



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

WOLNIEJSZY BIEG

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - luty 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

Damian Marciniak

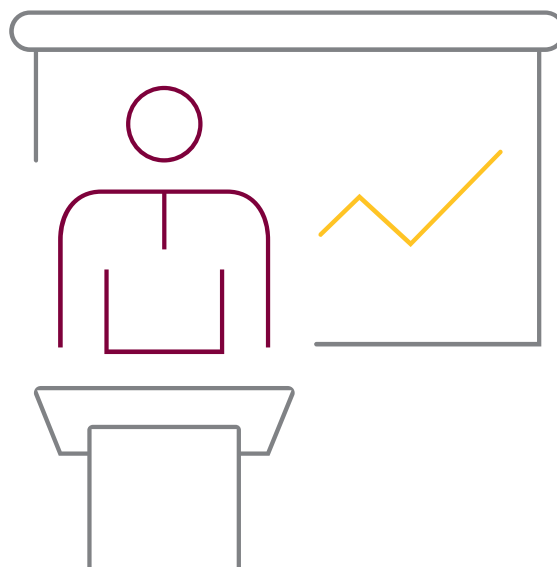
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

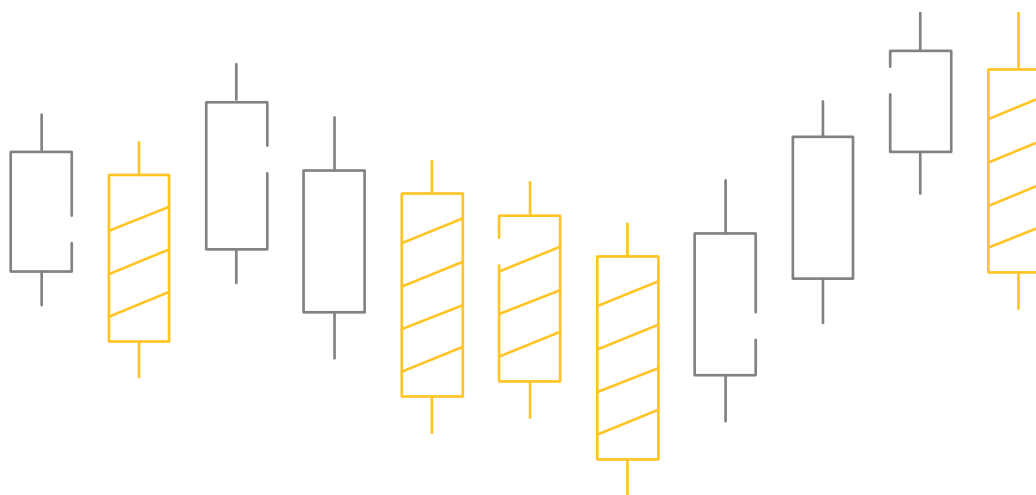
Makler Papierów Wartościowych



10 lutego 2023 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska	8
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne	12
Surowce	13
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	16
Ważne informacje	18



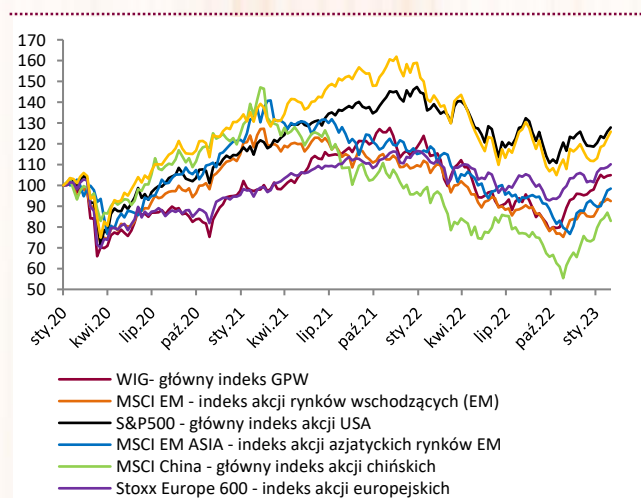
Wstęp

- Styczeń przyniósł w większości segmentów rynku finansowego spore wzrosty. Globalny indeks akcji MSCI All Country zyskał 7,1%*, krajowy WIG 6,7%, a indeks rynków wschodzących MSCI EM aż 7,9%. Zyskiwały także obligacje: indeks polskich obligacji skarbowych wzrósł o 3,8%.
- Głównych powodów świeżego przyływu optymizmu inwestorów upatrujemy w systematycznym spadku cen surowców energetycznych, zwłaszcza gazu w Europie, co oznacza oddalenie ryzyka niekontrolowanych przestojów produkcyjnych. Swoje robi też wzrost aktywności w Chinach po porzuceniu przez tamtejsze władze polityki „zero-COVID” oraz systematyczny spadek głównych miar inflacji w USA (CPI do 6,5% r/r za grudzień vs. maksimum +9,1% w sierpniu ub. r.), przy jak na razie, bardzo dobrej kondycji amerykańskiej gospodarki.
- W Polsce być może roczna dynamika inflacji konsumenckiej jeszcze podskoczy w odczytach za styczeń i luty, ale od marca także powinna wejść w trend spadkowy. Pod znakiem zapytania pozostaje jedynie do jak niskiego poziomu przy obecnej głównej stopie procentowej NBP (6,75%) będzie w stanie zejść.
- W przypadku polskich obligacji zmienno-kuponowych obniżamy skalę nastawienia ze zdecydowanie (+2) do umiarkowanie pozytywnego (+1). Cały czas natomiast bardzo pozytywnie oceniamy rynek krajowych obligacji korporacyjnych, ale tylko emitentów o wysokim standingu finansowym (IG).
- Rosnąca atrakcyjność zagranicznego długu korporacyjnego IG wyrażona rentownościami tychże obligacji oraz dodatkowymi zyskami z potencjalnego zabezpieczenia walutowego sprzyja podwyższeniu nastawienia dla tej klasy aktywów.
- Ropa naftowa zmagać się będzie z niewystarczającą podażą bieżącą i niskimi zapasami. Rynek w najbliższym czasie będzie próbował wycenić wpływ na popyt surowcowy

spowolnienia w globalnej gospodarce i otwarcia pocovidowego Chin, co będzie szczególnie istotne dla cen metali. **Złoto powinno korzystać na słabszym dolarze, powinien utrzymać się silny popyt na fizyczny metal.**

- Polski rynek akcji jest jednym z najsilniejszych na świecie w ostatnich miesiącach, a momentum gospodarcze nie jest adekwatnie sprzyjające. Wzrasta więc ryzyko technicznego średnioterminowego przesilenia i realizacji zysków na krajowych akcjach. **W związku z tym obniżamy nasze nastawienie dla akcji polskich z umiarkowanie negatywnego (-1) do silnie negatywnego (-2).**
- W odniesieniu do rynków rozwiniętych oprócz rewizji w dół prognoz wyników finansowych, słabo atrakcyjnych wycen (P/E dla MSCI World 17,9x) oraz nieoczywistego wpływu zmian stóp procentowych na sentyment rynkowy, **podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne.**
- W obszarze rynków wschodzących ogółem **utrzymujemy neutralne nastawienie z pozytywnym wychyleniem w stronę Ameryki Łacińskiej.**

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- **Poprawa wskaźników koniunktury w gospodarkach rozwiniętych**
- **Dane wyższej częstotliwości sygnalizują ożywienie konsumentów w Chinach**
- **Polska również ma niższą inflację, ale jej szczyt jeszcze przed nami**

Ub. rok był wymagający dla przedsiębiorców pod kątem planowania. Do rozchwianego pandemią, inflacją i załóżkiem kryzysu energetycznego krajobrazu gospodarczej globalnej rzeczywistości dodany został nowy szok w postaci wojny w Ukrainie. Ogromna niepewność związana z nadzwyczajnymi na przestrzeni ostatnich dekad wydarzeniami przejawiała się m.in. w różnego rodzaju badaniach i wskaźnikach koniunktury, które dawały zaburzony, per saldo raczej skrzywiony w kierunku negatywnym, obraz rzeczywistości.

