

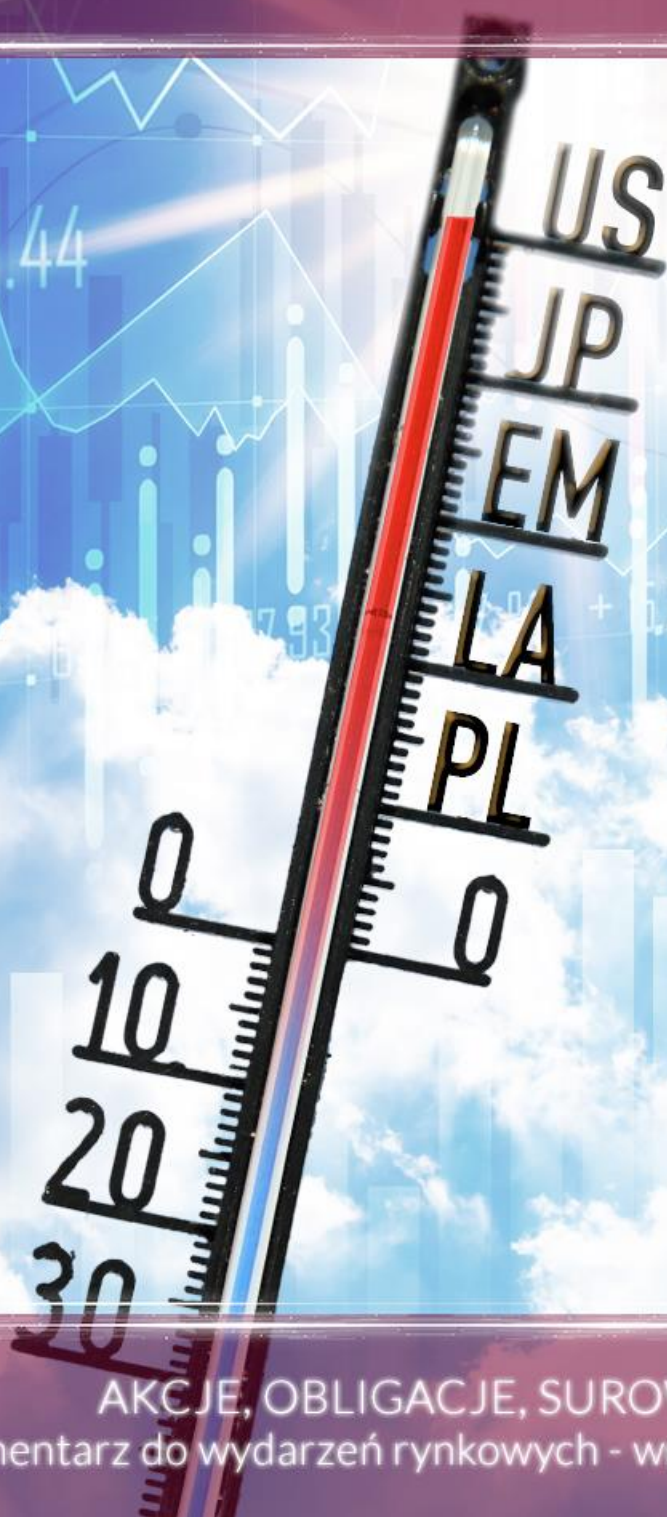


**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

ROZGRZANE WYCENY AKCJI W USA



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - wrzesień 2023 r.

Lista autorów

Zbigniew Obara

Menedżer ds. Analiz

Makler Papierów Wartościowych

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych

Dział Analiz Makroekonomicznych

Marcin Brendota

Menedżer ds. Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego

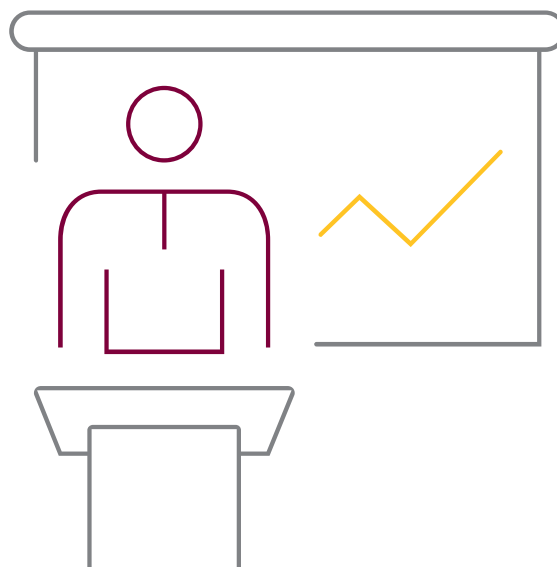
Doradca Inwestycyjny

Arkadiusz Banaś

Specjalista ds. Analiz

Tomasz Kolarz

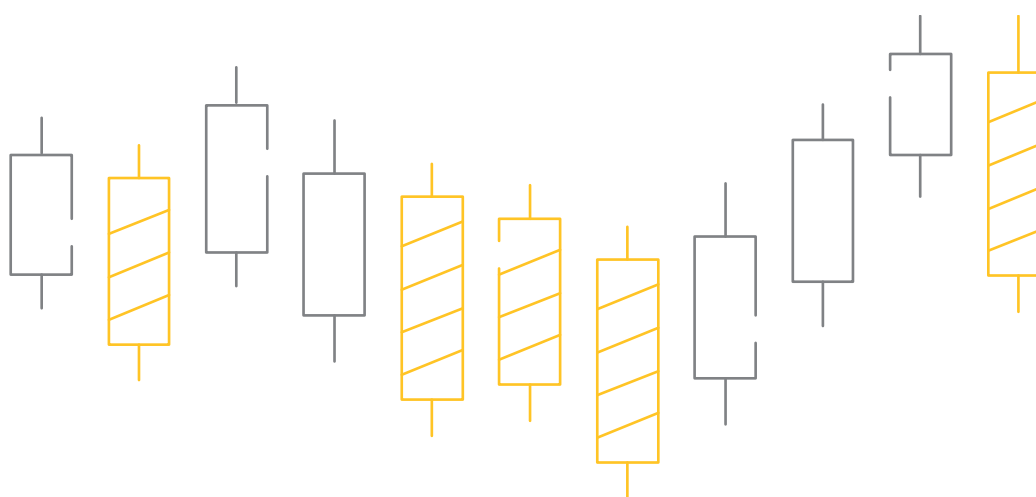
Ekspert ds. Data Science



13 września 2023 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	9
Polska	10
Obligacje	11
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	13
Ważne informacje	15



