

Jacek Maleszewski, CFA, Dyrektor Zespołu Doradztwa, iWealth  
Grzegorz Chłopek, CFA, Dyrektor Zarządzający, iWealth



### Komentarz rynkowy

Obecnie rynki mierzą się z następującymi wyzwaniami, które w 3. kwartale coraz silniej niepokoją inwestorów:

● **Chińska niepewność** - do problemów firm technologicznych/edukacyjnych w ostatnim kwartale doszło dalsze zaostrzenie regulacji przez rząd komunistyczny (zakaz kopania kryptowalut i obrotu nimi na terytorium kraju). Do tego zapowiedziano również, że Chiny nie będą udzielać finansowania zagranicznym kopalniom węgla. Wzrosły obawy o rynek nieruchomości i zadłużenie tego sektora w bankach. Wszyscy zastanawiają się czy potencjalne bankructwo dewelopera Evergrande spowoduje efekt domina w sektorze i odbije się na całej gospodarce. Spółka ta choć ma tylko 3% udziału w krajowym rynku nieruchomości posiada „zaledwie” 305 miliardów USD długów! Chiński rynek nieruchomości odpowiada obecnie za 31% krajowego PKB. Taki poziom miała Hiszpania przed kryzysem w 2007 roku. Nie dziwi więc chyba fakt, że tak rozpędzony sektor ma już 20% pustostanów – nie dziwi, ale martwić powinien na pewno. Do tego wzrost cen surowców energetycznych i braki w zaopatrzeniu, np. w węgiel, doprowadzają do wyłączeń prądu i przerw w produkcji co grozi mocnym spowolnieniem gospodarczym na całym świecie po zerwaniu sprawnych do 2019 roku łańcuchów dostaw różnych towarów i komponentów. Te problemy już przekładają się na słabsze zachowanie się gospodarki chińskiej – PKB za 3 kw. rozczarował, bo wzrósł w ujęciu realnym „tylko” o 4,9% w porównaniu do analogicznego okresu w roku 2020. Rynek oczekiwał wzrostu na poziomie 5,2% a wg trendu sprzed pandemii powinien wynieść co najmniej 5,6%.

**Kryzys energetyczny** – ceny różnych surowców związanych z wytwarzaniem energii urosły w tym roku astronomicznie:

	I-III kw. 2021	III kw. 2021
certyfikaty na emisję CO2	+89%	+10%
ropa naftowa	+51%	+5%
węgiel	+218%	+101%
gaz naturalny	+131%	+61%

Zawirowanie z cenami tych surowców są tak duże, że należy również opisać ich zachowanie na początku października – ropa dalej drożeje, ale ceny kontraktów na pozostałe towary są już niższe, ale nadal bardzo wysokie co nieuchronnie prowadzi to do ....

● **Obawy o trwałość inflacji i reakcję banków centralnych** – inflacja szaleje na całym świecie. W Polsce mamy już wzrost roczny na poziomie 5,9%, w USA 5,4% a w strefie euro 3,4%. Na razie retoryka banków centralnych jest dosyć jednolita – inflacja, pomimo że jest wysoka nie jest w ich ocenie wywołana czynnikami popytowymi (co wymagałoby podniesienia stóp procentowych by schłodzić popyt, czyli gospodarkę) a szokami podaźowymi (wysokie ceny energii, zerwane łańcuchy dostaw) na co FED, ECB, ale i RPP nie mają już wpływu. Nie zmienia to faktu, że rentowności obligacji zaczęły rosnać dyskontując ewentualne podniesienie stóp. Zmiany rentowności i stopy zwrotu z indeksów obligacji skarbowych w 3. kwartale przedstawiają się następująco (rosnące rentowności oznaczają spadek cen obligacji):

	zmiana rentowności obligacji 10-letnich	zmiana indeksu obligacji skarbowych
Polska	+0,54 p.p.	-0,8%
USA	+0,02 p.p.	0,0%
Euro	+0,03 p.p.	0,0%
Wielka Brytania	+0,31 p.p.	-2,0%