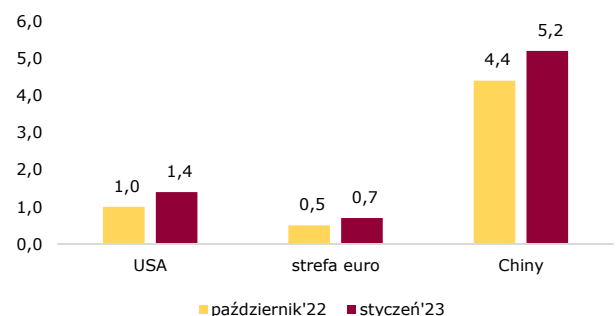
Wskaźniki PMI od S&P Global, oparte o badanie menadżerów logistyki w firmach z sektora usług i przemysłu, dla gospodarki USA sugerowały, że w II połowie 2022 powinniśmy obserwować wyraźną dekoniunkturę w Stanach. Ożywienie w konsumpcji i inwestycjach w tym czasie uległo, co prawda schłodzeniu, ale PKB w tym czasie rósł wyraźnie zarówno w ujęciu k/k jak i r/r. O recesji raczej trudno mówić. Podobne wnioski płyną z danych z rynku pracy, który hamował, ale w umiarkowanym stopniu, przy stopie bezrobocia utrzymującej się blisko historycznych minimów. **W 2023 amerykańska gospodarka wchodzi przy cofającej się inflacji, podnoszących się wskaźnikach koniunktury i z wciąż mocnym rynkiem pracy.**

W przypadku strefy euro również można podawać podobne przykłady. Jeden z bardziej wiarygodnych wskaźników stanu koniunktury gospodarki niemieckiej, indeks Ifo, m.in. na fali obaw przed totalną przebudową polityki energetycznej państwa, zanurkował do poziomów ostatni raz widzianych w kryzysie finansowym i pandemii, kiedy to dochodziło do silnej

recesji. W IV kwartale ub. roku gospodarka niemiecka była w fazie znacznego spowolnienia. Nie można jednak mówić o zapaści koniunktury na miarę wyżej wymienionych okresów. W odpowiedzi od IV kwartału 2022 r. indeks Ifo znacząco odbija, niejako dostosowując się do lepszych od oczekiwań biznesu realiów gospodarczych.

Brak materializacji negatywnych scenariuszy makroekonomicznych w gospodarkach rozwiniętych przyniósł również odbicie w styczniowych wskaźnikach PMI od S&P Global dla wszystkich głównych gospodarek. PMI Composite dla strefy euro i Chin znalazły się powyżej 50 (sygnalizując lekką poprawę koniunktury względem grudnia), a dla USA przybliżył się do tego poziomu. **Nieco lepsze perspektywy na razie jednak jedynie oddalają widmo recesji w głównych gospodarkach rozwiniętych. Wyraźna poprawa koniunktury w 2023 r. względem 2022 r. w strefie euro czy też USA jest mało prawdopodobna, przy mniejszych co do skali, ale jednak aktualnych problemach z wysoką inflacją, kryzysem sektora energetycznego, czy też wysokim kosztem pieniądza.** Mając na uwadze powyższe Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) w umiarkowanym stopniu podwyższył prognozy wzrostu PKB w 2023 r. dla USA i strefy, odpowiednio do 1,4% (+0,4 p.p.) oraz do 0,7% (+0,2 p.p.)

Porównanie ostatnich prognoz MFW dynamiki PKB (% r/r) w 2023 r. Prognoza z października'22 vs prognoza ze stycznia'23



źródło: MFW, opracowanie własne

Przypadek Państwa Środka jest odrębny w tym gronie. Tu koniunktura w ub. roku była zdecydowanie gorsza od oczekiwań, ale w dużym stopniu ze względu na walkę z pandemią. Koniec 2022 r. przyniósł jednak decyzję o „otwarciu” Chin i rezygnacji z większości restrykcyjnych polityk epidemicznych. Dane wysokiej częstotliwości z początku roku, w tym z okresu tygodnia świąt chińskiego Nowego Roku, wskazują na wyraźny wzrost aktywności konsumentów w relacji do 2022. Przychody w turystyce (za Bloomberg) wzrosły w tym czasie o 30% r/r, choć do tych obserwowanych w 2019 r. (tj. przed pandemią) jeszcze sporo brakuje (ok. 27%). M.in. powyższe obserwacje wpisują się w założenie, że ożywienie konsumpcji będzie napędzać tegoroczne przyspieszenie chińskiej gospodarki. Wzrost PKB w 2023 r. powinien wynieść powyżej 5% (konsensus Bloomberga to 5,1%, a styczniowa prognoza MFW to 5,2%), wobec 3% w 2022 r.

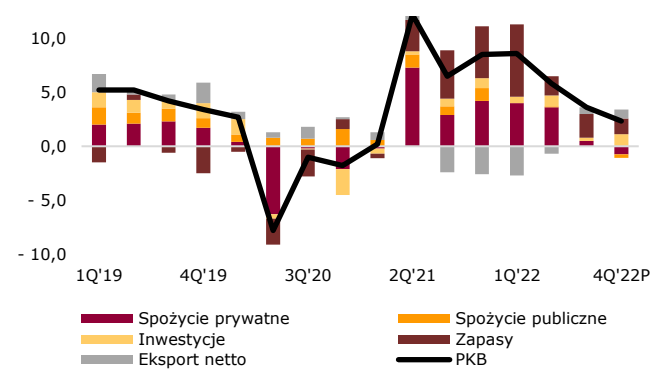
Polska gospodarka w 2023 wchodzi przy wyraźnym hamowaniu koniunktury, obserwowanym zwłaszcza w obszarze konsumpcji gospodarstw domowych. Wg wstępnych danych GUS PKB w całym 2022 r. rósł o 4,9% r/r, ale w IV kw. 2022 szacujemy (DAM Alior), że wzrost wyniósł już tylko 2,3% r/r. Na dodatek spożycie prywatne spadało o ok. 1,5% r/r. Nie licząc okresu pandemii w 2020, to najniższa kwartalna dynamika konsumpcji od wejścia Polski do UE.

W wydatkach gospodarstw domowych coraz wyraźniej zaznacza się negatywny wpływ wysokich cen. Dynamika wynagrodzeń, pomimo tego, że w ujęciu nominalnym w ub. roku była dwucyfrowa (w GN płace rosły o przeszło 12% r/r), to w ujęciu realnym, a więc po skorygowaniu o inflację (14,4% r/r), już spadała. **Naszym zdaniem ta tendencja ma szansę się odwrócić dopiero w drugiej połowie br.** W pierwszej połowie br. jeszcze będziemy obserwowali jej wyraźny negatywny wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych. Oczywiście nie bez znaczenia jest również hamująca akcja kredytowa. Wartość kredytów gospodarstw domowych w grudniu ub. roku była niższa o blisko 5% r/r, a samych kredytów konsumpcyjnych o niemal 3% r/r.

Lekko pozytywne zaskoczenia obserwujemy natomiast po stronie podażowej gospodarki. W IV kw. 2022 całkiem solidnie rosły inwestycje. Szacujemy, że w tempie nieco powyżej 5% r/r. W danych wyższej częstotliwości widać też, że sektor przemysłowy radzi sobie nieco lepiej od oczekiwań, szczególnie w branżach eksportowych. Wskaźnik PMI przemysłu w styczniu kontynuował odbicie obserwowane od połowy ub. roku, sygnalizując, że sektor przetwórstwa przemysłowego od kilku miesięcy koryguje swoją negatywną ocenę perspektyw koniunktury w górę. Wskaźnik optymizmu wśród ankietowanych był w styczniu'23 najwyższy od maja'22.

Rada Polityki Pieniężnej zatrzymała podwyżki stóp procentowych we wrześniu ub. roku. Zmiany w otoczeniu makroekonomicznym mające miejsce od tego czasu, zarówno w ujęciu globalnym jak i krajowym, będą naszym zdaniem skłaniać członków RPP do podtrzymania tej decyzji w nadchodzących miesiącach. Inflacja konsumencka powinna się obniżyć na przestrzeni roku, począwszy od II kw. 2023, ale do III kw. 2023 będzie jeszcze prawdopodobnie dwucyfrowa, co zapewne uniemożliwi wsparcie słabnącej koniunktury redukcją stóp procentowych. (js)

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



źródło: GUS, opracowanie własne, P – prognoza DAM Alior

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- Stopy procentowe w US i w strefie euro wg. wycen instrumentów rynkowych są bliskie szczytu
- W przeszłości głównym cyklem obniżek stóp procentowych towarzyszyły spadki cen akcji
- Poprawa wskaźników koniunktury w gospodarce oraz konsumentów może przyhamować proces rewidowania w dół prognoz wyników finansowych

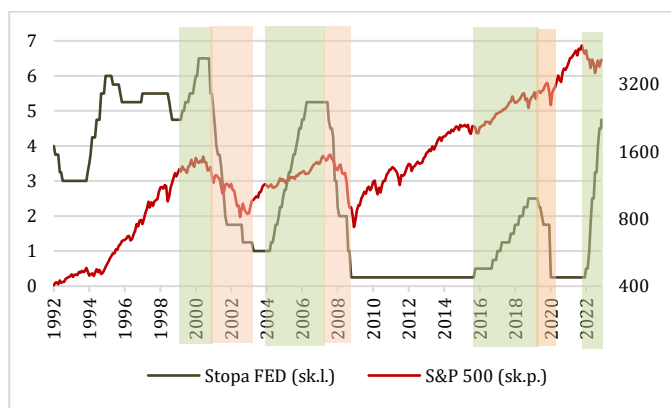
Pierwszy miesiąc 2023 r. powielił sezonową narrację o tzw. efekcie stycznia i przyniósł ok. 7% zwyżkę indeksu cen akcji rynków rozwiniętych MSCI World. Oczekiwane wcześniej, a potwierdzone ostatnimi decyzjami FED i ECB podwyżki stóp procentowych w US i w strefie euro zostały pozytywnie przyjęte przez rynek. Przede wszystkim wykazywana przez członków tych instytucji **determinacja w walce z inflacją spotyka się z faktycznym osłabieniem wskaźników cen konsumpcyjnych, który w USA od ubiegłorocznego szczytu 9,1% jest już o ponad 2,5 pp niższy, natomiast w strefie euro od ubiegłorocznego rekordu 10,6% spadł o ponad 2 pp.** Dodając do tego czynniki mniej zależne od banków centralnych, ale również osłabiające presję inflacyjną, jak spadki cen ropy i paliw, wyhamowanie wzrostów cen żywności oraz zmniejszenie presji na wzrost płac, rosną szansę na trwałe poskromienie dynamicznego wzrostu cen, a więc też i zaprzestanie dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej.