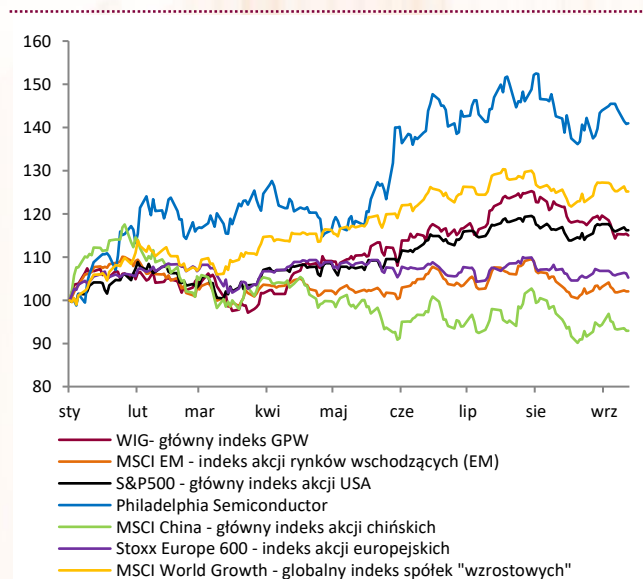
Wstęp

- Wydarzeniem numer jeden pierwszej połowy września jest z pewnością zaskakująca w swojej skali obniżka stopy procentowej NBP (o 0,75 pkt. proc.). Decyzja RPP zdążyła już mocno osłabić złotego oraz „wystromić” krzywą dochodowości polskich obligacji skarbowych (szerzej omawiamy tę kwestię w części o obligacjach).
- Jednocześnie sporo dzieje się na rynku akcji. Po sierpniu, w którym krajowy rynek akcji w przekroju geograficznym należał do jednego z najstabszych na świecie, a amerykański S&P500 wręcz przeciwnie – do jednego z najsilniejszych, zdecydowaliśmy się zróżnicować nastawienia w obrębie rynków akcji. **Podnieśliśmy nastawienie do akcji polskich do neutralnego, a do amerykańskich obniżyliśmy do skrajnie negatywnego**; akcje amerykańskie stanowią też zdecydowaną większość, bo ok. 60% w większości reprezentatywnych globalnych benchmarków akcji.
- Głównym uzasadnieniem dla ww. zmiany jest postępujący „rozjazd wycenowy” pomiędzy krajowym a zagranicznym rynkiem akcji. Zagregowany wskaźnik cena /zysk (P/E) dla spółek z indeksu WIG, liczony zarówno w oparciu o zyski z 4 ostatnich kwartałów, jak i w oparciu o konsensus prognoz na 4 kwartały kolejne (wskaźnik P/E *forward*) nie przekracza aktualnie 8,0, podczas gdy dla indeksu S&P500 kształtuje się powyżej 20.
- Dodatkowo napływy do PPK wynikające ze wzrostu nominalnego płac przy braku nowych emisji akcji i przy niskich wycenach spółek w relacji do ich zysków, tworzą dogodne środowisko dla wzrostu kursów. Dodatkowym impulsem, pomimo jeszcze nadal dwucyfrowej inflacji (wstępny odczyt wskaźnika CPI za sierpień to +10,1% r/r), mogą być też w dłuższym okresie obniżki stopy procentowej NBP.
- Z kolei za Oceanem widzimy w naszej ocenie momentami przesadny optymizm inwestorów co do rozwoju sztucznej inteligencji i jej przyszłych zastosowań, czy też płynący z założenia tzw.

„miękkiego lądowania” amerykańskiej gospodarki konsensus bardzo tylko niewielkiego cofnięcia się zysków amerykańskich spółek na poziomie zagregowanym. W dodatku rentowności krótkoterminowych bonów skarbowych (rynek pieniężny), stanowiących konkurencję dla rynku kapitałowego, są najwyższe od kilkunastu lat i przewyższają zagregowaną stopę dywidendy i środków przeznaczanych na skup akcji.

- W USA jeszcze przez wiele kwartałów będziemy mieć też tzw. „dodatnie stopy procentowe” – czyli sytuację rzadko spotykaną w przeszłości i też zupełnie odwrotną aniżeli w Polsce, czyli taką w której stopy zwrotu z bezpiecznych instrumentów będą wyższe od inflacji, co **premiuje inwestowanie w instrumenty dłużne nad akcjami**.
- W przekroju globalnym portfeli **nadal utrzymujemy niedoważenie akcji względem obligacji**, gdyż spadająca inflacja (wraz z koniunkturą gospodarczą) będą w większości przypadków **negatywnie odbijać się na wynikach finansowych spółek**. Szczególnie źle wygląda sytuacja w niemieckim przemyśle, czyli u największego partnera handlowego Polski. (zo)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- **Mocny początek drugiej połowy roku w USA, słaby w Europie**
- **Chiny jednak wyraźniej wspierają rynek nieruchomości**
- **W Polsce nieśmiało sygnały poprawy po stronie konsumenta**

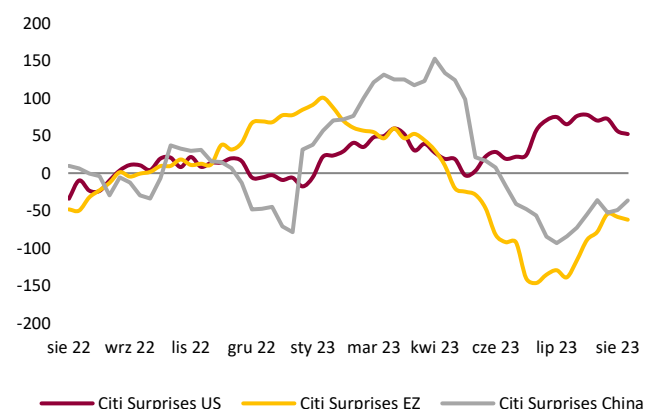
Trzeci kwartał 2023 wiąże się z wciąż mocniejszą od oczekiwań kondycją gospodarki Stanów Zjednoczonych przy utrzymujących się oczekiwaniach jej pogorszenia w kolejnych kwartałach, a także z wyraźnym osłabieniem perspektyw koniunktury w strefie euro oraz w Chinach. W przypadku Państwa Środka pojawiły się jednak wyraźniejsze próby stymulacji krajowego popytu, co stwarza potencjał do odbicia gospodarki po słabym drugim kwartale.

W USA w ostatnim czasie bardzo mocne były lipcowe dane o wydatkach konsumentów. Te wzrosły o 0,6% m/m w cenach stałych sygnalizując mocny początek III kw. w tym obszarze, co wpisuje się w szereg ostatnich pozytywnych zaskoczeń z największej gospodarki świata. W szerszym ujęciu obserwujemy jednak wciąż sygnały chłodzenia koniunktury. Rynek pracy coraz wyraźniej hamuje, z trzymiesięczną średnią liczby nowych miejsc pracy schodzącą do ok. 150 tys., co odpowiada okresom spowolnienia gospodarczego. Stopa bezrobocia w sierpniu wzrosła z 3,5% do 3,8%. Jest historycznie niska, ale jednocześnie najwyższa od przeszło 1,5 roku. Jednocześnie presja płacowa w sierpniu obniżyła się, a nastroje konsumentów uległy pogorszeniu. Fed (bank centralny USA) w takim otoczeniu powinien we wrześniu wstrzymać się od podwyżki stóp procentowych, będących na poziomach najwyższych od przeszło 20 lat.

Gospodarka strefy euro zimowo-wiosenny okres pozytywnych zaskoczeń ma raczej za sobą. PKB w tym czasie zamiast się obniżyć stał w miejscu, m.in. dzięki łagodniejszym od oczekiwań krótkoterminowym skutkom kryzysu energetycznego. Początek III kw. 2023 nie przynosi jednak poprawy perspektyw, a wręcz ich

pogorszenie. Indeksy PMI usług sugerują wejście sektora wspierającego gospodarkę w I połowie roku w fazę dekoniunktury począwszy od sierpnia. Głównym hamulcowym pozostaje gospodarka niemiecka. W tle obserwujemy normalizację nastrojów gospodarstw domowych po ich załamaniu w 2022. Wraz z wciąż silnym rynkiem stwarza to pewien fundament do ożywienia konsumpcji prywatnej. To raczej jednak scenariusz na przyszły rok, przy obniżającej się, ale wciąż znacznej inflacji oraz wysokich stopach procentowych. Tym bardziej, że sygnały z EBC sugerują możliwość kolejnej podwyżki stóp na jesieni.