Reakcja polskich obligacji jest dużo wyraźniejsza, gdyż banki centralne w regionie już zdecydowały się podnieść stopy (Węgry i Czechy). Dodatkowo oliwy do ognia dodała decyzja RPP z 6 października, która niespodziewanie podniosła stopę o 0,4 p.p.. Decyzja ta jest odbierana jako kompletna porażka komunikacyjna NBP. Rynek obligacji i stopy procentowej wpisując zatem w swoje scenariusz dodatkowe ryzyko nieprzewidywalności decyzji RPP zupełnie spanikował i nadal sprzedaje obligacje skarbowe. Od końca kwartału rentowność 10-letnich obligacji skarbowych urosła o dodatkowe 42 p.b. do poziomu 2,59% a indeks obligacji spadł w tym okresie o 2,55% (od początku roku rentowność „10-latek” urosła o 136 p.b. a spadek indeksu TBSP wynosi już -4,88%).

# iWealth

Dla porównania rentowności obligacji amerykańskich i euro (również dziesięcioletnie) od końca września urosły odpowiednio o 9 p.b. i 1 p.b.

Wysokie odczyty inflacji w lipcu, sierpniu i wrześniu skłoniły nas do rewizji prognoz inflacyjnych względem ostatniego kwartału. Nie zmieniają się jednak główne konkluzje – szczyt inflacji powinien być w grudniu b.r. a od stycznia inflacja powinna mocno spadać choć już nie do poziomu 2,5% (cel inflacyjny RPP) ale do 3,6%.



źródło: obliczenia własne

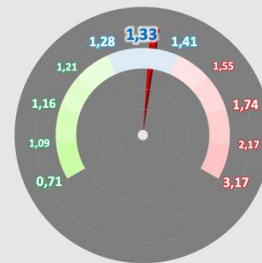
Obecna reakcja rynku obligacji jest naszym zdaniem przesadzona, gdyż rynek wycenia obecnie docelowy poziom stóp procentowych za 12 miesięcy na poziomie 2,25%, czyli spodziewa się, że RPP podniesie jeszcze stopy o 1,75 p.p. Naszym zdaniem przy spadającej inflacji w przyszłym roku ogólna presja na RPP spadnie i ostatecznie stopy wrócą do poziomów sprzed pandemii, czyli do 1,5% (RPP podniesie stopy o 1 p.p.).

● **Wysokie wyceny akcji oraz obawy o wzrost zysków firm** – to co sygnalizujemy niezmiennie od wielu miesięcy, to bardzo wysokie wyceny akcji (szczególnie w USA) oraz możliwość spowolnienia gospodarczego z wysoką inflacją (czyli stagflacją) powodują, że rynki akcji stają się coraz bardziej nerwowe. Inwestowanie na takim rynku nie jest już poparte żadnymi fundamentami i jest czystą spekulacją. W zasadzie nie przeszkodziło to jednak we wzrostach cena akcji w 3 kw. br. Nie były one już jednak tak spektakularne jak w poprzednim kwartale. Zdecydowały o tym spadki we wrześniu. Stopy zwrotu od początku roku pozostają jednak wysokie i tylko indeks rynków wschodzących jest na

[zmiana w okresie]	2020	2021	2021 kw 3	
<b>[USA]</b>				
S&P 500	+18,4%	+15,9%	+0,6%	
Nasdaq 100	+48,9%	+14,6%	+1,1%	
S&P 500 pure growth	+28,6%	+18,3%	+4,6%	
S&P 500 pure value	-11,4%	+23,2%	-1,8%	
Russell 2000	+19,8%	+12,2%	-4,4%	
<b>[świat]</b>				
MSCI World	+16,5%	+13,4%	+0,1%	
FTSE 100	-11,5%	+13,1%	+2,0%	
MSCI EMU	-0,4%	+16,3%	+0,5%	
Topix	+7,4%	+14,7%	+5,3%	
MSCI Emerging Markets	+18,7%	-1,0%	-8,0%	
<b>[Polska]</b>				
WIG	-1,4%	+23,3%	+6,5%	
WIG 20	-7,2%	+19,0%	+6,1%	
MWIG 40	+3,6%	+35,2%	+9,4%	
SWIG 80	+37,0%	+34,8%	+3,7%	
<b>[poziom na koniec okresu]</b>				
	2019	2020	2021 kw 2	2021 kw 3
<b>[indeks "strachu" - zmienności S&amp;P 500]</b>				
VIX	+13,8%	+22,8%	+15,8%	+23,1%

minusie od początku roku przyczyną czego jest bardzo słaby rynek chiński. W 3. kwartale akcje na warszawskim parkiecie zachowały się bardzo dobrze na tle świata, gdyż mocno cierpiały w latach poprzednich i nie były tak wysoko wyceniane. Teraz z dużym opóźnieniem nadrabiają ten dystans w czym główną zasługę mają rosnące ceny akcji banków.