Według notowań instrumentów pochodnych na stopę procentową inwestorzy wyceniają docelową stopę FED na ok. 5% co pozostawia przestrzeń na ok. 25 pb (obecna stopa FED to 4,75%). Podobna przestrzeń pozostaje według wycen instrumentów pochodnych dla **stóp w strefie euro.** To oznaczałoby, że cykl podwyżek zbliża się do końca i bliżej końca roku możliwe byłoby rozpoczęcie luzowania polityki pieniężnej. Jednocześnie lepsze nastroje mogły wspierać na globalnych rynkach

lekkie rewizję w górę prognoz PKB, zwłaszcza dotyczące I półrocza.

Ale też wpływ oczekiwanego zwrotu w polityce pieniężnej nie jest tak oczywisty jak mogłoby się wydawać. Wykres poniżej pokazuje, że etapy łagodzenia polityki pieniężnej po wcześniejszych podwyżkach, wcale nie były sprzyjające dla wycen akcji. **W ciągu ostatnich 25 lat głównym cyklem obniżek stóp procentowych towarzyszyły na rynku amerykańskim znaczące spadki szerokiego indeksu.** Oczywiście nie wiadomo, czy tak będzie tym razem, ale warto mieć na względzie takie ryzyko. Podobne zachowania w przeszłości były obserwowane dla rynku zachodnioeuropejskiego. Takie wydawało się sprzeczne zachowanie można tłumaczyć tym, że decyzje o obniżce stóp procentowych wynikają nie tylko z dostosowania stóp do prognozowanej inflacji, ale także chęci pobudzenia gospodarki tańszym kredytem, jak również większą atrakcyjnością inwestycji niż oszczędzania. A jeżeli gospodarka potrzebuje pomocnych działań to oznacza, że jej ówczesna ocena nie była korzystna. Stąd też może wynikać również słabsze zachowanie rynków akcji w tych okresach.

Indeks S&P 500 i stopa federalna

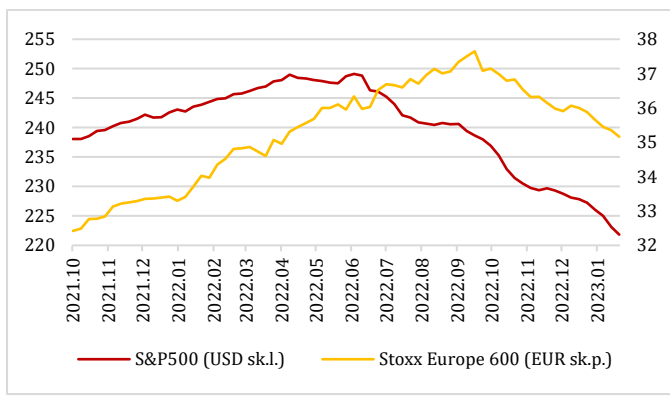


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W odniesieniu do szacowanych wyników finansowych utrzymuje się dużo ryzyk. **Oczekiwana faza silnego spowolnienia w gospodarkach amerykańskiej i ogółem**

strefy euro będzie kładła się cieniem na prognozowane wyniki spółek. Tylko w ciągu ostatnich 6 miesięcy dla zysku na akcję indeksu S&P500 za 2023r. dokonano rewizji w dół o ponad 8%, szacuje się że całoroczny zysk z 2023 pozostanie na poziomie z 2022r. (źródło: Bloomberg). Dla śródrocznych wyników za I i II kw szacuje się że zysk netto będzie wręcz niższy licząc r/r. Obniżenie prognoz wynika zarówno z szacunków niższych przychodów ze sprzedaży jak również zawężenia marż operacyjnych. Dla akcji europejskich skupionych wokół indeksu Stoxx Europe 600 w ostatnich miesiącach obniżono prognozowany zysk na akcję o ponad 5%. (źródło: Bloomberg).

Zmiany prognoz zysku na akcję indeksów S&P500 i Stoxx Europe 600



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Można liczyć, że proces rewidowania w dół prognozowanych wyników finansowych powinien przyhamować do czego skłaniałyby ostatnio wykazywane poprawy w odczytach wskaźników koniunktury PMI w sektorach wytwórczych USA i strefy euro, oraz wskaźników zaufania konsumentów w tychże regionach. Podsumowując powyższe rozważania nie decydujemy się na w bieżących nastawieniach na zmiany utrzymując nadal podejście umiarkowanie negatywne. Nieoczywiste, patrząc na historię, reakcje na ewentualne łagodzenie polityki pieniężnej wraz dokonanymi ostatnio rewizjami w zakresie tegorocznych wyników finansowych, zarówno dla akcji amerykańskich jak i europejskich, uzasadniają naszym zdaniem bardziej sceptyczne podejście. **Również wyceny oby rynków, zwłaszcza dla akcji amerykańskich gdzie wskaźnik P/E dla indeksu S&P500 wynosi 20x (dane Bloomberg z dnia 06.02.2023), nie stanowią argumentu za podwyższeniem nastawienia. Akcje europejskie ze wskaźnikiem P/E 14,8x są atrakcyjniej wyceniane, ale też silny wpływ bliskości konfliktu zbrojnego ze wszystkim**

konsekwencjami powstrzymuje nas przed preferowaniem tego regionu ponad akcje amerykańskie. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- Kolejny krok w technologicznych sankcjach na Chiny – Japonia i Holandia zakazują eksportu wysokich technologii
- Chińskie władze przejmują kontrolę w najważniejszych spółkach
- Odejście od covidowych restrykcji bardzo wolno ożywia konsumpcję, ale dane makroekonomiczne dla ChRL wciąż są słabe
- Indyjski przedsiębiorca traci ponad 20 miliardów dolarów w jeden dzień
- Polityczne rozgrywki psują giełdowy sentyment w Brazylii

Dla globalnych rynków akcji styczeń był korzystnym miesiącem, a w zwyczajach światowych indeksów brały także udział najważniejsze giełdy rynków wschodzących. Co warto zauważyć, **zakończyły się dynamiczne wzrosty cen akcji w Chinach**, wywołane decyzją władz o zniesieniu covidowych restrykcji. Globalni inwestorzy spodziewali się szybkiego powrotu chińskiej gospodarki do dawnej wzrostowej trajektorii, jednak problemy tej drugiej największej na świecie gospodarki okazały się sięgać głębiej. Mimo decyzji władz o zaprzestaniu masowego zamykania ludności, konsumpcja w Chinach nie wzrosła gwałtownie i na solidne ożywienie przyjdzie nam jeszcze poczekać. **Dane makroekonomiczne dotyczące chińskiej gospodarki nie sprzyjają dobrym nastrojom wśród inwestorów.** Stopa bezrobocia wciąż znajduje się powyżej historycznych średnich, na rynku mieszkaniowym nie widać sygnałów istotnej poprawy, a wskaźniki PMI pozostają jak na razie poniżej progu 50 punktów. Na niskim poziomie kształtuje się jak na razie stopa inflacji, obawiamy się jednak, że w Chinach może dojść do powtórki scenariusza który wydarzył się w Europie i Stanach Zjednoczonych – po zniesieniu pandemicznych obostrzeń uwolniony popyt wywołał dużą presję inflacyjną, która dołożyła się do szeregu problemów, z którymi zmagają się teraz światowe gospodarki. Nagłe uwolnienie oszczędności Chińczyków i

drastyczny wzrost prywatnego popytu może doprowadzić do sporej presji inflacyjnej w tym przeszło 1,4-miliardowym państwie. Będąc przy liczbie ludności, warto wspomnieć, że w styczniu zanotowano ujemny bilans urodzeń w stosunku do zgonów, co przełożyło się na **pierwszy od ponad 60 lat spadek liczby ludności w ChRL**.

