyt na złoto w Polsce w całym 2022 roku może wynieść około 16 ton. Jeśli prognozy

ekspertów potwierdzą się, rodzimy rynek królewskiego kruszcu kolejny rok z rzędu pobije rekord pod względem wolumenu sprzedaży. Dla porównania: w całym 2021 roku – Polacy kupili fizycznie 14,2 tony złota, w 2020 roku – 9,3 tony, a w 2019 roku – 5 ton. **Obecnie rekomendujemy złoto jako element dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, który zapewne pokaże pazur w chwili, gdy dolar przestanie się umacniać.**

Metale przemysłowe

Metale przemysłowe w oczywisty sposób są grupą towarów szczególnie narażonych na spadek popytu w sytuacji gospodarczego spowolnienia/recesji. Równocześnie ze szczególną uwagą inwestorzy analizują w tym obszarze sytuację w Chinach, które są ich głównym konusmentem i w niektórych przypadkach odpowiadają za blisko połowę globalnej konsumpcji. Generalnie miesiąc dla surowców takich jak miedź (-3%), aluminium (-9,1%), nikiel (-14,5%) czy cynk (-1,5%) miesiąc był bardzo słaby i cały indeks Bloomberg Base Metals Index stracił 6,5%. Z gospodarki chińskiej nadal płyną niejednoznaczne sygnały. Powoli kończy się *lockdown* w 21-milionowym Chengdu, do końca października władze wydłużyły możliwość emisji specjalnych obligacji infrastrukturalnych, a dane dotyczące produkcji, sprzedaży detalicznej czy inwestycji są w większości nieco powyżej prognoz. Równocześnie trwa zapaść na rynku nieruchomości mieszkalnych (wartość sprzedaży w sierpniu spadła o 21% r/r). W obecnej sytuacji globalni inwestorzy z nadziejami czekają na zbliżający się zjazd komitetu Centralnego KPCh (rozpoczyna się 16 października). Ewentualnie złagodzenie na nim polityki „zero covid” byłoby bardzo dobrą informacją dla sektora metali przemysłowych i zmniejszyłoby ryzyko ciągłych przestojów w chińskim przemyśle.

Równocześnie warto podkreślić, że poziom zapasów kluczowych do transformacji energetycznej metali, jak miedzi czy aluminium jest najniższy od lat (w przypadku miedzi globalne zapasy są najniższe przynajmniej od dekady). Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest planowany przez londyńską giełdę LME zakaz handlu metalami z Rosji (9% światowej produkcji niklu, 5% produkcji aluminium i 4% produkcji miedzi). **W związku z tym zakładamy, że obecną korektę inwestorzy, szczególnie długoterminowi, powinni traktować raczej jako okazję do otwierania pozycji a nie do wychodzenia z rynku.** Pomimo, że w perspektywie

najbliższych miesięcy i kwartałów przed sektorem metali jeszcze wiele potencjalnych zawirowań, to jeśli chodzi o „view” długoterminowe to praktycznie wszystkie ośrodki analityczne są zgodne. Po 2025 roku czeka nas strukturalny deficyt wynikający z niskiego poziomu inwestycji w moce wydobywcze i geometrycznie wzrastającego popytu ze strony „zielonej gospodarki”.

Towary rolne

Jeśli chodzi o podstawowe towary rolne to słabszy miesiąc zaliczyła soja (-4,1%), kukurydza nieznacznie drożała (+1%), natomiast bardzo mocny ruch wzrostowy nastąpił na pszenicy (+13,9%). Podstawowym czynnikiem ryzyka dotyczącym cen zbóż, w krótkim terminie, nadal pozostaje konflikt na Ukrainie. Dotychczasowe porozumienie dotyczące korytarzy transportowych przez Morze Czarne wygasa z końcem października, a w obecnej sytuacji mało prawdopodobne wydaje się jego przedłużenie. Poza tym i tak sierpniowy eksport ziarna pszenicy z Ukrainy wyniósł tylko 883 tys. ton (2,7 mln ton poniżej poziomu zeszłorocznego; nadal nie ma jeszcze danych za wrzesień-miesiąc, w którym jest on zwyczajowo największy).

