



**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# PERSPEKTYWY RYNKOWE



**AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE**  
Komentarz do wydarzeń rynkowych - styczeń 2024 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**

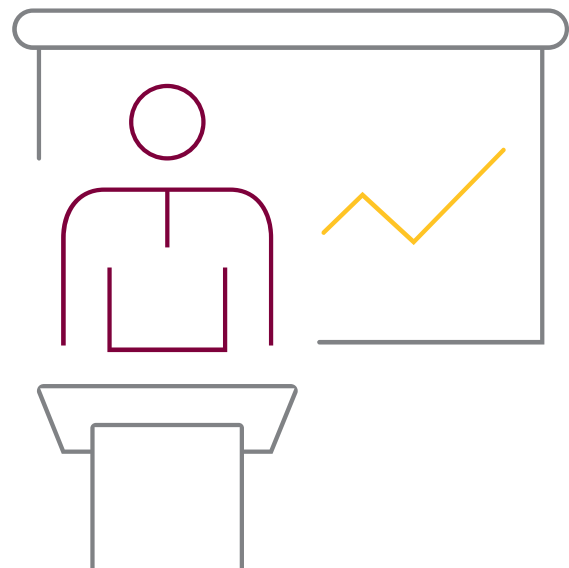
*Dyrektor ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

**Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

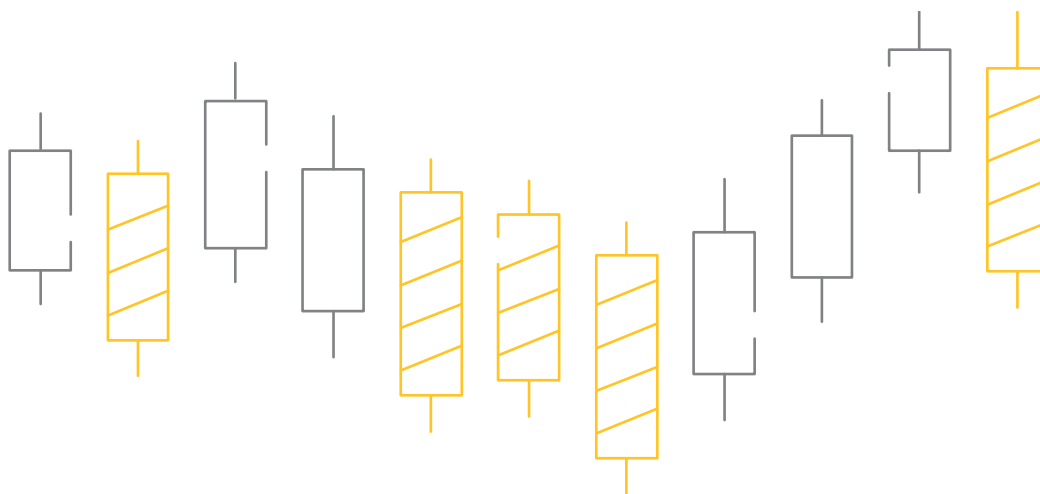
*Makler Papierów Wartościowych*



**16 stycznia 2024 r.**

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>8</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	8
Rynki wschodzące (EM).....	10
Polska .....	12
<b>Obligacje</b> .....	<b>13</b>
Zagraniczne korporacyjne .....	15
<b>Surowce</b> .....	<b>16</b>
Surowce energetyczne .....	17
Złoto .....	17
Metale przemysłowe .....	18
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	20
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>22</b>