Wracając jednak do tematu chińskiej gospodarki, kolejne „kłody pod nogi” rzuca jej administracja prezydenta USA Joe Bidena, który posuwa się coraz dalej w nakładaniu technologicznych sankcji na Państwo Środka. **Do ograniczenia eksportu dołączyły w lutym Holandia i Japonia**. Sankcjami objęci zostaną między innymi technologiczni potentaci, tacy jak holenderski ASML oraz japońskie Tokyo Electron i Nikon. Ograniczenia są o tyle istotne, że nie obejmują tylko eksportu gotowych mikrochipów, ale także półproduktów i maszyn do ich wytwarzania. To, w połączeniu z brakiem amerykańskiego know-how i specjalistów, jest mocnym ciosem dla chińskiego przemysłu technologicznego, który kluczowy jest dla tamtejszej gospodarki i jej konkurencyjności na tle innych światowych mocarstw.

Problemom spółek technologicznych spróbują zaradzić chińskie władze, które postanowiły zacieśnić kontrolę nad największymi firmami. **Partia rządząca zakupiła w styczniu tzw. złote akcje**, czyli udziały w spółkach, dające wpływ na strategiczne decyzje firm (w tym także na publikowane przez nie treści i wytwarzane produkty). **Zakupy objęły takie podmioty jak Tencent** (jedna z największych na świecie korporacji zajmujących się usługami internetowymi i wysoką technologią), **Alibaba** (e-commerce'owy gigant, właściciel sklepu internetowego AliExpress) oraz **ByteDance** (studio deweloperskie, będące właścicielem między innymi TikToka). Kupione udziały pozwolą na większą kontrolę tworzonych przez firmy treści, zatrzymanie kluczowych spółek w kraju oraz kontrolę ich rozwoju i eksportu, a przy okazji zwiększą wpływy do budżetu partii.

Solidnym spadkiem wartości swojej fortuny może się natomiast „pochwalić” indyjski miliarder Gautam Adani, właściciel i założyciel Adani Group – międzynarodowego konglomeratu, zajmującego się między innymi handlem, produkcją energii, wytwarzaniem żywności, wydobywaniem węgla i wieloma innymi branżami. Firma Adani'ego została oskarżona o oszustwa księgowe i unikanie

podatków. Na fali tych doniesień, **spółki należące do Adani Group zaliczyły na giełdzie solidną przecenę** (flagowa firma Adani Enterprises straciła w ciągu 7 dni przeszło 50% swojej wartości), co spowodowało, że miliarder szybko wypadł z czołówki najbogatszych ludzi świata.

Po drugiej stronie Oceanu Spokojnego możemy natomiast obserwować kształtowanie się nowej unii walutowej. **Rządy Brazylii i Argentyny planują utworzenie wspólnej waluty o nazwie „Sur”** (co po polsku oznacza „południe”). Unia miałaby ożywić regionalny handel i zmniejszyć zależność gospodarek Ameryki Łacińskiej od dolara amerykańskiego i wpływu USA. Wspólną walutą na początku objęte zostałyby tylko Brazylia i Argentyna, ale celem związku ma być rozszerzenie wspólnoty również na pozostałe kraje Ameryki Południowej. Takie rozwiązanie byłoby szczególnie opłacalne dla Brazylii, która zyskałaby łatwy dostęp do nowych rynków zbytu, co zwiększyłoby przychody z eksportu.

Uwagę mediów (a tym samym inwestorów) przykuwają także polityczne rozgrywki między obecnym a poprzednim prezydentem Brazylii. **Jair Bolsonaro**, który w zeszłym roku zakończył swoje rządy, **został oskarżony o łamanie prawa wyborczego i nadużywanie władzy**, a Państwowa Komisja Wyborcza rozpoczęła śledztwo w tej sprawie.

Przechodząc jednak do rynków akcji Ameryki Łacińskiej, wciąż wypadają one zdecydowanie lepiej od rynków azjatyckich, zarówno pod względem wskaźników cenowych, jak i oferowanej stopy dywidendy. W szerokim ujęciu, konsensusy prognoz dynamik wzrostu EPS wyraźnie zmalały w obliczu globalnego spowolnienia, ale wciąż utrzymują się na dodatnich poziomach. O ile rewizje zysków są negatywne (czyli więcej spółek obniża swoje prognozy niż je podnosi), to **poprawił się ich bilans w stosunku do rewizji zysków rynków rozwiniętych, co przemawia za inwestycyjnym potencjałem krajów EM w bieżącym roku**. Wśród najatrakcyjniej wycenionych rynków (mierząc zagregowanym wskaźnikiem łączącym w sobie mnożniki takie jak P/E, P/B i stopę dywidendy) wciąż znajdują się takie kraje jak Chile, Brazylia i Meksyk. (ab)

Polska

- Czwarty miesiąc z rządu krajowy rynek akcji korzysta z poprawy sentymentu
- Pojawiła się informacja, że rząd rozważa przedłużenie tzw. wakacji kredytowych na 2024 r., a decyzja podjęta zostanie w połowie bieżącego roku
- Ze względu na siłę rynku akcji w ostatnich miesiącach nieadekwatną do momentum gospodarczego i sytuacji geopolitycznej, obniżamy nastawienie do polskiego rynku akcji z umiarkowanie negatywnego do silnie negatywnego.

Styczeń okazał się być 4. miesiącem z rządu, w którym główne indeksy GPW wzrastały, po ustanowieniu we wrześniu ub. roku dołków z niemal 12-miesięcznej przeceny. Najmocniej prezentowały się spółki skupione w indeksie małych podmiotów (sWIG80), który w minionym miesiącu wzrósł o 10,8%. Główny indeks giełdowy WIG zyskał 6,7%, natomiast WIG20 oraz mWIG40 wzrosły po 6,2%. Krajowy rynek akcji wypadł nieźle także na tle indeksu akcji globalnych MSCI All Countries, który w styczniu wzrósł o 7,1%.

Sektorowo w styczniu inwestorzy najmocniej nagrodzili wzrostem kursu ponownie górnictwo (+11,7%), następnie energetykę (+9,6%) oraz banki (+7,5%). Pojawiła się informacja, że **rząd rozważa ewentualność przedłużenia tzw. wakacji kredytowych na 2024 r.**, a decyzja w tej sprawie zostanie podjęta w połowie tego roku. W reakcji na te doniesienia, inwestorzy w styczniu zrewidowali w dół o 19,1% oczekiwane wyniki sektora bankowego na najbliższe 12 miesięcy. Ze względu na znaczny udział sektora bankowego w indeksie WIG20, rewizja oczekiwanych wyników dla tego indeksu wyniosła -3,8%, a dla WIG -5,9%. Wśród głównych indeksów GPW, najwyższa rewizja w dół dla oczekiwanych 12-miesięcznych wyników dotknęła indeks mWIG40 i wyniosła -18,9%, niwelując tym samym optymizm panujący w grudniu. Na drugim biegunie spodziewanych zysków znalazł się sektor gier, dla którego w styczniu inwestorzy podnieśli oczekiwania o ponad 5%.

Spoglądając przez pryzmat oczekiwanych wskaźników P/E, **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są na poziomach w pobliżu minimów z 10 lat (4,9x) i jednocześnie razem z Turcją (4,3x) najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Taki stan rzeczy wynika przede wszystkim z wojny w Ukrainie i negatywnych konsekwencji z tego płynących. Większość ważnych sektorów GPW jest atrakcyjna przez pryzmat zarówno historycznego jak i oczekiwanego P/E, poza sektorem bankowym, który na historycznym wskaźniku wyceniany jest drogo, natomiast na oczekiwanym P/E – wyraźnie zmniejszył swoją atrakcyjność. Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie, co do której jednak trudno obecnie zakładać deeskalację. Drugą zmienną pozostaje utrzymująca się bardzo wysoka (choć spowalniająca) inflacja, a także raczej długoterminowa perspektywa sprowadzenia jej do celu inflacyjnego.

Chociaż wyceny polskich akcji względem historycznych jak i oczekiwanych zysków są niskie, to możliwość obowiązywania podwyższonych stóp procentowych przez długi okres zwiększa wymaganą premię za ryzyko dla akcji względem obligacji. Jednocześnie spora część zysków z wysokiej inflacji gromadzi się w sektorach, które nie będą się nimi dzielić z akcjonariuszami. Z kolei sektor bankowy w tym roku wyeksponowany jest na ryzyko roku wyborczego.