Wycena polskich akcji na koniec września daje perspektywę wzrostu długoterminowego (w okresie kolejnych 5 lat) na poziomie 4,6% średnio co roku. Porównując to do rentowności obligacji skarbowych oczekiwana premia za ryzyko inwestycji w polskie akcje wynosiła na koniec września +3,1% rocznie. Obecnie (18/10/2021) szacowane zyski z inwestycji w akcje polskie spadły już do 3,4% rocznie a premia z ryzyko do zaledwie 1,1% !! Zalecamy ostrożność przy inwestowaniu w akcje.



	Polska	WIG
perspektywa 5 lat :	+4,6%	rocznie
premia za ryzyko :	+3,1%	do obligacji

● **Rynek metali szlachetnych** – złoto nie cieszyło się dużym zainteresowaniem w ostatnim kwartale. Jego cena ostatecznie spadła o około 0,8% i wahanie nie były zbyt duże w tym okresie. Cena poruszała się w kanale +/- 5% od obecnego poziomu. Złoto jest jednak nadal bardzo tanie w stosunku do akcji amerykańskich.

[zmiana w okresie]	2020	2021	2021 kw 3	
<b>[towary]</b>				
złoto	+25,1%	-7,5%	-0,8%	
srebro	+47,8%	-16,0%	-15,2%	
miedź	+25,8%	+16,2%	-4,7%	
ruda żelaza	+74,6%	-27,3%	-35,8%	
ropa	-21,5%	+51,2%	+4,9%	
gaz ziemny	+16,0%	+131,1%	+60,7%	
węgiel	+27,2%	+218,0%	+101,2%	
<b>[waluty]</b>				
DXY	-6,7%	+4,8%	+1,9%	
EURPLN	+7,1%	+1,2%	+2,0%	
USDPLN	-1,7%	+6,7%	+4,4%	
PLN do 5 walut	-3,4%	-2,6%	-3,1%	
<b>[poziom na koniec okresu]</b>				
	2019	2020	2021 kw 2	2021 kw 3
<b>[obligacje]</b>				
wibor3m PL	+1,71%	+0,21%	+0,21%	+0,23%
obligacje 2 lata PL	+1,49%	+0,01%	+0,06%	+0,73%
obligacje 10 lat PL	+2,11%	+1,23%	+1,63%	+2,17%
obligacje 10 lat US	+1,92%	+0,92%	+1,47%	+1,49%
obligacje 10 lat FR	+0,12%	-0,34%	+0,13%	+0,16%

## Wycena rynków akcji na 30 września 2021

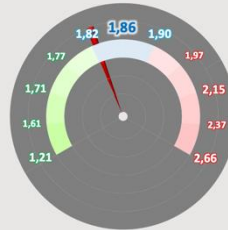
Zmieniamy nieco sposób prezentacji wyceny rynków akcji. Pokazujemy je w sposób dużo łatwiejszy do interpretacji wskazując jaki rynek mają potencjał zwrotu rocznego średnio przez następne 5 lat. Dodatkowo pokazujemy dla jednolitych rynków z jedną walutą premię za ryzyko inwestycji w akcje, porównując szacowany potencjał akcji z rentownością obligacji 5-letnią dla danego rynku. Strzałka wskaźnika pokazuje jak wycena danego rynku przedstawia się w relacji historii jego wycen mierzonej od końca 2001 roku (bliisko 20 lat) za pomocą wskaźnika cena/wartość księgową (P/BV).

Rynkami z największym potencjałem wzrostu są rynki brytyjski i japoński. Na koniec kwartału tylko cztery rynki miały premię za ryzyko inwestycji w akcje powyżej 3% (rynek polski jak wcześniej pisaliśmy nie jest już w tej grupie).