Indeksy zaskoczeń danych gospodarczych względem oczekiwań



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W Chinach po okresie rozczarowań co do skali ożywienia w 2023, władze dają sygnały ochoty na bardziej zdecydowaną stymulację gospodarki. Poluzowane zostały regulacje dot. możliwości zakupu nieruchomości mieszkaniowych (niższe wkłady własne, niższe oprocentowanie kredytów, większa dostępność kredytów), co daje perspektywę złagodzenia skutków trwającego w tym obszarze od ok. dwóch lat kryzysu. Dodatkowo w kieszeni konsumenta ma zostać więcej pieniędzy. Podjęte zostały też działania na rzecz umocnienia waluty, naj słabszej od 2008 roku, co może wesprzeć krajowy popyt oraz oddziaływać w kierunku stabilizacji rynku finansowego. Pytanie czy te działania

poprawią sentyment w kraju i za granicą jest otwarte. Na razie PMI przemysłu, rosnąc w sierpniu do 51 pkt., a więc poziomu najwyższego od lutego br., dał wstępny sygnał poprawy perspektyw gospodarczych w oczach biznesu.

W II kwartale PKB Polski spadł o 0,6% r/r i naszym zdaniem (DAM) wyznaczył jednocześnie dołek koniunktury. W drugiej połowie roku spodziewamy się stopniowego ożywienia, choć III kwartał na razie nie zapowiada się szczególnie optymistycznie. Tym niemniej w jednym aspekcie widać pewne sygnały odbicia – to zachowanie konsumentów. Wsparcie dla gospodarstw domowych w tym roku nadchodzi m.in. ze strony spodziewanych obniżek stóp procentowych, a w przyszłym z kontynuacji luźnej polityki fiskalnej. Taki rozwój scenariusza gospodarczego stwarza jednocześnie ryzyko długiego powrotu inflacji do celu.

Dołek krajowej koniunktury, zgodnie z naszymi oczekiwaniami oraz z wstępnym szacunkiem GUS o PKB, przesunął się z pierwszego na drugi kwartał. Krajowy PKB w II kw. 2023 spadł o 0,6% r/r wobec spadku o 0,3% r/r w I kw. 2023. Szczegóły danych pokazały wciąż dużą słabość konsumpcji prywatnej (-2,7% r/r) przy jednocześnie mocnych inwestycjach. W tym drugim obszarze kryje się jednak spora niespodzianka, i to pozytywna. Nakłady na środki trwałe rosły o imponujące 7,9% r/r. Wsparcie były m.in. znacznym popytem ze strony dużych i średnich firm, napędzanym zakupami flotowymi oraz zwiększaniem parku maszynowego. Do tego dochodzi solidnie rosnące budownictwo infrastrukturalne, co jest związane z finalizowaniem wydatków z perspektywy unijnej 2014-2020.

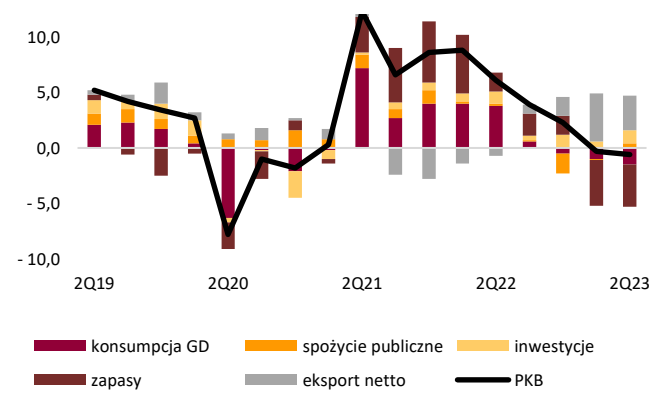
W całym 2023 spodziewamy się wzrostu PKB o 0,5%, co będzie wynikało z poprawy koniunktury w II poł. roku. Początek III kw. nie jest jeszcze zbyt obiecujący pod tym kątem - produkcja przemysłowa w lipcu spadła o 2,7% r/r, a sierpniowy PMI przemysłu obniżający się z 43,5 do 43,1 sugeruje utrzymywanie się negatywnych nastrojów w sektorze. Nieco lepiej natomiast wygląda sytuacja po stronie konsumenta. Sprzedaż detaliczna w lipcu z jednej strony była niższa o 4% r/r, ale drugi miesiąc z rzędu wykazywała tendencje poprawy. Tego nie widać jeszcze w produkcji. Wraz z wyraźnie poprawiającymi się nastrojami gospodarstw domowych wpisuje się to w realizację oczekiwanego przez nas scenariusza odbicia

konsumpcji prywatnej w II połowie br., po silnym osłabieniu na przestrzeni ostatnich 4 kwartałów. Pomogą głównie niższa inflacja, wciąż silny rynek pracy i obniżki stóp procentowych.

W przyszłym roku dojdzie pozytywny impuls dla konsumpcji ze strony waloryzacji świadczenia 500+ (do 800+). Poza tym wg projektu budżetu na 2024 planowane są znaczące podwyżki pensji w sferze budżetowej, o ok. 12%. Wg rządowego planu budżetu na 2024 dochody nie zbilansują nowych wydatków i na przyszły rok zakładany jest deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 4,5% PKB. Relacja zadłużenia sektora do PKB ma wzrosnąć ze spodziewanych 49,3% na koniec 2023 do 54% na koniec 2024.

Wsparcie popytu krajowego odbędzie się również kanałem wprowadzonego programu Bezpieczny Kredyt 2%, który już stymuluje ożywienie w popycie na nieruchomości mieszkaniowe. Per saldo stwarza to dogodne warunki do kontynuacji odbicia PKB w 2024 (spodziewamy się wzrostu 2,9%), ale też rodzi ryzyka po stronie perspektyw obniżania inflacji w kierunku celu NBP. W 2024 oczekujemy inflacji konsumenckiej średnio 5,7% wobec celu NBP 2,5%.

Polska – dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



źródło: GUS, opracowanie i prognozy własne

Ryzyko utrzymywania inflacji powyżej celu w dłuższym terminie rodzi też kształt polityki monetarnej. RPP we wrześniu zdecydowała się na mocną obniżkę stóp procentowych o 75 p.b., w tym stopy głównej z 6,75% do 6%. Decyzja została uargumentowana przede wszystkim słabą koniunkturą oraz szybko obniżającą się inflacją. Dla przypomnienia – w sierpniu wskaźnik CPI

wyniósł 10,1% r/r, a we wrześniu spodziewamy się, że zejdzie w okolice 8,7% r/r, podczas gdy w lutym br. sięgał 18,4% r/r. Komunikacja RPP naszym zdaniem sugeruje, że w tym roku zobaczymy kolejne obniżki stóp. Spodziewamy się jeszcze -75 pb. do końca 2023 i kolejnych -125 pb. do końca 2024, kiedy to główna stopa

NBP sięgnie 4%. To naszym zdaniem z jednej strony przełoży się na mocniejszy wzrost PKB (podnosimy prognozę dynamiki na 2024 z 2,9% do 3,2%), a z drugiej zwiększa ryzyko utrzymywania inflacji CPI powyżej celu NBP (2,5%, +/- 1 pp.) poza 2026 rok. (js)

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- **W USA istotnie rośnie atrakcyjność rynku obligacji względem rynku akcji**
- **Dla akcji amerykańskich zagrożeniem są i wysokie wyceny i perspektywy spadku zysków**
- **Lepsze wyceny i prognozy mają akcje europejskich, ale naszym zdaniem są niedoszacowane ryzyka**

W sierpniu szeroki indeks akcji rynków rozwiniętych MSCI World odnotował 2,6%-owy spadek. **Pogorszenie nastrojów było zbieżne z dynamicznym wzrostem rentowności głównie amerykańskich obligacji, które dla tenorów 10-letnich przekroczyły przejściowo poziom 4,3%, a dla rocznych nawet 5,4%.** W obu przypadkach są to poziomy niewidziane od kilkunastu lat. **Tymczasem podstawowa dochodowość amerykańskiego rynku akcji przez pryzmat indeksu S&P500, mierzona stopą dywidendy powiększoną o operacje skupu akcji własnych, które też są formą dystrybucji świadczeń dla akcjonariuszy, wyniosła niecałe 4%.** Można więc powiedzieć, że rynek obligacji rośnie w atrakcyjność, pomimo, że inflacja (wskaźnik CPI) wg najnowszego odczytu odbiła w sierpniu do 3,7% r/r vs. 3,2% w danych za lipiec.