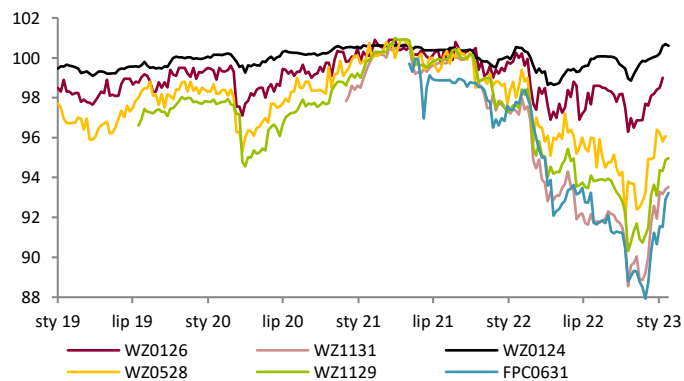
Polski rynek akcji jest jednym z najsilniejszych na świecie w ostatnich miesiącach, a momentum gospodarcze nie jest adekwatnie sprzyjające. Wzrasta więc ryzyko technicznego średnioterminowego przesilenia i realizacji zysków na krajowych akcjach. W związku z tym **obniżamy nasze nastawienie dla akcji polskich z umiarkowanie negatywnego (-1) do silnie negatywnego (-2).** Tym samym akcje polskie są przez nas gorzej postrzegane, niż akcje rynków: rozwiniętych (-1) oraz rozwijających się (0). (tk)

Obligacje

- Spadek przez ostatnie 3 mies. z 7,8 do 7,0% stopy WIBOR6M, będącej bazą do oprocentowania większości obligacji zmienno-kuponowych na krajowym rynku, jak również wzrost cen tychże obligacji, uważamy za racjonalne, aby wykorzystać do zwiększenia geograficznej dywersyfikacji części dłuższej m.in. o unikalną klasę obligacji inflacyjnych zagranicznych DM oraz korporacyjnych DM/IG
- W przypadku polskich obligacji zmienno-kuponowych obniżamy skalę nastawienia ze zdecydowanie (+2) do umiarkowanie pozytywnego (+1). Cały czas natomiast bardzo pozytywnie oceniamy rynek krajowych obligacji korporacyjnych, ale tylko emitentów o wysokim standingu finansowym (IG).
- Permanentnie i zdecydowanie unikamy natomiast segmentu zagranicznych obligacji HY ze względu na niedostateczny jeszcze wzrost premii kredytowych i ryzyko wzrostu bankructw emitentów

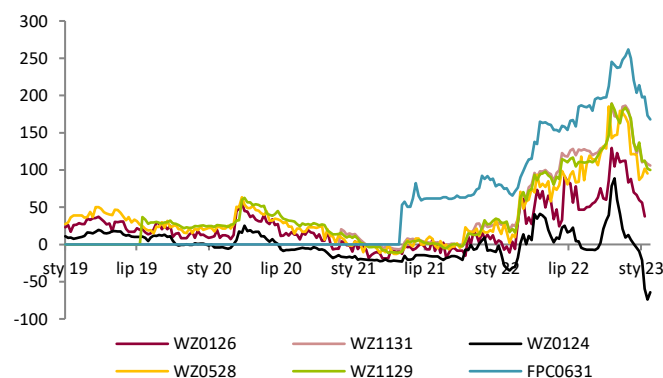
Polskie obligacje zmienno-kuponowe skarbowe zredukowały większą część dyskonta, z jakimi były notowane jeszcze na początku listopada, a rynek zaczął dyskontować obniżki głównej stopy procentowej NBP w 2024 roku, co w świetle inflacji CPI prawdopodobniej bliskiej 20% w styczniu i lutym, uważamy za scenariusz przedwczesny.

Notowania wybranych polskich skarbowych obligacji zmienno-kuponowych – ceny bez narosłych odsetek



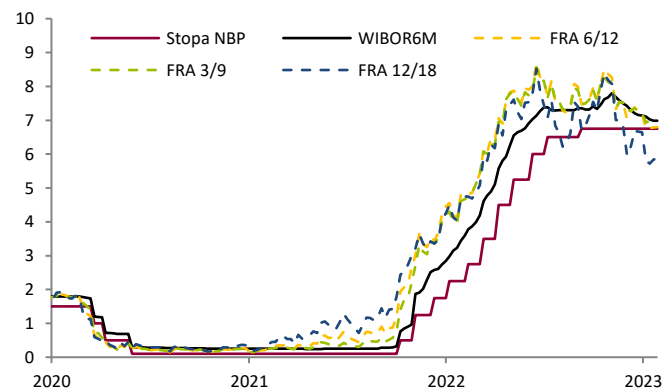
źródło: Bloomberg, cyfry w nazwie obligacji oznaczają kolejno rok i miesiąc zapadalności

Dyskonta cenowe z jakimi notowane są wybrane polskie skarbowe obligacje zmienno-kuponowe (w pb.)



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

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



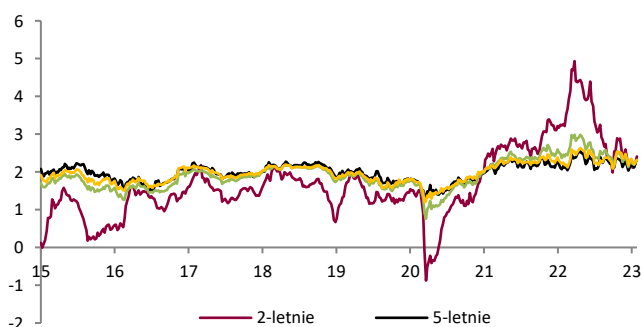
źródło: Bloomberg, Bloomberg, FRA x/x+6 oznacza kontrakt na 6-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

Na całym świecie obserwujemy znaczący spadek presji podażowej (m.in. spadek cen surowców energetycznych), co czyni walkę z inflacją dla banków centralnych łatwiejszą (pozostaje do zaadresowania jedynie jej popytowa strona). Tym niemniej Polska jest drugim po Turcji krajem z najbardziej realnie (po uwzględnieniu inflacji) ujemnymi stopami procentowymi. **Dynamika inflacji konsumenckiej CPI po szczycie w okresie styczeń - luty, także w Polsce zacznie od marca szybko spadać w ujęciu r/r** (wartym podkreślenia jest, iż mówimy o spadku

dynamiki wzrostu cen, a nie o spadku cen), ale **otwartym pozostaje pytanie na ile przy obecnej, tylko na poziomie 6,75%, głównej stopie procentowej NBP ta inflacja będzie w stanie docelowo spaść i w jakim tempie.**

Na tę chwilę uważamy, zwłaszcza w obliczu tłącego się za naszą wschodnią granicą poważnego konfliktu zbrojnego z mocarstwem atomowym i związanymi z tym kosztami dla budżetu, że **należy w większym stopniu dawać obligacje na rynkach, które problem inflacji mają w dużo większym stopniu już za sobą**, jak np. w USA, gdzie inflacja CPI za grudzień w USA wyniosła już „tylko” 6,5% r/r – a główna stopa procentowa banku centralnego (Fed), po ostatniej podwyżce wynosi 4,75%, czy nawet w strefie euro, gdzie dynamika CPI za styczeń wg wstępnych danych w styczniu spadła do 8,5% r/r – najniższego poziomu od maja ub. r., a EBC podwyższył stopę do 3,0%

Implikowane z notowań obligacji o poszczególnych okresach do wykupu oczekiwania inflacyjne w USA (breakevens)



źródło: Bloomberg

Począwszy od lutego **pozytywniej zapatrujemy się na zagraniczne obligacje skarbowe inflacyjne krajów z rynków rozwiniętych (DM)**. Na ich stopę zwrotu wpływ mają z jednej strony notowania zwykłych obligacji skarbowych, co do których nie spodziewamy się już wzrostów rentowności, z drugiej – oczekiwania inflacyjne. **Na najważniejszym wartościowo rynku tj. obligacji amerykańskich oczekiwania inflacyjne zbliżyły się już znacząco w każdym z do 2 proc., czyli celu inflacyjnego amerykańskiego banku centralnego Fed.** Tymczasem uważamy, że powrót inflacji do tak niskich poziomów może być trudny i rozłożony w czasie, a w pozostałych krajach rozwiniętych jeszcze trudniejszy. Będzie tak ze względu na szereg czynników, w tym także długoterminowych, takich jak: 1. spadek podaży pracy na

skutek starzejących się społeczeństw, 2. deglobalizacja (spadający udział eksportu i importu w światowym PKB) oraz 3. „greenflacja” - obejmująca szereg zjawisk polityczno-gospodarczych wiążących się m.in. bezrefleksyjnym wzrostem zużycia surowców na budowę odnawialnych źródeł energii (OZE) i elektromobilność, skutkującą wzrostem cen elektryczności. (zo)

Zagraniczne korporacyjne

- **Poprawa relacji między wzrostem gospodarczym, a inflacją**
- **Oczekujemy dalszego zacieśnienia spreadów kredytowych i wynikającego z tego wzrostu cen**
- **Rośnie atrakcyjność zagranicznych obligacji IG względem polskiego długu**