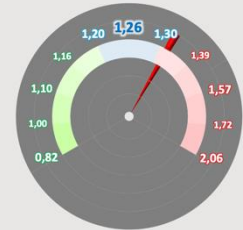
Najdroższym rynkiem zarówno historycznie jak i pod względem perspektywy zostaje rynek amerykański – inwestycja w akcje indeksu S&P 500 może okazać się dużo gorsza od prostych instrumentów z ograniczonym ryzykiem jakimi są obligacje skarbowe. Różnica stóp zwrotu może sięgnąć nawet 4% rocznie w okresie 5 lat.

Widać, że rynki obecnie mają duży problem z uzasadnieniem dalszych wzrostów cen, dla których paliwem jest obecnie wyłącznie ultra-luźna polityka banków centralnych – skupy aktywów, drukowanie pieniądza i niskie stopy procentowe.

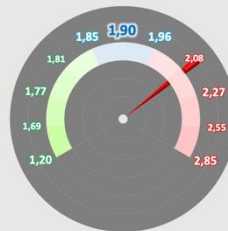
Coraz więcej inwestorów obawia się, że stagflacja spowoduje jednak reakcję banków centralnych w postaci podniesienia stóp procentowych a to zwiększa ryzyko istotnej przeceny cen akcji.



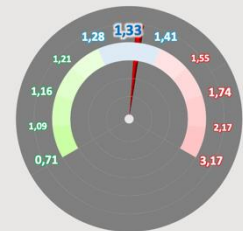
**Wielka Brytania FTSE 100**  
perspektywa 5 lat : **+5,9%** rocznie  
premia za ryzyko : **+5,2%** do obligacji



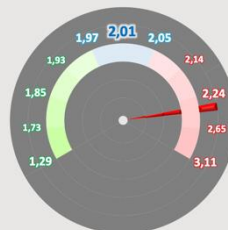
**Japonia Topix**  
perspektywa 5 lat : **+5,6%** rocznie  
premia za ryzyko : **+5,7%** do obligacji



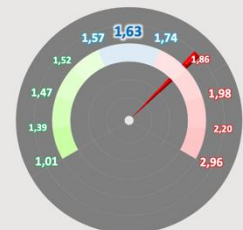
**Kanada TSX**  
perspektywa 5 lat : **+4,7%** rocznie  
premia za ryzyko : **+3,6%** do obligacji



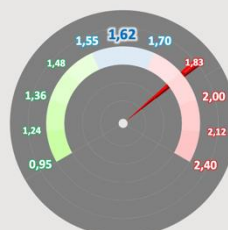
**Polska WIG**  
perspektywa 5 lat : **+4,6%** rocznie  
premia za ryzyko : **+3,1%** do obligacji



**Australia ASX 300**  
perspektywa 5 lat : **+3,2%** rocznie  
premia za ryzyko : **+2,4%** do obligacji



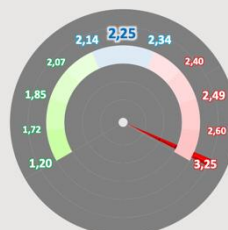
**kraje rozwijające się MSCI Emer Mar**  
perspektywa 5 lat : **+2,4%** rocznie



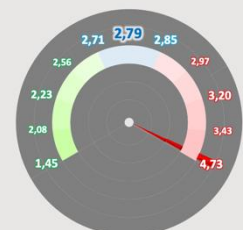
**strefa EUR MSCI EMU**  
perspektywa 5 lat : **+2,3%** rocznie  
premia za ryzyko : **+2,8%** do obligacji



**Szwajcaria SMI**  
perspektywa 5 lat : **+1,7%** rocznie  
premia za ryzyko : **+2,2%** do obligacji



**kraje rozwinięte MSCI World**  
perspektywa 5 lat : **-0,6%** rocznie  
premia za ryzyko : **-4,0%** do obligacji



**USA S&P 500**  
perspektywa 5 lat : **-3,1%** rocznie  
premia za ryzyko : **-4,0%** do obligacji



# iWealth

## Nasze główne oczekiwania i tezy inwestycyjne

W mocy pozostają **tezy strategiczne iWealth** (długoterminowe):