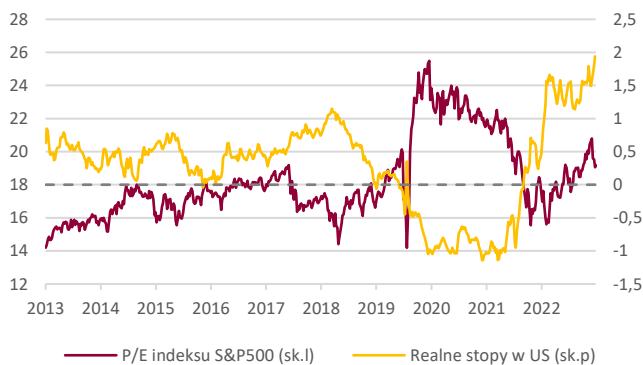
Kwestia inflacji ma tutaj spore znaczenie. Jeszcze do niedawna rynek akcji rynków rozwiniętych, a zwłaszcza amerykańskich, był dość drogo wyceniany, przy poziomie ponad 20-krotności rocznych zysków. Nie były to oczywiście historycznie najwyższe poziomy i nawet całkiem niedawno w okresie 2020-2021 dla indeksu S&P500 agregującego zysk na akcję amerykańskich spółek pojawiały się znacznie wyższe poziomy. Jednak wówczas szalejąca inflacja znacznie przekraczała rentowności

obligacji skarbowych, czyli jakiegokolwiek inwestycje w tą klasę aktywów oznaczały realny i względnie pewny spadek wartości tak ulokowanych oszczędności. A to z kolei implikowało większe zainteresowanie rynkiem akcji, bo choć drogo wyceniany, to jednak rodził szansę wzrostu kursów wyższego od inflacji. Z kolei fundamentalnym tłem dla lepszych nastrojów względem rynku akcji był fakt, że wysoka inflacja sprzyja wzrostowi przychodów ze sprzedaży, wszak rosnące ceny w gospodarce oznaczają również wzrost cen sprzedawanych produktów, a nie zawsze równomiernie rosły koszty wytworzenia, co wielu przedsiębiorstwom pozwalało istotnie podwyższyć marże operacyjne przyczyniając się do dynamicznego wzrostu zysków.

Od kilku miesięcy sytuacja w USA przybiera jednak inny obrót. Przede wszystkim inflacja istotnie spada. Czyli w odniesieniu do rynku obligacji, przy obecnym wciąż wyostrozonym kursie w polityce pieniężnej, pojawiają się realnie dodanie stopy procentowej (stopa Fed w przedziale 5,25-5,5%), co istotnie podwyższa atrakcyjność rynku długu. A z drugiej strony opadająca inflacja w długim terminie ogranicza potencjał wzrostu przychodów przedsiębiorstw poprzez bezpośrednią transmisję na ceny produktów. Spadająca inflacja w tym przypadku to również informacja o skuteczności polityki pieniężnej, której pośrednim celem było stłumienie popytu w gospodarce, a więc dodatkowe ograniczenie zdolności sprzedażowych przedsiębiorstw. To ryzyko jest już odnotowywane w konsensusach prognoz. O ile w odniesieniu do szacowanych przychodów jest obserwowana stabilizacja w prognozach, o tyle wielu analityków wciąż obniża prognozowane marże, co przekłada się wprost na niższe szacunki zysku

operacyjnego. Dodatkowo środowisko podwyższonych stóp procentowych bezpośrednio odbija się we wzroście kosztów finansowych, jeszcze silniej wpływając na ostateczny wynik netto. Przy założeniu braku wzrostu zysków raczej trudno o wzrost cen akcji.

Wskaźnik P/E indeksu S&P500 na tle tzw. realnych stóp procentowych kalkulowanych z rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA oraz prognozowanej inflacji na podstawie obligacji inflacyjnych



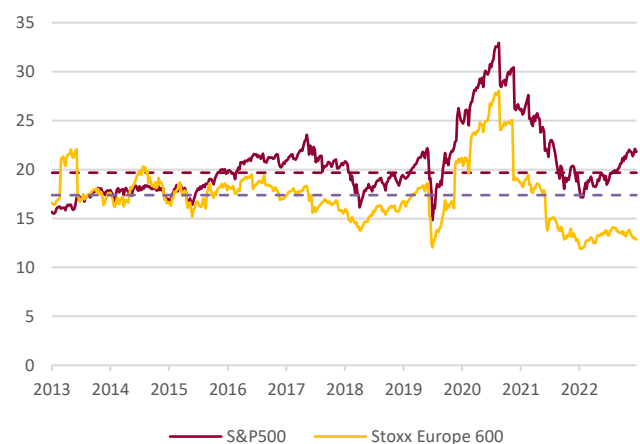
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Określenie „tanio i drogo” są często dość umowne i odnoszą się relatywnie do stóp zwrotu z innych aktywów. Odwracając wskaźnik P/E (cena do zysku na akcję) na postać E/P (zysk na akcję do ceny, nazywany stopą zysku), otrzyma się kalkulację zbliżoną do wskaźnika ROE (rentowność kapitałów własnych), tyle że w mianowniku jest kapitał własny nie wg. wartości bilansowej, ale właśnie rynkowej. Jeżeli wskaźnik P/E prognozowany na podstawie tegorocznych zysków dla indeksu S&P500 agregującego wszystkie spółki indeksowe wynosi 20x (dane z 08.09.2023 – Bloomberg), to stopa zysku (czyli rentowność wycenianych rynkowo kapitałów własnych) wynosi ok. 5%, czyli mniej więcej tyle co roczne i 2 letnie amerykańskie obligacje skarbowe. Jeżeli ta 5% stopa zysku jest teoretycznym tempem wzrostu wartości spółki to ponownie można zadać pytanie, czy w tej sytuacji nie lepsze są obligacje skarbowe oferujące podobną dochodowość, ale pozbawioną ryzyka. A skoro prognozy zysków spółek agregowanych w indeksie S&P500 zakładają jego spadek w 2023 to jedyną możliwością obniżenia wskaźnika P/E, czyli na powrót zwiększenia jego atrakcyjności, jest korekta cen akcji.

Podsumowując, w segmencie akcji amerykańskich przyjmujemy jeszcze niższe nastawienie obniżając z

umiarkowanie do zdecydowanie negatywnego (-2 na skali -2/+2), uważając, że obecne rentowności obligacji skarbowych, zwłaszcza przy ryzyku spadku zysków przedsiębiorstw i tak drogo wycenianych, zdecydowanie umniejszają atrakcyjność rynku akcji. A perspektywa utrzymania podwyższonych stóp procentowych w perspektywie najbliższych kwartałów (na podstawie wycen instrumentów na stopę procentową) uzasadnia dla mimo wszystko nawet minimalnych udziałów w rynku akcji, bardziej pożądaną ekspozycję na spółki value, które jak pokazują przeszłe doświadczenia, lepiej sobie radzą w otoczeniu bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Wskaźniki P/E dla indeksów S&P500 i Stoxx Europe 600 na tle 10-letnich średnich



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Z punktu widzenia wyceny po wskaźnikach P/E znacznie bardziej atrakcyjne są akcje europejskie, dla których zagregowany wskaźnik dla indeksu Eurostoxx 600 wynosi 12,1x (prognozowany na koniec 2023 12,3% - Bloomberg 08.09.2023). Dodatkowo tegoroczne prognozy zysku zakładają blisko 6,5% wzrost zysków zagregowanych dla tego indeksu. Również tutaj rentowności europejskich obligacji skarbowych są ponad 1 pp. Niższe w porównaniu z amerykańskimi, czyli akcje europejskie ze stopą zysku (E/P) wynoszącą 7,9% oferują wyraźnie wyższą dochodowość niż obligacje skarbowe w strefie euro (niemieckie 10-letnie Bundy – 2,63%; włoskie 10-latk – 4,35%), czego nie można powiedzieć o akcjach amerykańskich i tamtejszych obligacjach skarbowych.