Początek 2023 roku przynosi pozytywne stopy zwrotu w wielu segmentach rynku, dotyczy to również obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (IG). Na taki wynik wpływ miało kilka czynników. **Po obu stronach Atlantyku relacja między wzrostem gospodarczym a inflacją pokazała solidną poprawę.** W USA ryzyko spirali płaćowo-cenowej znacznie się zmniejszyło, w Europie ciepła zima znacznie zmniejszyła ryzyko głębokiej recesji, dodatkowo ponowne otwarcie w Chinach może wspomóc globalną gospodarkę. Taka mieszanka wpłynęła zarówno na zacieśnienie się spreadów kredytowych we wszystkich regionach oraz zmniejszone oczekiwania na mocniejsze podwyżki stóp procentowych przez największe banki centralne. Nasze przewidywania na najbliższe miesiące zakładają kontynuację tych procesów a biorąc pod uwagę podwyższone spready kredytowe oraz wysokie rentowności na rynkach bazowych **zmieniamy nasze nastawienie do zagranicznych obligacji korporacyjnych Investment Grade na pozytywne.** Patrząc przez pryzmat inwestora z Polski **do obecnych rentowności (dla indeksów Europejskich wynosi 4% i Amerykańskich 5,2%) doliczyć należy kilkuprocentowy zysk z tytułu zabezpieczenia walutowego.** Takie połączenie stało się bardzo konkurencyjne w stosunku do polskiego rynku długu gdzie obecne rentowności obligacji emitentów o najwyższych ratingach obniżyły się do poziomów około 9% (uwzględniając stałość stopy Wibur w okresie do wykupu). (dm)

Surowce

- Rynek w najbliższym czasie będzie próbował wycenić wpływ na popyt surowcowy spowolnienia w globalnej gospodarce i otwarcia pocovidowego Chin.
- Ropa naftowa zmagać się będzie z niewystarczającą podażą bieżącą i niskimi zapasami.
- Złoto powinno korzystać na słabszym dolarze, powinien utrzymać się silny popyt na fizyczny metal.
- Dla bliskiej przyszłości cen metali przemysłowych kluczowa będzie kondycja gospodarki Chin.
- W przypadku towarów rolnych kluczowym czynnikiem ryzyka jest geopolityka, zachęcająca do spekulacji.

Styczniowy handel na rynkach surowcowych przebiegał w mieszanych nastrojach. Zagregowany indeks BCI (Bloomberg Commodity Indeks) stracił nieznacznie na wartości (-0,9%). Mieliśmy do czynienia ze słabym zachowaniem sektora energii (ropa brent -1,7%, ropa WTI -1,7%, gaz ziemny -40%! – ponad półtoraroczne minima.), świetnymi wynikami w sektorze metali kolorowych (miedź +10,9%, aluminium +11,2%, nikiel +13,9%) i zróżnicowanym zachowaniem towarów rolnych (soja +0,9%, kukurydza +0,2%, pszenica -3,9%). Rynek próbował oszacować, czy istotniejszy dla popytu i podaży jest powracający powoli po pocovidowym otwarciu gospodarki popyt z Chin, czy też coraz bardziej widoczne w gospodarkach zachodu spowolnienie. To właśnie obawy o słabsze zachowanie zachodnich gospodarek stanowiły obciążenie dla ropy, łagodna zima zaś i wysoki poziom zapasów w magazynach spowodowały potężne zniżki cen gazu. Jednocześnie otwieranie się gospodarki Chińskiej, największego konsumenta surowców w skali globu wspierało notowania metali. To właśnie te czynniki zdeterminują obraz rynku surowcowego w roku 2023. Jeśli nie będziemy mieli recesji, tylko łagodne spowolnienie a „chiński smok”, powróci na ścieżkę przyspieszenia wzrostu, niechybnie będziemy mieli do czynienia z kontynuacją surowcowej hossy, jeśli będzie inaczej rynek zapewne będzie znacznie słabszy. W surowcowej układance jak zawsze ważną rolę odgrywał

będzie Amerykański Dolar – waluta w której, póki co, rozliczana jest zdecydowana większość handlu surowcami. Słaby dolar wspiera surowce, silny dolar stanowi silną przeszkodę dla wzrostu ich cen. Na ostatnim posiedzeniu Rezerwa Federalna dokonała niewielkiej podwyżki stóp procentowych (0,25%), jednak Jerome Powell utrzymał raczej głębi ton co odczytano jako znak, że Fed nie będzie uderzał podwyżkami w gospodarkę bardziej niż to jest konieczne. Tego typu przekaz osłabia dolara i sprzyja wyższym cenom surowców. Równocześnie zapasy surowców takich jak ropa, miedź, czy aluminium pozostają na niskich poziomach, znacznie poniżej wieloletnich średnich, a w jak do tej pory w obecnym cyklu wysokie ceny surowców nie spowodowały zauważalnego wzrostu inwestycji w wydobycie. Tymczasem można założyć, że działania mające stymulować gospodarkę, w obecnym klimacie politycznym, obejmą głównie obszar „Zielonej Transformacji” generując podwyższone zapotrzebowanie na metale takie jak miedź, nikiel czy aluminium. Dodając do tej układanki czynniki ryzyka geopolitycznego można zakładać, że surowce prawdopodobnie nie wyczerpały jeszcze pełni potencjału wzrostowego i mogą nadal stanowić wartościowy składnik zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych.

Pomimo, że w styczniu notowania ropy naftowej nieznacznie spadały, na rynku mówić można raczej o niezdecydowaniu niż o wyprzedży. Również w tym przypadku inwestorzy próbują rozstrzygnąć co dla cen będzie ważniejsze, spadek popytu na zachodzie, czy otwarcie gospodarki Chińskiej. Ostatnie dane dotyczące komercyjnych zapasów ropy (najwyższe od roku- prawie 453 mln baryłek) i produktów przetworzonych w USA wskazują, że popyt tam jest rozczarowujący. Równocześnie jednak państwowe rezerwy strategiczne (SPR), wynoszące obecnie ok 372 mln baryłek są na poziomie najniższym od 1983 roku, po bezprecedensowe ich wyprzedży od marca do grudnia 2022, mającej na celu „zbić ceny” na rynku. W niedługim czasie pojawi się zapewne na rynku dodatkowy popyt wynikający z konieczności ich odbudowania. Ze strony OPEC+ nie

mieliśmy żadnych zmian w polityce podażowej. Po tym jak kartel obniżył limit wydobycia w październiku 2022 o 2mln b/d, zamierza pozostawić go bez zmian do końca bieżącego roku. Wielką niewiadomą pozostaje popyt z Chin i poziom dostaw z Rosji, po wprowadzeniu 5 lutego kolejnego embargo przez UE i limitu cenowego przez grupę G7, tym razem na produkty przetworzone. Międzynarodowa Agencja Energetyczna (MAE) szacuje, że popyt globalny na ropę w 2023 roku wzrośnie o ok. 1,9 mln baryłek dziennie (do 101,7 mln bd), z czego połowa ma pochodzić ze wzrostu popytu w Chinach, a wzrost podaży tylko 1 mln baryłek. W prognozach podaży jest założenie, że Rosja będzie eksportować mniej o 1 mln baryłek ropy dziennie, podczas gdy inni producenci OPEC+ zachowają wydobycie na obecnym poziomie. Pewną sugestią dotyczącą popytu z Chin jest fakt, że kwoty importowe ropy naftowej na 2023 r., ustalone przez chiński rząd dla niepaństwowych rafinerii wzrosły o 21% (do 132 mln ton ropy) w porównaniu z analogicznym okresem rok wcześniej. Chińskie Centrum Kontroli i Zapobiegania Chorób poinformowało w zeszłym tygodniu, że 80% populacji przeszło już Covid-19, a pierwsze komunikaty poświęcane mówią o 20% wzroście r/r sprzedaży paliw na stacjach benzynowych. Tymczasem 10 stycznia swoje szacunki podała amerykańska Energy Information Administration. (EIA) obniżyła swoją prognozę ceny ropy Brent w 2023 r. do 83 mld USD z 92 mld USD miesiąc wcześniej, czyli w okolicę bieżących cen. **W opinii biura czeka nas rok w wysokimi cenami surowców energetycznych. Sztywna podaż z OPEC, mniejsze dostawy z Rosji i brak inwestycji w nowe moce wydobywcze na zachodzie, zetkną się z odbudowującym się popytem z Chin. Bedzie to prawdopodobnie wywierć sporą presję wzrostową na ceny ropy, którą okresowo wzmagać mogą niepokoje geopolityczne.**