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 wystąpienie tzw. potrójnego zjawiska La Nina na Pacyfiku, które było przyczyną susz i powodzi w obecnym sezonie wegetacyjnym. Podobno zjawisko to w tej skali wystąpiło jedynie dwukrotnie w historii pomiarów.

Podsumowując, nasza opinia na temat inwestycji w sektor surowców pozostaje nadal pozytywna. Dostrzegamy zagrożenia krótkoterminowe z wynikającym z recesji i problemów gospodarki chińskiej, które powodują zauważalny spadek popytu. Równocześnie dzieje się to w sytuacji, kiedy zapasy większości surowców są historycznie niskie, a zmiany technologiczne spowodują w długim terminie nieustanny wzrost zapotrzebowania na wiele z nich (w szczególności na metale nieżelazne). Tym samym uważamy, że w zarówno w średnim (6-12 mies.), jak i długim terminie (powyżej 1 roku) aktywa surowcowe stanowiąc będą pożądaną dywersyfikację portfela akcyjno-obligacyjnego. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	-9,7%	-7,3%	-23,3%	-22,0%	6,3%	13,7%
MSCI World	USD	-9,5%	-6,6%	-23,2%	-20,9%	9,1%	18,9%
MSCI Emerging Markets	USD	-11,9%	-12,5%	-23,8%	-30,1%	-12,5%	-19,0%
MSCI EM Asia	USD	-13,4%	-14,7%	-24,0%	-31,0%	-7,8%	-14,3%
MSCI EM Latin America	USD	-3,4%	0,7%	-23,3%	-7,8%	-23,0%	-29,6%
MSCI Poland	PLN	-9,6%	-19,8%	-38,5%	-41,9%	-42,4%	-49,4%
MSCI Frontier Markets	USD	-9,4%	-7,4%	-21,2%	-27,7%	-12,9%	-20,8%
S&P500 - USA	USD	-9,3%	-5,3%	-22,1%	-16,8%	20,5%	42,3%
Russell 2000	USD	-9,7%	-2,5%	-20,4%	-24,5%	9,3%	11,7%
MSCI Europe	EUR	-6,4%	-4,5%	-15,1%	-13,4%	-1,6%	-0,4%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-6,6%	-4,8%	-15,7%	-14,7%	-1,3%	-0,1%
DAX - Niemcy	EUR	-5,6%	-5,2%	-17,1%	-20,6%	-2,5%	-5,6%
CAC40 - Francja	EUR	-5,9%	-2,7%	-14,5%	-11,6%	1,5%	8,1%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-6,6%	-9,0%	-13,8%	-16,3%	-20,3%	-29,0%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-4,2%	-3,0%	-18,4%	-19,6%	-6,6%	-9,0%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-5,4%	-3,8%	-9,0%	-2,7%	-6,9%	-6,5%
FTSE Nordic 30	SEK	-7,4%	-3,0%	-10,1%	-10,3%	23,9%	32,6%