Ale też ryzyka w odniesieniu do możliwego spadku przychodów i osłabienia marż w środowisku spadającej inflacji i utrzymaniu restrykcyjnej polityki pieniężnej

pozostają zbliżone jak dla przedsiębiorstw w USA. Stąd też z dużą rezerwą odnosimy się do prognoz tegorocznego wzrostu zysków, wystarczy tutaj spojrzeć na opadające ostatnio wskaźnik PMI dla sektorów przemysłu i usług w strefie euro, a potencjalne rewizje w dół mogą negatywnie odbić się na rynkowych nastrojach. Dlatego dla akcji europejskich pozostajemy z niezmiennym nastawieniem umiarkowanie negatywnym (-1 na skali -2/+2) wyrażając niewielką preferencję ponad akcjami amerykańskimi, ale jednak zachowując ostrożność przed możliwymi negatywnymi scenariuszami. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- Chińska gospodarka mierzy się z szeregiem problemów
- Pogłębia się kryzys nieruchomości w ChRL
- Stymulacja gospodarki przez chińskie władze jak na razie bez efektów
- Bank centralny Brazylii rozpoczął cykl obniżek stóp procentowych

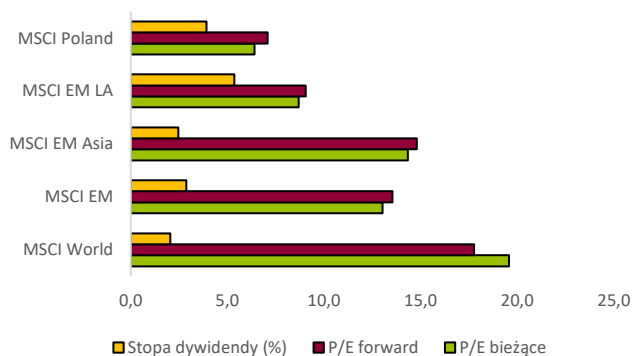
Sierpień okazał się słabym miesiącem także dla rynków wschodzących, które zagregowane w szerokim indeksie MSCI Emerging Markets zaliczyły przeszło 6%-ową przecenę. Co istotne, nie zaistniała wyraźna dysproporcja stóp zwrotu między rynkami Ameryki Łacińskiej a rynkami azjatyckimi. Mocne przeceny akcji chińskich były rekompensowane relatywnie dobrą postawą giełdy w Indiach. **Uwagę zwraca przeszło 10%-owa niżka notowanego w Hong Kongu indeksu Hang Seng**, którego słabość była efektem wciąż pogarszającego się sentymentu wobec gospodarki Państwa Środka.

Kluczowym problemem Chińskiej Republiki Ludowej jest (ciągnący się już od przeszło dwóch lat) kryzys na rynku nieruchomości. Jego główny bohater, czyli jeden z największych chińskich deweloperów budowlanych Evergrande, w 2021 roku nie wywiązał się ze swoich zobowiązań. W minionym miesiącu spółka złożyła w amerykańskim sądzie wniosek o ochronę przed wierzycielami. Niedługo przed tym opublikowane zostały zaległe raporty finansowe dewelopera, które pokazały, że jak dużymi problemami mierzy się teraz spółka (łącznie straty Evergrande za 2021 i 2022 rok to ok. 80 mld USD). **Rynkowy sentyment dodatkowo popsuł kolejny chiński**

przedstawiciel branży budowlanej – Country Garden, który nie spłacił zapadających w sierpniu obligacji. Spółka zaraportowała prawie 1 mld USD straty w II półroczu 2022 roku, a zgodnie z opublikowanymi prognozami w I półroczu 2023 roku strata przekroczy 7,5 mld USD. **Omawiany kryzys jest efektem wielu nakładających się problemów: zarówno liczba mieszkań, jak i powierzchni biurowych jest za duża (brakuje na nie popytu), chińscy deweloperzy budowlani są przesadnie zadłużeni, a władze nie są skłonne do udzielenia realnej, znaczącej pomocy.** Sprzedaż mieszkań w II kw. 2023 roku w Chinach jest na ten moment najniższa od 2012 roku, wyraźnie spadło także zadłużenie Chińczyków na zakup mieszkań. Malejąca liczba sprzedanych mieszkań jest efektem kolejnego poważnego problemu gospodarki Państwa Środka, czyli słabego popytu wewnętrznego. **Odczyty sprzedaży detalicznej co miesiąc zawodzą inwestorów okazując się niższe od oczekiwań** (ostatni lipcowy odczyt wykazał wzrost sprzedaży detalicznej o 2,5% wobec prognozowanych 4,5%). Chińscy decydenci chcieliby przekierować swoją gospodarkę z opartej na eksporcie na gospodarkę opartą o popyt wewnętrzny. Póki co nieskutecznie, bo stopa konsumpcji prywatnej w Chinach utrzymuje się na wyraźnie niższych poziomach niż w krajach OECD. **Kluczowy dla ChRL eksport również się kurczy - w lipcu zmniejszył się on o 14,5% w ujęciu rok do roku**, co dodatkowo pogarsza sytuację tamtejszej gospodarki. Problemem nadal pozostaje wysokie bezrobocie wśród młodych (po rekordowo wysokim odczycie przekraczającym 20%, chińskie biuro statystyczne przestało publikować dane na ten temat). **Na fali kryzysu rynku nieruchomości wypłynął nowy problem – tzw. shadow banking.** Firma Zhongrong International Trust Co. działająca w branży inwestycyjnej (ale niebędąca kontrolowanym podmiotem finansowym) nie wywiązała się z płatności z kilkudziesięciu swoich produktów, w wyniku czego pod siedzibą spółki w Pekinie wybuchły protesty niezadowolonych klientów. Część emitowanych instrumentów oparta jest o rynek nieruchomości. Inwestorzy boją się, że problemy mogą „rozlać się” na całą chińską branżę powierniczą, której wartość szacowana jest na 2,9 bln USD. **Nieziemiennie problemem pozostaje pogłębiający się konflikt technologiczny na linii Chiny – USA, do którego dołączyły Japonia i Holandia**, ograniczając chińskim firmom dostęp do urządzeń i technologii koniecznych do produkcji zaawansowanych mikrochipów.

Kłopoty chińskiej gospodarki mogą zostać rozwiązane jedynie przy znaczącej pomocy tamtejszych władz. Wprowadzone przez decydentów rozwiązania (jak nieznaczna obniżka stóp procentowych czy obniżenie podatku od transakcji na giełdzie), mimo że wwały na rynki nieco optymizmu, wydają się zbyt słabe, by zawrócić chińską gospodarkę na ścieżkę wzrostu. **Słaby sentyment wobec tej drugiej największej gospodarki świata może się zatem utrzymywać jeszcze przez wiele miesięcy.**

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, *dane na 13.09.2023 r.