Złoto wyceniane w USD drożało w styczniu o 5,7%, wspierane słabszym dolarem i stopniowo łagodzoną retoryką FED, dotyczącą polityki monetarnej. Od jesieni zeszłego roku, kiedy rynek „zobaczył na horyzoncie” koniec cyklu podwyżek stóp w USA, dolar zaczął tracić swój magnetyzm a „królewski kruszec”, nabrał wiatru w żagle, co prawdopodobnie pozostanie aktualne w tym roku. Również po ostatnim posiedzeniu Rezerwa Federalna nie rozczarowała inwestorów. Umiarkowanej, zgodnej z prognozami podwyżce (0,25%), towarzyszył

komentarz wskazujący na coraz mniejszą determinację do dalszych istotnych podwyżek stóp procentowych – co zresztą ma uzasadnienie w obliczu malejącej inflacji. Rok 2022 rozbudził równocześnie spore nadzieje na wzrost popytu na złoto fizyczne w roku bieżącym. Był to najsilniejszy rok pod względem popytu na złoto od ponad dekady, spore zakupy banków centralnych, wspierane przez zakupy inwestorów detalicznych i wolniejsze odpływy ETF, podniosły roczny popyt do najwyższego poziomu od 11 lat 4741 ton (r/r wzrost o 18%), z rekordowym popytem w IV kwartale, który wyniósł 1337 ton. **Po rekordowym 3 kwartale (400 ton), w kwartale 4 Banki Centralne kupiły 417 ton kruszcu, dało to wynik roczny na poziomie 1136 ton – najwyższy od 55 lat!** (a pamiętać należy że spora część zakupów nie jest zgłaszana). Popyt inwestycyjny (z wyłączeniem OTC) osiągnął w 2022 roku 1107 ton (+10%), a popyt na sztabki i monety złota wzrósł o 2% do 1217 ton. Wzrosty te zniwelowały z zapasem spadek aktywów ETF-ów (-189 ton) i spadek zapotrzebowania z przemysłu o 7%. Znacznie wolniej niż popyt rosła podaż o 2% w 2022 r. do 4755 ton przy czym produkcja górnicza wyniosła 3612 ton. Jeśli niespodziewane czynniki (np. zaostrzenie polityki monetarnej) nie przyczynią się do silniejszej korekty spadkowej na metalu, do czynników wspierających ceny dołączą zapewne zakupy netto ze strony funduszy na kruszec, które zwykle skorelowane są, z świetnymi ostatnio, historycznymi stopami zwrotu. **W związku z tym można zakładać że nadchodzące miesiące z dużym prawdopodobieństwem będą udane dla złota, w czy pomagać w szczególności powinien słabszy dolar i silny popyt na fizyczny metal.**

Fundamentem bardzo udanego miesiąca dla notowań metali przemysłowych, były doniesienia z Chin. Zwiększonym zakupom po pocovidowym otwarciu gospodarki towarzyszył powrót Chińskiego wskaźnika PMI powyżej 50 pkt. Pomimo niewielkiego wzrostu, obserwowane na głównych giełdach zapasy metali pozostają znacznie poniżej historycznych średnich, a rynek równocześnie obawiał się o ciągłość dostaw z Ameryki Południowej (szczególnie dotyczyło to miedzi ale także cynku, cyny czy srebra). Trudna jest sytuacja w Peru, które odpowiada za 5% globalnych dostaw miedzi. Motywowane społecznymi nierównościami zamieszki, według wielu obserwatorów stawiają pod znakiem zapytania ciągłość dostaw z tego kierunku.

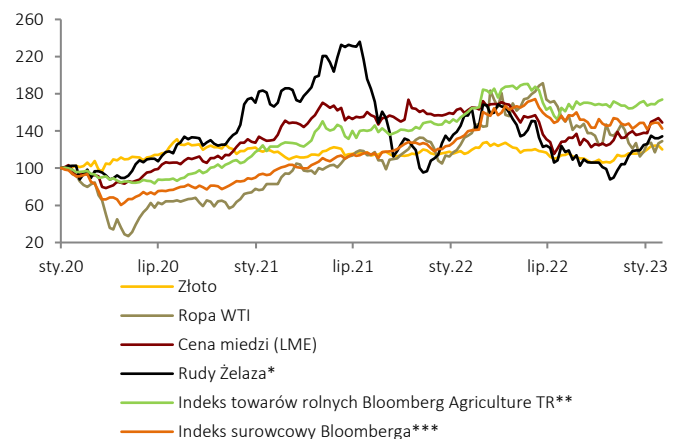
Rozczarowujące dane dotyczące wzrostu produkcji napływają także z Chile. W konsekwencji wiele firm rewiduje zakładane wcześniej szacunki nadpodaży, podnosząc równocześnie oczekiwane ceny surowca. Na tą chwilę **średnio według ankiet Reutersa wynoszą one dla miedzi 8625 USD za tonę i w ciągu kwartału oczekiwania wzrosły o 14%**. W przypadku rudy żelaza (+10,9%) niezależnie od otwierania gospodarki, efekty w postaci zwiększonego popytu, przynosić zaczynają próby stymulowania rynku nieruchomości, które zapewne kontynuowane będą w najbliższych miesiącach. W krótkim terminie spore znaczenie dla rynku będzie miał marcowy Ogólnochiński Kongres Ludowy, który prawdopodobnie zostanie wykorzystany jako okazja do ogłoszenia kolejnych bodźców i wydatków na infrastrukturę. W długim terminie niezmiennie oblicze rynku determinować będzie skokowo rosnący z powodu „zielonej transformacji” popyt na metale, oraz niewielka ilość rozpoczynanych obecnie inwestycji w moce wydobywcze. Dlatego w opinii Biura o ile w krótkim terminie (kilka miesięcy lub kwartałów) ewentualne silniejsze spowolnienie gospodarcze na zachodzie stanowi pewne zagrożenie dla obecnych cen, to w horyzoncie inwestycyjnym liczonym w latach zapewne będzie drogo.

Presja na ceny towarów rolnych, po podpisaniu z Rosją porozumienia dotyczącego korytarza eksportowego z Ukrainy, znacząco zmalała i inwestorzy spekulacyjni w dużej mierze opuścili rynek. Dzięki temu, według FAO, ceny żywności na globalnych giełdach spadły 10 miesięcy z rzędu. Niepokojąco jednak wyglądają prognozy plonów zbóż na kolejny rok. Wg ONZ już w roku 2022 zbiory były niższe r/r o 1,7%, natomiast dane International Grain Council na sezon 22/23 mówią o spadku o 1,5%. Warto mieć na uwadze, iż ma to miejsce w sytuacji ryzyka dalszego znacznego spadku eksportu z Ukrainy, bądź to na skutek działań militarnych, bądź pełnej blokady

morskiej. Ostatnie doniesienia strony ukraińskiej mówią o celowym opóźnianiu przez Rosjan inspekcji statków ze zbożem wysyłanych przez cieśniny Czarnomorskie, skutkujących zatorami sięgającymi setki oczekujących jednostek. To właśnie geopolityka wydaje się być głównym czynnikiem ryzyka wzrostu cen w tym sektorze.

Podsumowując w opinii Biura ekspozycja na rynek surowcowy w najbliższych miesiącach, wydaje się być uzasadniona dobrze spełnić rolę dywersyfikatora portfela akcyjno obligacyjnego. Otwarcie gospodarki chińskiej powinno spowodować wzmożony popyt na większość surowców, a złagodzona dzięki słabnącej inflacji retoryka FED-u, i innych kluczowych Banków Centralnych, zmniejsza ryzyko silnego spowolnienia, lub recesji na zachodzie. Efektem łagodniejszej polityki monetarnej w USA, powinien być słabszy Dolar, co będzie wspierać ceny kwotowanych w nim surowców. nierozwiązany pozostaje również historycznie niski poziom zapasów ropy, miedzi, aluminium czy cynku.

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, * 62% Australia offshore export price, ** subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD, *** składa się z 23 notowanych na giełdach surowców i ich pochodnych, surowce energetyczne i towary rolne stanowią po ok. 30%, metale przemysłowe i szlachetne po ok. 17%