Nikkei - Japonia	JPY	-7,7%	-1,7%	-7,5%	-11,9%	19,2%	27,4%
TOPIX - Japonia	JPY	-6,5%	-1,9%	-6,7%	-9,6%	15,6%	9,6%
MSCI China	HKD	-14,7%	-23,1%	-22,6%	-36,2%	-23,9%	-31,1%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-13,7%	-21,2%	-22,5%	-29,9%	-34,0%	-37,5%
Kospi - Korea Płd.	KRW	-12,8%	-7,6%	-21,5%	-29,8%	4,5%	-10,0%
SENSEX - Indie	INR	-3,5%	8,3%	-2,1%	-2,9%	48,5%	83,6%
XU100 - Turcja	TRY	0,3%	32,2%	42,6%	126,1%	202,8%	209,0%
BOVESPA - Brazylia	BRL	0,5%	11,7%	-8,5%	-0,8%	5,1%	48,1%
WIG	PLN	-8,4%	-14,2%	-30,3%	-34,6%	-19,8%	-28,5%
AKCJE - segmenty	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-10,4%	-5,7%	-23,1%	-26,1%	4,4%	3,8%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-9,6%	-7,3%	-23,1%	-21,3%	7,4%	15,6%
WIG20	PLN	-9,8%	-18,8%	-36,8%	-40,4%	-36,6%	-43,8%
WIG20 total return	PLN	-9,1%	-16,4%	-34,7%	-38,4%	-32,7%	-37,1%
mWIG40	PLN	-7,5%	-12,7%	-25,9%	-32,4%	-4,0%	-28,8%
sWIG80	PLN	-6,9%	-8,0%	-19,3%	-24,7%	38,4%	5,1%
AKCJE - sektory	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-4,1%	-7,0%	-14,9%	-10,9%	24,2%	35,2%
MSCI World Energy	USD	-9,7%	-2,4%	-9,3%	23,2%	9,8%	-1,7%
MSCI World Financials	USD	-8,4%	-6,6%	-23,9%	-21,5%	-2,3%	-6,1%
MSCI World Metals&Mining	USD	-7,4%	-9,9%	-34,1%	-10,5%	18,1%	13,7%
MSCI World Industrials	USD	-10,5%	-6,2%	-23,2%	-23,3%	-1,4%	2,0%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-9,2%	0,0%	-25,5%	-26,7%	14,5%	33,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	-8,0%	-7,3%	-14,4%	-9,8%	-1,3%	7,4%
MSCI World IT	USD	-12,0%	-6,5%	-28,1%	-25,9%	37,2%	83,7%
Nasdaq	USD	-10,5%	-4,1%	-26,8%	-26,8%	32,2%	62,8%
Nasdaq100	USD	-10,6%	-4,6%	-27,2%	-25,3%	41,6%	83,5%
S&P Global Clean Energy	USD	-13,8%	1,1%	-10,5%	-11,0%	76,7%	114,9%
Eurostoxx Banks	EUR	-0,7%	-1,9%	-15,6%	-21,7%	-10,5%	-43,3%
WIG-Games	PLN	9,5%	9,1%	-25,7%	-40,2%	-11,6%	
WIG-Energia	PLN	-12,7%	-33,5%	-24,2%	-25,0%	4,1%	-39,7%
WIG-Banki	PLN	-6,4%	-16,2%	-41,2%	-40,3%	-36,0%	-38,7%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-10,2%	-5,2%	-26,6%	-27,4%	17,7%	39,0%
MSCI World Value	USD	-8,8%	-7,8%	-20,2%	-14,7%	-1,9%	-1,7%