W związku z tym **nie zmieniamy naszego umiarkowanie negatywnego nastawienia do rynków wschodzących ogółem** (wśród których rynek chiński gra decydującą rolę). Utrzymujemy także off-benchmarkową pozycję na akcjach Ameryki Łacińskiej, gdzie główna gospodarka regionu - Brazylia, charakteryzuje się rosnącą dynamiką PKB i inflacją na niskich poziomach. Tamtejszy bank centralny rozpoczął już nawet cykl obniżek stóp procentowych, co dodatkowo powinno wesprzeć sentyment wobec brazylijskich akcji. Za inwestycją na rynkach Ameryki Łacińskiej stoi niezmiennie atrakcyjność cenowa - tamtejsze spółki pozostają wyraźnie taniej wycenione pod względem wskaźnika P/E w stosunku do innych regionów EM, oferują one także wyższe stopy dywidendy. (ab)

Polska

- Akcje polskie w sierpniu zniżkowały mocniej niż rynki zagraniczne
- Polskie banki w dobrej kondycji
- PPK coraz mocniej wspierają krajowy rynek
- Polska oraz rynki EM nadal tanio wyceniane
- Podnosimy nastawienie dla akcji polskich do poziomu neutralnego

W sierpniu główne indeksy GPW korygowały się, co najmocniej dotknęło spółki skupione w indeksie WIG20 (-7,6%). Nieco mniej spadł indeks szerokiego rynku WIG (-5,3%), a najlepiej zachowały się średnie i mniejsze spółki, które zniżkowały o około 3-4%. Sentyment na krajowym rynku akcji tym razem był wyraźnie gorszy od globalnego, mierzonego indeksem MSCI All Countries, który w sierpniu zanotował spadek o 3,0%.

Z opublikowanych przez GUS danych wynika, że PKB w II kw. spadł w Polsce o 0,6% r/r wobec spadku o 0,3% r/r w I kwartale. Jednak wyniki kluczowego dla GPW sektora finansowego za II kw. prezentują się dobrze, co wynika m.in. z solidnych zysków zawdzięczanym wysokim stopom procentowym oraz niskim kosztom ryzyka (utrata wartości kredytów). Banki notowane na GPW poprawiają wyniki oczyszczone ze zdarzeń jednorazowych, mają proste modele biznesowe, a po rozwiązaniu kwestii z kredytami frankowymi – nie występować będą u nich istotne ryzyka systemowe. Ewentualne przedłużenie tzw. „wakacji kredytowych” zdejmie główne ryzyko regulacyjne. Tym niemniej, subindeks sektorowy WIG-Banki w sierpniu nie oparł się ogólnorynkowej korekcie i stracił 7,2%.

Z głównych sektorów notowanych na GPW najmocniej przecenił się w sierpniu jeszcze WIG-Górnictwo (-8,4%), co było odzwierciedleniem obniżenia o 20% rynkowych oczekiwań przyszłych 12-miesięcznych wyników. W zasadzie był to jedyny sektor, który w sierpniu doświadczył tak wyraźnej rewizji wyników (rewizja oczekiwanych wyników w lipcu wyniosła -17,7%). Na drugim biegunie zmian oczekiwanych wyników był sektor paliw z rewizją in plus o 8,2%, a następnie banki, dla których oczekiwane wyniki podniesione zostały o 2,4%.

Przecenie rynkowej oparły się jedynie sektory: energetyka oraz budownictwo (wzrosty po około 2%). Pierwszy z nich korzysta z dobrego sentymentu, jaki pojawił się już w lipcu, czyli ogłoszeniu szczegółów finansowych transakcji nabycia przez Skarb Państwa aktywów węglowych od spółek PGE, Tauron, Enea i Energa i przekazaniu ich do Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego. Z kolei budownictwo zyskiwało za sprawą informacji o włączeniu na koniec sierpnia akcji Budimex do indeksu MSCI Poland, co implikowało konieczność przebudowania portfeli funduszy opierających się o ten indeks jako benchmark.

Rośnie również rola Pracowniczych Programów Kapitałowych (PPK). Napływy netto przekraczają już średnio 0,5 mld zł miesięcznie, a wartość ta będzie systematycznie rosła wraz ze wzrostem nominalnym płac. Szacujemy, że w około połowie napływy netto do PPK lokowane są na GPW. W ciągu ostatniego roku aktywa zgromadzone w PPK wzrosły o 84% do niemal 18 mld zł.

Obserwując historyczne wartości wskaźników P/E (cena do zysku za ostatnie 12-miesięcy), **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (7,5x) i jednocześnie obok Turcji (7,4x) są najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Również w podobnym miejscu znajdują się zbiorczo rynki rozwijające Ameryki Łacińskiej (8,2x). W dalszym ciągu za relatywną słabość naszego rynku w dominującym stopniu wpływa

wojna w Ukrainie (a także próby wrogich działań ze strony białoruskiego reżimu) i negatywne konsekwencje z tego płynące dla Polski, jako kraju sąsiadującego. Niezmiennie większość kluczowych sektorów GPW (poza energetyką) nadal utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat historycznego P/E (najtańsze są: paliwa, górnictwo, banki). Przez pryzmat tego wskaźnika tanie są również indeksy WIG, WIG20, a także sWIG80. Z kolei obserwując wskaźnik oczekiwany P/E nisko (w okolicy 10-letnich minimów) prezentują się indeksy: WIG, WIG20, banki, energia, oraz paliwa. Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie oraz perspektywy dla krajowej inflacji, która od kilku miesięcy systematycznie spowalnia.

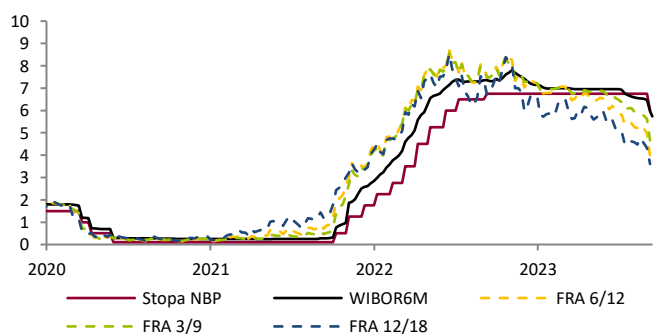
Na wrzesień zdecydowaliśmy się podwyższyć nastawienie dla akcji polskich z poziomu umiarkowanie negatywnego (-1) do neutralnego (0). Uważamy, że jest to adekwatne średnioterminowe (6-12 mies.) pozycjonowanie w kontekście napływów netto do PPK, utrzymujących się niskich wycen polskich akcji, zdrowych fundamentów sektora bankowego, a także wyraźnej korekty z sierpnia. Akcje polskie są przez nas lepiej postrzegane niż akcje większości rynków - poza Ameryką Łacińską, dla której w dalszym ciągu utrzymujemy nastawienie umiarkowanie pozytywne (+1). (tk)

Obligacje

- Zaskakująca w skali decyzja Rady Polityki Pieniężnej mocno przemeblowała krajowy rynek obligacji
- Najbardziej preferowaną przez nas klasą aktywów obligacji są aktualnie obligacje zagraniczne DM/IG

Pomimo nadal dwucyfrowej inflacji cen konsumenckich w Polsce (CPI +10,1% r/r w danych za sierpień) konsensus rynkowych oczekiwań tuż przed wrześniowym posiedzeniem (w dniach 5-6) zakładał obniżkę stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. i kolejne obniżki w tempie ok. 0,25 pkt. proc. na kwartał. Główna stopa procentowa NBP utrzymywana była na poziomie 6,75% od września ub. roku.