- (1) Niskie stopy procentowe i interwencje rynkowe pozostaną z nami na dłużej, co ostatecznie może spowodować wysoką inflację.
- (2) W Polsce stopy procentowe pozostaną poniżej inflacji.
- (3) Rozpoczęliśmy nowy cykl gospodarczy, ale wyceny akcji już są bardzo wysokie.
- (4) Zwiększona zmienność będzie nam towarzyszyć w całym 2021 roku.
- (5) Preferujemy rynki i sektory rozsądnie wyceniane.
- (6) Złoto i srebro stanowią dobre zabezpieczenie antyinflacyjne portfela.

Długoterminowo nadal **wolimy poszukiwać rynków poza USA, które są rozsądniej wyceniane, jak chociażby Wielka Brytania i Japonia**. Na koniec kwartału relatywnie ciekawa była też Kanada i Polska.

Przedstawiamy również **tezy taktyczne iWealth** na IV kwartał br.:

- (1) **FED w najbliższym kwartale nie rozpocznie zacieśniania polityki pieniężnej (tapering i podwyżki stóp). Będzie wykorzystywał inne narzędzia, próbując przeczezać inflację.**

Zakładamy, że FED wykorzysta rozpoczętą we wrześniu korektę, jeśli się ona jeszcze pogłębi, aby odsunąć rozpoczęcie zmniejszania skupu aktywów (tapering) na początek przyszłego roku. O podwyżkach stóp w tym kwartale nie ma mowy. Na razie wystarczające są interwencje słowne, czyli przybliżanie perspektywy podwyżek stóp.

- (2) **Nieprzewidywalność inflacji pozostaje największym czynnikiem ryzyka dla rynku akcji.**

Roboczo zakładamy, że inflacja może spaść z obecnych poziomów w pierwszej połowie 2022 roku ze względu na najniższe od lat przyszłe intencje zakupowe konsumentów w USA, oraz efekty wysokiej bazy z początku tego roku. Z drugiej strony jednak bardzo silne wzrosty cen nośników energii z ostatnich tygodni powodują, że naszym zdaniem przewidzenie faktycznego przyszłego poziomu inflacji jest obecnie bardzo trudne. Jeśli okaże się, że inflacja jednak nie jest przejściowa i zaskoczy również w kolejnym roku, FED będzie musiał chociaż częściowo nadrobić zaległości w stopach procentowych, a dziś nikt nie bierze tego pod uwagę. Rosnąca inflacja od zawsze jest największym zagrożeniem dla hossy na akcjach.

- (3) **Amerykańskie akcje są drogie, ale dopóki FED skupuje obligacje sztucznie zaniżając ich rentowność i zawyżając ceny – mogą dalej rosnać, ponieważ inwestorzy nie widzą atrakcyjnej alternatywy dla akcji.**

Znaleźliśmy się w punkcie, gdzie wyceny amerykańskich akcji osiągają rekordowe poziomy. Jednak 10-cio letnie amerykańskie obligacje osiągają rentowność 1,5%, co przy 5,5% inflacji oznacza realną stratę 4% rocznie. Inwestorzy wciąż wybierają więc akcje i dopóki strumień pieniądza płynie w tym kierunku, wzrosty mogą się utrzymywać. Trzeba jednak brać pod uwagę, że obecnie amerykańscy inwestorzy wg badania AAll mają już w portfelach średnio ponad 71% akcji (pozostała część to obligacje i gotówka). Tak duży udział akcji od początku tego badania, czyli w ciągu ostatnich 34 lat mieli tylko przez 6% czasu, czyli 2 lata w trakcie bańki internetowej. Tutaj należy przypomnieć o rosnącej inflacji, która może powodować, że FED nie będzie miał już tak dużej swobody jak do tej pory przy dalszym dodruku pieniądza i ratowaniu giełdy za wszelką cenę.