SUROWCE	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-9,6%	-15,4%	-13,5%	19,4%	52,4%	52,0%
Miedź	USD	-3,0%	-8,1%	-28,2%	-16,5%	32,3%	15,5%
Aluminium	USD	-9,1%	-11,2%	-39,1%	-24,2%	26,6%	3,6%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-1,6%	-0,2%	-6,9%	19,9%	78,3%	48,0%
Rudy żelaza	USD	-6,2%	-24,4%	-34,8%	-17,8%	5,8%	40,9%
Węgiel koksujący	CNY	12,4%	-7,5%	-25,1%			
Złoto	USD	-2,9%	-8,1%	-14,1%	-5,5%	12,8%	29,8%
Srebro	USD	5,8%	-6,2%	-23,5%	-14,2%	12,0%	14,2%
Bloomberg Commodity Index	USD	-8,3%	-4,7%	-11,8%	10,6%	43,3%	32,0%
OBLIGACJE	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-5,2%	-7,6%	-15,8%	-22,0%	-19,7%	-14,4%
USD Korporacyjne IG	USD	-5,3%	-5,1%	-11,9%	-18,5%	-10,6%	-0,1%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-3,3%	-3,1%	-9,7%	-15,1%	-13,5%	-8,2%
USD azjatyckie IG	USD	-3,7%	-3,8%	-7,7%	-13,3%	-6,5%	3,9%
USD Korporacyjne HY	USD	-4,0%	-0,6%	-10,4%	-14,1%	-1,3%	8,1%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-4,3%	-0,9%	-11,3%	-15,1%	-7,8%	-1,9%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-4,5%	-5,0%	-11,6%	-13,2%	-6,8%	-3,2%
EM skarbowe w USD	USD	-6,5%	-4,5%	-15,4%	-23,8%	-20,0%	-14,3%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-2,6%	0,9%	-4,3%	-17,0%	-13,6%	-4,5%
POZOSTAŁE	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-2,5%	-6,5%	-12,2%	-15,4%	-10,1%	-17,0%
EUR/PLN	PLN	2,9%	3,3%	4,6%	5,3%	11,1%	12,6%
CHF/PLN	PLN	4,4%	6,9%	11,4%	17,4%	24,9%	33,1%
USD/PLN	PLN	5,5%	10,5%	19,1%	24,4%	23,5%	35,7%
USD/JPY	USD	-4,0%	-6,2%	-15,8%	-23,1%	-25,3%	-22,3%
Bloomberg USD Index	USD	3,2%	6,1%	12,6%	14,8%	9,7%	15,3%
MSCI EM Currency Index	USD	-3,1%	-4,5%	-8,7%	-7,6%	-1,0%	-2,1%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-2,3%	-4,8%	-8,5%	-11,4%	-18,8%	-29,6%
Europe REITS	EUR	-13,5%	-11,1%	-28,4%	-21,6%	-37,7%	-36,9%
US REIT's	USD	-12,8%	-11,0%	-27,8%	-19,4%	-15,5%	-4,6%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-12,1%	1,2%	-22,0%	-1,8%	152,3%	277,9%
Amazon	USD	-10,9%	6,4%	-32,1%	-31,2%	30,2%	135,1%
Alphabet (Google)	USD	-11,6%	-12,2%	-32,6%	-28,4%	56,7%	96,5%
Microsoft	USD	-10,9%	-9,1%	-25,5%	-16,7%	72,4%	232,7%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-16,7%	-15,9%	-40,5%	-60,0%	-23,8%	-20,6%
Netflix	USD	5,3%	34,6%	-38,3%	-61,4%	-12,0%	29,8%
Tesla	USD	-3,8%	18,2%	-27,3%	2,6%	1551,8%	1066,4%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	-5,3%	-26,0%	-20,7%	-3,7%	-13,9%	12,4%
Roche	CHF	2,6%	1,5%	-12,8%	-2,9%	21,5%	52,9%
ASML	EUR	-10,5%	-4,7%	-29,7%	-32,1%	96,2%	215,9%
Nestle	CHF	-6,5%	-3,9%	-9,2%	-2,8%	6,5%	50,5%
Novartis	CHF	-4,5%	-6,6%	-7,5%	2,4%	-2,0%	23,8%
Novo Nordisk	DKK	-3,9%	-2,8%	1,3%	24,4%	128,7%	181,2%
L'Oreal	EUR	-3,8%	0,3%	-8,6%	-6,1%	33,7%	97,6%
LVMH	EUR	-5,7%	4,9%	-6,5%	0,0%	73,9%	182,1%
Astrazeneca	GBP	-6,6%	-7,3%	-1,4%	13,6%	48,1%	133,7%
SAP	EUR	-2,4%	-4,0%	-15,8%	-27,1%	-18,6%	-2,2%
Sanofi	EUR	-4,6%	-18,6%	-12,9%	-1,9%	3,2%	14,1%
MSCI EM Asia	Waluta	Wrzesień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-16,0%	-10,8%	-28,9%	-25,7%	66,2%	125,3%
Tencent Holding	HKD	-18,6%	-24,8%	-29,7%	-40,2%	-16,0%	-17,1%
Alibaba	USD	-16,2%	-29,6%	-31,4%	-46,0%	-52,2%	-53,7%
Samsung Electronics	KRW	-11,1%	-6,8%	-23,6%	-27,2%	17,4%	19,6%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 30 września 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 Bloomberg, 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.