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



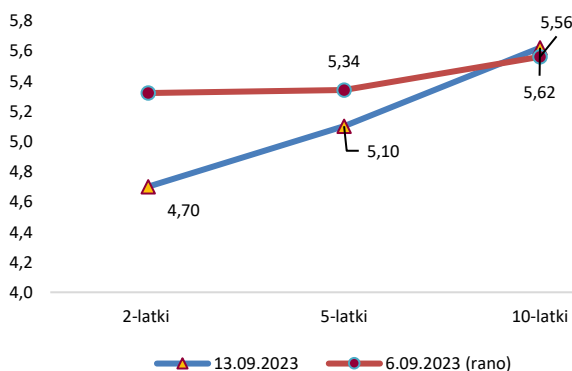
źródło: Bloomberg, Bloomberg, FRA x/x+6 oznacza kontrakt na 6-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

Decyzja Radę Polityki Pieniężnej (RPP), można powiedzieć, „wywróciła stolik”. Obniżono o 0,75 pkt. proc., z „gołębim” bardzo komunikatem, co spowodowało gwałtowne przeszacowanie stawek przyszłych stóp rynku międzybankowego w kontraktach terminowych (wykres powyżej).

Na rynku obligacji stałokuponowych (skarbowych) zostało to zdyskontowane wzrostem cen i spadkiem rentowności obligacji krótkoterminowych (2-letnich) i średnioterminowych (5-letnich) a wzrostem rentowności i spadkiem cen obligacji długoterminowych (10-letnich).

O ile decyzję RPP można zrozumieć w kontekście bardzo słabych danych z przemysłu, w szczególności z Niemiec, z którym polska gospodarka jest silnie związana (przy czym w krajowym przemyśle także widać już od wielu miesięcy recesję), to w sytuacji inflacji nadal znacząco powyżej celu banku centralnego (2,5 proc. +/- 1 pp.) rodzi to **ryzyko zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych** wśród uczestników życia gospodarczego **na podwyższonych poziomach na dłużej**. W takiej sytuacji **inwestorzy oczekują wyższej premii terminowej** (dodatkowo w związku z osłabieniem złotego).

Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich tuż przed i tydzień po ostatniej decyzji RPP

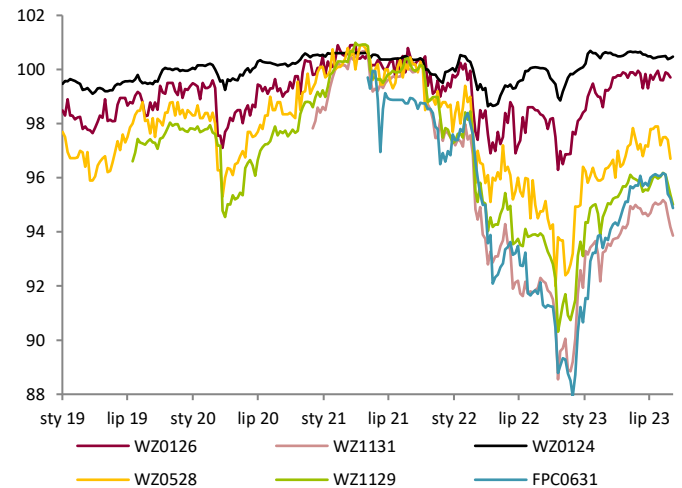


źródło: Bloomberg

Przeceniła się także część obligacji zmienno-kuponowych (skarbowych, „WZ”). Kontynuacja spadku **stawki pieniężnej rynku międzybankowego WIBOR6M**, (12.09 już tylko 5,73% vs. jeszcze blisko 7% do początku lipca br.)

oznacza, że obligacje te, po wypłacie najbliższych odsetek, kolejne będą miały już niższe, podobnie zresztą jak zdecydowana większość obligacji korporacyjnych na krajowym rynku.

Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmienno-kuponowych



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

W Polsce dynamika roczna inflacji CPI będzie spadać do końca bieżącego roku (w ostatnich 3 mies. ceny konsumenckie m/m nie rosnęły), ale zagadką pozostaje zachowanie się agregatów cen w przyszłym roku, kiedy na rynek napłyną pieniądze z nowego budżetu (800+, podwyżki w budżetówce, itp.) oraz nastąpi skokowy, bo o ok. 20% wzrost płacy minimalnej. Dlatego też, najkorzystniejszego obecnie potencjału zysku do ryzyka upatrujemy w obligacjach zagranicznych, zarówno skarbowych z krajów wysokorozwiniętych (DM), jak i korporacyjnych, ale tylko emitentów z ratingiem inwestycyjnym (IG – Investment Grade). W krajach DM, zwłaszcza w USA, tendencja dezinflacyjna (spadku inflacji) jest dużo bardziej zaawansowana, a **bieżąca podstawowa krótkoterminowa stopa procentowa dla dolara**, jak i **rentowności obligacji** krótko-, średnio-, jak i długoterminowych są **wyższe aniżeli najbardziej prawdopodobne ścieżki inflacji**. Sytuacja taka od dawna nie miała miejsca i jest ona jak najbardziej korzystna dla posiadaczy/nabywców tychże obligacji. (zo)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI (indeks globalny)	USD	-3,0%	6,2%	9,1%	11,9%	17,3%	31,2%
MSCI World (DM)	USD	-2,6%	6,6%	10,0%	13,7%	21,6%	37,3%
MSCI Emerging Markets (EM)	USD	-6,4%	2,3%	1,7%	-1,4%	-11,0%	-7,2%
MSCI EM Asia	USD	-6,3%	1,2%	0,9%	-2,4%	-13,9%	-4,2%
MSCI EM Latin America	USD	-7,9%	7,3%	7,9%	11,0%	21,9%	-4,2%
MSCI EM Europe	USD	-6,9%	9,8%	14,4%	45,0%	-74,0%	-75,3%
MSCI Poland	PLN	-7,6%	7,0%	8,6%	32,8%	4,7%	-22,5%
MSCI Frontier Markets	USD	-1,1%	7,0%	6,0%	-3,6%	-0,5%	-5,9%
S&P500 - USA	USD	-1,8%	7,8%	13,5%	14,0%	28,8%	55,4%
Russell 2000	USD	-5,2%	8,6%	0,1%	3,0%	21,6%	9,1%
MSCI Europe	EUR	-2,7%	1,4%	-0,4%	10,5%	26,8%	19,6%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-2,8%	1,4%	-0,6%	10,4%	25,0%	19,9%
DAX - Niemcy	EUR	-3,0%	1,8%	3,8%	24,2%	23,2%	29,0%
CAC40 - Francja	EUR	-2,4%	3,1%	0,7%	19,5%	47,9%	35,3%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-1,4%	5,0%	1,2%	20,5%	36,4%	1,1%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-2,7%	10,7%	4,9%	33,7%	46,8%	42,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-3,4%	-0,1%	-5,6%	2,1%	24,7%	0,1%
FTSE Nordic 30	SEK	2,5%	3,2%	6,3%	19,2%	47,2%	60,4%
Nikkei - Japonia	JPY	-1,7%	5,6%	18,9%	16,1%	41,0%	42,7%
TOPIX - Japonia	JPY	0,4%	9,5%	17,0%	18,8%	44,1%	34,4%
MSCI China	HKD	-8,5%	3,4%	-6,8%	-9,7%	-39,7%	-25,6%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-8,5%	0,8%	-7,1%	-7,9%	-27,0%	-34,1%
Kospi - Korea Płd.	KRW	-2,9%	-0,8%	5,9%	3,4%	9,9%	10,0%
SENSEX - Indie	INR	-2,5%	3,5%	10,0%	8,9%	67,8%	67,8%
MSCI Turkey	USD	7,6%	22,7%	4,2%	57,8%	67,0%	55,5%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-5,1%	6,8%	10,3%	5,7%	16,5%	50,9%
WIG	PLN	-5,3%	9,9%	13,7%	36,4%	32,5%	13,7%
AKCJE - segmenty	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-3,6%	7,1%	1,8%	6,7%	19,5%	13,5%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-2,8%	6,2%	10,4%	12,9%	18,0%	34,3%
WIG20	PLN	-7,6%	7,0%	9,7%	32,7%	12,6%	-13,3%
WIG20 total return	PLN	-6,2%	9,5%	12,2%	36,8%	21,9%	-2,0%
mWIG40	PLN	-3,0%	14,1%	17,4%	35,2%	40,1%	22,7%
sWIG80	PLN	-4,0%	0,4%	7,5%	23,3%	43,1%	67,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-0,9%	3,4%	5,5%	8,6%	16,3%	38,6%
MSCI World Energy	USD	1,2%	14,4%	4,1%	8,9%	108,8%	9,4%
MSCI World Financials	USD	-3,9%	7,6%	-3,5%	8,5%	31,1%	11,1%
MSCI World Metals&Mining	USD	-7,2%	6,0%	-5,4%	11,0%	17,4%	39,0%
MSCI World Industrials	USD	-3,2%	8,5%	7,6%	18,6%	26,6%	29,8%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-2,9%	10,1%	13,8%	12,8%	10,1%	42,3%
MSCI World Consumer Staples	USD	-3,6%	1,0%	2,2%	3,1%	7,1%	20,7%
MSCI World IT	USD	-2,0%	6,8%	26,7%	28,6%	32,9%	110,3%
Nasdaq	USD	-2,2%	8,5%	22,5%	18,8%	19,2%	73,1%
Nasdaq100	USD	-1,6%	8,7%	28,7%	26,3%	28,0%	102,5%
Philadelphia Semiconductor	USD	-4,9%	6,3%	24,1%	37,1%	62,4%	162,0%
S&P Global Clean Energy	USD	-12,2%	-12,1%	-16,7%	-28,0%	-6,4%	83,7%
Eurostoxx Banks	EUR	-2,0%	13,4%	-5,7%	41,0%	80,4%	7,1%
WIG-Games	PLN	-3,8%	11,1%	7,6%	49,4%	-42,0%	
WIG-Energia	PLN	1,8%	32,0%	31,9%	21,9%	48,7%	27,3%
WIG-Banki	PLN	-7,2%	17,8%	23,5%	67,7%	111,5%	3,2%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-2,1%	6,8%	18,4%	19,6%	16,6%	59,8%
MSCI World Value	USD	-3,0%	6,4%	1,7%	7,4%	24,8%	13,8%