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	7,1%	10,6%	1,7%	-9,6%	16,1%	19,7%
MSCI World	USD	7,0%	9,3%	1,4%	-9,0%	18,9%	25,8%
MSCI Emerging Markets	USD	7,9%	21,6%	3,8%	-14,6%	-2,9%	-17,8%
MSCI EM Asia	USD	8,6%	27,5%	4,2%	-13,2%	3,2%	-11,9%
MSCI EM Latin America	USD	9,7%	3,7%	9,7%	2,2%	-15,2%	-27,0%
MSCI EM Europe	USD	8,2%	32,2%	15,0%	-80,1%	-81,6%	-81,5%
MSCI Poland	PLN	5,4%	23,4%	9,1%	-17,6%	-15,9%	-33,5%
MSCI Frontier Markets	USD	4,5%	7,8%	-5,1%	-23,1%	-15,7%	-26,8%
S&P500 - USA	USD	6,2%	5,3%	-1,3%	-9,7%	26,4%	44,4%
Russell 2000	USD	9,7%	4,6%	2,5%	-4,8%	19,7%	22,7%
MSCI Europe	EUR	6,7%	9,8%	3,5%	-2,8%	10,4%	14,0%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	6,7%	9,9%	3,4%	-3,3%	10,3%	14,6%
DAX - Niemcy	EUR	8,7%	14,1%	12,2%	-2,2%	16,5%	14,7%
CAC40 - Francja	EUR	9,4%	13,0%	9,8%	1,2%	22,0%	29,2%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	9,8%	13,5%	10,8%	4,9%	-3,6%	-13,6%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	12,2%	17,4%	18,7%	-0,8%	14,5%	13,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	4,3%	9,5%	4,7%	4,1%	6,7%	3,2%
FTSE Nordic 30	SEK	3,1%	10,3%	6,6%	6,0%	38,0%	60,0%
Nikkei - Japonia	JPY	4,7%	-0,9%	-1,7%	1,2%	17,8%	18,3%
TOPIX - Japonia	JPY	4,4%	2,4%	1,8%	4,2%	17,3%	7,5%
MSCI China	HKD	12,3%	52,1%	8,0%	-11,5%	-11,0%	-28,0%
Hang Seng - Hongkong	HKD	10,4%	48,7%	8,4%	-8,2%	-17,0%	-33,6%
Kospi - Korea Płd.	KRW	8,4%	5,7%	-1,1%	-8,9%	14,4%	-5,5%
SENSEX - Indie	INR	-2,1%	-2,0%	3,4%	2,6%	46,2%	65,6%
XU100 - Turcja	TRY	-9,7%	25,1%	92,0%	148,4%	317,7%	316,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	3,4%	-2,2%	10,0%	1,1%	-0,3%	33,6%
WIG	PLN	6,7%	21,5%	11,4%	-9,1%	8,1%	-7,2%
AKCJE - segmenty	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	8,8%	12,0%	4,3%	-6,3%	17,7%	13,7%
MSCI ACWI Large Cap	USD	6,9%	10,1%	1,2%	-10,0%	16,5%	21,1%
WIG20	PLN	6,2%	23,8%	10,5%	-13,9%	-7,9%	-25,5%
WIG20 total return	PLN	6,2%	23,8%	12,4%	-11,1%	-2,2%	-16,6%
mWIG40	PLN	6,2%	15,4%	6,3%	-13,6%	10,1%	-12,2%
sWIG80	PLN	10,8%	17,0%	12,0%	-0,5%	53,6%	29,5%
AKCJE - sektory	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-0,7%	3,4%	1,0%	0,2%	24,6%	42,6%
MSCI World Energy	USD	2,9%	1,8%	11,5%	25,9%	41,7%	10,2%
MSCI World Financials	USD	8,7%	15,0%	11,6%	-5,3%	16,3%	5,4%
MSCI World Metals&Mining	USD	13,4%	38,2%	27,4%	15,0%	59,2%	35,1%
MSCI World Industrials	USD	5,8%	12,7%	6,6%	-3,1%	15,4%	14,5%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	14,5%	9,7%	-3,3%	-17,4%	20,7%	29,1%
MSCI World Consumer Staples	USD	1,0%	6,3%	0,3%	-4,1%	8,6%	12,7%
MSCI World IT	USD	10,0%	7,3%	-4,5%	-17,4%	34,8%	82,6%
Nasdaq	USD	10,7%	5,4%	-6,5%	-18,6%	26,6%	56,3%
Nasdaq100	USD	10,6%	6,1%	-6,5%	-18,9%	34,6%	74,1%
S&P Global Clean Energy	USD	3,9%	9,7%	-7,2%	11,3%	69,8%	114,4%
Eurostoxx Banks	EUR	15,9%	27,0%	38,9%	4,4%	21,6%	-21,1%
WIG-Games	PLN	6,0%	8,7%	43,2%	-10,8%	-11,4%	
WIG-Energia	PLN	9,6%	22,9%	-25,2%	3,0%	29,7%	-21,2%
WIG-Banki	PLN	7,5%	19,1%	28,0%	-26,2%	1,2%	-24,7%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	9,7%	9,7%	-2,5%	-15,0%	21,2%	41,3%
MSCI World Value	USD	4,6%	9,0%	5,3%	-3,3%	13,2%	8,3%

SUROWCE	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-0,2%	-3,0%	-9,9%	7,9%	56,2%	49,7%
Miedź	USD	10,9%	25,2%	18,3%	-2,3%	67,9%	32,2%
Aluminium	USD	11,2%	17,9%	4,3%	-14,3%	53,2%	17,8%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	2,3%	3,6%	6,7%	11,7%	84,2%	56,1%
Rudy żelaza	USD	10,9%	33,5%	15,1%	-5,9%	33,5%	62,6%
Węgiel koksujący	CNY	-0,7%	21,3%	6,1%			
Złoto	USD	5,7%	18,0%	9,2%	7,3%	21,3%	43,4%
Srebro	USD	-0,9%	23,8%	16,6%	5,6%	31,5%	36,8%
Bloomberg Commodity Index	USD	-0,9%	-1,4%	-8,2%	3,7%	49,4%	24,5%
OBLIGACJE	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	3,1%	8,8%	-2,0%	-13,3%	-14,2%	-10,1%
USD Korporacyjne IG	USD	4,0%	8,9%	-0,9%	-9,3%	-6,9%	7,4%
EUR Korporacyjne IG	EUR	2,2%	3,2%	-4,3%	-10,5%	-11,2%	-5,5%
USD azjatyckie IG	USD	2,5%	7,9%	0,2%	-6,9%	-3,9%	9,9%
USD Korporacyjne HY	USD	3,8%	5,4%	1,4%	-5,2%	3,9%	15,7%
EUR Korporacyjne HY	EUR	3,2%	5,9%	1,9%	-7,0%	-3,1%	4,6%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	4,1%	11,7%	3,8%	-4,7%	-0,8%	1,6%
EM skarbowe w USD	USD	3,4%	11,8%	3,7%	-11,9%	-13,6%	-4,5%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	3,8%	11,9%	3,3%	-1,6%	-6,9%	2,0%
POZOSTAŁE	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	1,5%	9,9%	6,3%	-3,3%	-2,1%	-12,5%
EUR/PLN	PLN	0,5%	-0,2%	-0,6%	2,7%	9,6%	13,4%
CHF/PLN	PLN	0,0%	-0,7%	-2,8%	7,5%	17,7%	31,8%
USD/PLN	PLN	-0,9%	-9,2%	-6,5%	6,3%	11,9%	29,6%
USD/JPY	JPY	-0,8%	-12,5%	-2,4%	13,0%	20,1%	19,1%
Bloomberg USD Index	USD	-1,9%	-8,3%	-3,5%	3,4%	2,3%	9,2%
MSCI EM Currency Index	USD	2,6%	8,0%	2,6%	-1,9%	3,5%	-1,3%
JP Morgan EM Currency Index	USD	2,3%	4,9%	1,5%	-3,6%	-14,6%	-28,6%
Europe REITS	EUR	9,2%	11,9%	-5,6%	-12,9%	-28,8%	-29,3%
US REIT's	USD	10,5%	9,9%	-5,8%	-13,7%	-2,0%	14,3%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	11,1%	-5,7%	-10,9%	-17,0%	90,3%	262,5%
Amazon	USD	22,8%	0,7%	-23,6%	-31,1%	2,7%	42,2%
Alphabet (Google)	USD	12,0%	4,6%	-15,0%	-26,9%	38,0%	67,2%
Microsoft	USD	3,3%	7,1%	-11,3%	-19,6%	49,7%	177,0%
Meta Platforms (Facebook)	USD	23,8%	59,9%	-6,4%	-52,4%	-26,2%	-20,3%
Netflix	USD	20,0%	21,2%	57,3%	-17,2%	2,5%	30,9%
Tesla	USD	40,6%	-23,9%	-41,7%	-44,5%	299,4%	633,3%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	-1,0%	0,6%	-15,8%	-10,5%	-8,3%	37,6%
Roche	CHF	-1,8%	-14,2%	-9,6%	-17,9%	-4,0%	45,3%
ASML	EUR	19,6%	26,4%	9,1%	2,7%	143,4%	288,6%
Nestle	CHF	4,1%	2,2%	-4,3%	-4,2%	12,8%	58,1%
Novartis	CHF	-1,4%	1,9%	0,9%	7,2%	1,5%	33,1%
Novo Nordisk	DKK	0,5%	15,1%	11,0%	45,9%	141,8%	214,4%
L'Oreal	EUR	13,3%	18,8%	2,7%	1,8%	56,1%	122,3%
LVMH	EUR	17,7%	26,0%	19,3%	12,7%	110,5%	241,8%
Astrazeneca	Gbp	-5,6%	3,3%	-1,7%	25,8%	54,3%	152,3%
SAP	EUR	12,6%	11,9%	19,5%	0,5%	-2,2%	30,1%
Sanofi	EUR	-0,2%	2,7%	-7,8%	0,6%	15,4%	54,1%
MSCI EM Asia	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	16,4%	34,6%	3,7%	-16,1%	74,5%	138,0%
Tencent Holding	HKD	20,5%	95,7%	31,2%	-14,3%	12,3%	-9,2%
Alibaba	USD	25,1%	73,3%	23,3%	-12,4%	-46,7%	-46,1%
Samsung Electronics	KRW	10,3%	3,3%	0,7%	-14,7%	18,0%	41,8%

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