- (4) **Po silnych wzrostach wyczerpuje się siła relatywna polskich małych i średnich spółek w stosunku do całego rynku, chociaż wyceny są dalej atrakcyjne względem Emerging Markets.**

Na polskiej giełdzie siła relatywna mniejszych i średnich spółek w stosunku do spółek z WIG20 po ponad 3 latach wzrostów zaczyna powoli słabnąć. Jednak wciąż preferujemy spółki mniejsze i średnie, a unikamy państwowych gigantów. Silnymi argumentami za polską giełdą są, atrakcyjne wyceny nawet względem przecenionych ostatnio innych rynków wschodzących i coraz większe napływy ze strony inwestorów indywidualnych.

- (5) **5. Złoto i srebro są relatywnie jednymi z najtańszych aktywów i jednymi z niewielu, które zachowują realną wartość przy 5% inflacji.**

Dużo uwagi poświęcamy również będącym od roku w korekcie spadkowej metalom szlachetnym, których ceny kompletnie nie odzwierciedlają rosnącej inflacji i rekordowego w ostatnim czasie popytu na ich fizyczną postać, zarówno ze strony banków centralnych jak i inwestorów indywidualnych. Cena złota nie nadąza w ostatnim czasie za podażą pieniądza M2, z którą była zawsze silnie skorelowana. Oba metale są bardzo tanie zarówno w historycznym porównaniu do cen akcji amerykańskich, czy indeksów cen surowców. Jeśli wziąć pod uwagę realne stopy procentowe na poziomie -4%, również w stosunku do większości obligacji na świecie w długim terminie złoto i srebro będą zdolne lepiej przechowywać wartość, jeśli ta sytuacja się utrzyma.

# iWealth

## Wyniki podstawowych strategii iWealth

Obecnie iWealth w ramach nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego oferuje między innymi:

- 5 portfeli bazowych, w tym portfel dedykowany instytucjom;
- 2 portfele w walutach;
- 9 portfeli dla rozwiązań emerytalnych opartych na Indywidualnych Kontach Zabezpieczenia Emerytalnego i/lub Indywidualnych Kontach Emerytalnych.

strategia bazowa w PLN	start	od startu	2020	2021	2020	2021	2021	2021
	rekomendacji	rekomendacji						
iWealth Dynamiczny	31.01.2019	28,4%	7,0%	5,6%	6,4%	1,4%	5,2%	-1,0%
iWealth Zrównoważony	31.01.2019	31,4%	6,5%	4,9%	4,6%	0,8%	3,5%	0,5%
iWealth Stabilny	31.01.2019	7,2%	5,1%	-1,9%	1,8%	-1,8%	0,7%	-0,8%
iWealth Ostrożny	31.01.2019	5,8%	2,9%	-0,8%	1,0%	0,3%	-0,6%	-0,6%
iWealth Płynnościowy dla Instytucji	31.01.2019	4,4%	2,2%	-0,2%	1,0%	0,5%	-0,5%	-0,3%

źródło: dane na koniec września 2021, obliczenia iWealth

Pełne składy portfeli dostępne są dla osób/podmiotów, które dokonały rejestracji na stronie **iWealth.pl** oraz po wypełnieniu ankiety w celu wyznaczeniu profilu inwestycyjnego. **Rejestracja jest bezpłatna** 😊 i nie wymaga żadnych wpłat do funduszy. Poza uzyskaniem dostępu do rekomendowanych portfeli adekwatnych do wyznaczonego profilu inwestycyjnego, w systemie można wykonać własne symulacje. Rejestrując się do systemu iWealth zostaną Państwo poproszeni o podanie **kodu Wealth Managera** – można go uzyskać kontaktując się bezpośrednio z preferowaną osobą z Zespołu iWealth Management (dane kontaktowe: <https://iwealth.pl/zespol/>).

Wszystkich chętnych do rejestracji zapraszamy do kontaktu pod adresem: [kontakt@iwealth.pl](mailto:kontakt@iwealth.pl) lub z naszym Wealth managerem.

Jeśli masz pytania zapraszamy do kontaktu. Dane kontaktowe dostępne pod linkami:

- ✓ Jacek Maleszewski: <https://iwealth.pl/zespol/jacek-maleszewski/>
- ✓ Grzegorz Chłopek: <https://iwealth.pl/zespol/grzegorz-chlopek/>

*Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej [iwealth.pl](https://iwealth.pl), w serwisie transakcyjnym iWealth Online lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi.*