SUROWCE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	2,2%	20,7%	8,0%	1,5%	70,1%	34,4%
Miedź	USD	-5,9%	3,7%	-7,9%	7,2%	24,1%	42,4%
Aluminium	USD	-3,5%	-5,3%	-7,0%	-8,6%	22,7%	3,1%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-1,5%	6,2%	1,1%	0,8%	83,9%	70,2%
Rudy żelaza	USD	-2,7%	4,1%	-13,0%	4,4%	-10,7%	62,9%
Węgiel koksujący	CNY	10,7%	27,2%	-14,6%			
Złoto	USD	-1,3%	-1,1%	6,2%	13,4%	-1,4%	61,5%
Srebro	USD	-1,2%	4,1%	16,9%	35,9%	-13,1%	68,1%
Bloomberg Commodity Index	USD	-1,2%	8,2%	-0,1%	-12,8%	44,6%	26,6%
OBLIGACJE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-1,6%	-1,3%	0,1%	-1,1%	-21,0%	-10,5%
USD Korporacyjne IG	USD	-0,8%	0,0%	2,0%	0,9%	-12,0%	7,2%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,2%	0,8%	2,7%	1,1%	-9,5%	-4,3%
USD azjatyckie IG	USD	-0,7%	-0,6%	1,7%	1,5%	-7,8%	10,1%
USD Korporacyjne HY	USD	0,3%	3,4%	4,5%	7,2%	5,5%	17,7%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,3%	2,0%	3,0%	6,7%	3,1%	8,9%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-2,0%	0,5%	1,7%	3,2%	-2,0%	10,2%
EM skarbowe w USD	USD	-1,5%	2,6%	3,3%	5,5%	-13,5%	1,5%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,1%	3,4%	7,0%	11,2%	-6,5%	5,1%
POZOSTAŁE	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-1,4%	1,4%	2,5%	7,8%	-9,2%	-6,5%
EUR/PLN	PLN	1,6%	-1,1%	-4,9%	-5,2%	1,7%	4,0%
CHF/PLN	PLN	1,7%	0,4%	-1,1%	-2,8%	14,6%	22,0%
USD/PLN	PLN	3,0%	-2,6%	-7,3%	-12,2%	12,0%	11,5%
USD/JPY	JPY	2,3%	4,4%	6,9%	4,7%	37,4%	31,1%
Bloomberg USD Index	USD	1,8%	-0,5%	-1,2%	-4,3%	6,8%	4,9%
MSCI EM Currency Index	USD	-1,5%	0,3%	0,7%	2,1%	3,2%	5,3%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-1,9%	-3,0%	-4,3%	-4,2%	-13,1%	-21,1%
Europe REITS	EUR	-1,0%	5,5%	-9,3%	-5,8%	5,6%	-32,6%
US REIT's	USD	-3,2%	3,7%	-2,3%	-6,7%	10,1%	-0,6%
USA - Magnificent 7	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-4,2%	6,1%	27,8%	20,2%	48,2%	244,7%
Amazon	USD	3,2%	14,5%	46,5%	8,9%	-20,0%	37,1%
Alphabet (Google)	USD	2,6%	10,8%	51,2%	25,8%	67,1%	121,1%
Microsoft	USD	-2,2%	0,0%	32,0%	26,6%	49,3%	208,0%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-7,1%	11,8%	69,1%	81,6%	0,9%	68,4%
Nvidia	USD	5,6%	30,5%	112,6%	227,3%	270,0%	609,5%
Tesla	USD	-3,5%	26,6%	25,5%	-6,4%	55,4%	1183,3%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	1,3%	4,2%	-0,6%	4,7%	7,7%	12,1%
Roche	CHF	-3,8%	-9,7%	-0,7%	-14,4%	-9,6%	26,3%
ASML	EUR	-6,6%	-9,3%	4,6%	26,7%	99,1%	263,7%
Nestle	CHF	-0,4%	-1,4%	2,9%	-4,7%	5,5%	48,3%
Novartis	CHF	-1,9%	2,5%	17,4%	17,7%	29,1%	51,8%
Novo Nordisk	DKK	17,2%	14,7%	29,5%	62,8%	223,1%	343,9%
L'Oreal	EUR	-4,1%	1,7%	9,7%	19,9%	52,5%	110,3%
LVMH	EUR	-7,8%	-3,9%	-0,1%	22,6%	107,5%	178,5%
Astrazeneca	GBP	-4,1%	-8,0%	-1,4%	2,3%	37,3%	110,1%
SAP	EUR	3,9%	5,7%	21,9%	54,2%	-1,5%	36,5%
Sanofi	EUR	1,6%	4,0%	15,1%	24,5%	30,2%	61,9%
MSCI EM Asia	Waluta	Sierpień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-2,8%	-1,2%	8,5%	11,1%	36,6%	143,0%
Tencent Holding	HKD	-8,3%	4,6%	-4,7%	5,3%	-32,6%	5,8%
Alibaba	USD	-9,1%	16,8%	5,8%	-2,6%	-67,6%	-46,9%
Samsung Electronics	KRW	-4,2%	-5,8%	11,6%	14,8%	34,8%	59,5%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 sierpnia 2023 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM – rynki rozwinięte, JPM EMCI – indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG – rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny, * subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

Ważne informacje

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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