# Wstęp

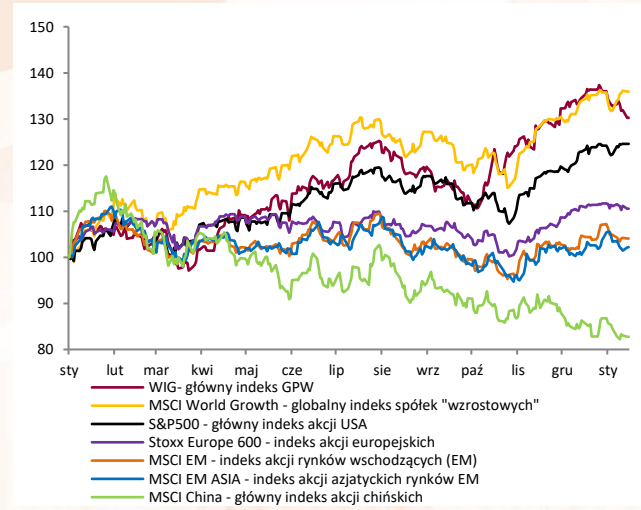
- **Od października czołowe banki centralne**, takie jak Fed czy EBC, **wstrzymują się już z dalszymi podwyżkami stóp procentowych**. W USA główna stopa procentowa dla dolara (fed funds rate) pozostaje ograniczona przedziałem 5,25-5,5%. Stopa procentowa dla euro (depozytowa) pozostaje na poziomie 4%, a w Polsce Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje główną stopę procentową NBP na poziomie 5,75%.
- **Inflacja w głównych gospodarkach w 2023 roku znajdowała się w tendencji spadkowej**. W samym jednak grudniu dynamika cen konsumenckich (CPI) podskoczyła względem listopada zarówno w USA (z 3,1% do 3,4%), jak i w strefie euro (z 2,4% do 2,9%). W Polsce ceny wzrosły o 6,2% vs. 6,6% w listopadzie. Na rozbieżne tendencje wpływ miały efekty bazowe.
- Dezinflacji sprzyjają przede wszystkim niskie ceny surowców energetycznych, czyli gazu, ropy naftowej, a także węgla, ale wartym zaznaczenia jest, że pomimo tego **inflacja nadal znajduje się jeszcze powyżej poziomów stanowiących średnioterminowe cele banków centralnych**, a od ok. połowy roku znikać zacznie większość obniżających inflację efektów bazowych.
- **Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na najważniejszych rynkach kontynuowały w grudniu spadki z najwyższych poziomów od ponad dekady**. Rentowność 10-latek amerykańskich z 5% jeszcze pod koniec października spadła do poniżej 4%, niemieckich z 3% do poniżej 2%. Niższe rentowności „bezpiecznych” instrumentów finansowych, za jakie postrzegane są obligacje skarbowe większości państw rozwiniętych, to niższa baza dla kosztów refinansowania się firm czy zadłużania rządów, ale także mniejsza „konkurencja o kapitał” dla rynków akcji, które w grudniu, zwłaszcza na rynkach rozwiniętych, kontynuowały wzrosty.
- Indeks MSCI World zyskał w grudniu 4,8%, niemiecki DAX 3,3% (ustanawiając nowe historyczne maksima), amerykański S&P500 3,9% (zblizając się do historycznych maksimów na mniej niż 1 procent). Tylko nieco słabiej zachowywały się rynki wschodzące – zbiorczy indeks MSCI EM zyskał w grudniu 3,7%, ale akcje chińskie zanotowały spadek o 2,6%.
- **Polska giełda po nieco słabszym względem rynków zagranicznych zachowaniu w listopadzie, w grudniu ponownie należała do najsilniejszych**. Indeks szerokiego rynku WIG zyskał 5,6%. Sektorowo znów mocny był WIG-Banki ze wzrostem o 4,9%.
- Rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych nie umacniały się w grudniu tak jak na rynkach bazowych (USA, Niemcy). Tylko przez chwilę ich rentowności spadły poniżej 5,0% - do poziomu najniższego od ponad 1,5 roku, ale po zwiększeniu przyszłorocznego deficytu budżetowego do 184 mld zł (ok. 5% PKB) z powrotem wzrosły.
- **Koniunktura gospodarcza w najważniejszych gospodarkach rozwiniętych pozostaje przytłumiona** (poza USA). W Polsce po słabej I poł. roku i odbiciu koniunktury w okresie lipiec – październik, listopad ponownie przyniósł spowolnienie w konsumpcji oraz przemyśle. Utrzymany został natomiast wysoki – dwucyfrowy nominalny wzrost płac.
- Kluczową determinantą zachowania w 2024 roku rynków obligacji, a tym samym akcji, będzie **czy, kiedy i w jakim tempie stopy procentowe banków centralnych będą obniżane. To z kolei będzie zależne od tego na ile procesy dezinflacyjne będą kontynuowane**. Kontynuacja spadku podaży pieniądza czyni mało prawdopodobnym, aby w średnim terminie (6-12 mies.) stopy zwrotu z rynków akcji i obligacji na najważniejszych rynkach były jednocześnie wyższe od krótkoterminowych stóp procentowych banków centralnych.
- W ujęciu globalnym **nadal utrzymujemy preferencję obligacji względem akcji**, gdyż spadająca inflacja (wraz z koniunkturą gospodarczą) będą w większości przypadków negatywnie odbijać się na wynikach finansowych

spółek, a proces sprowadzania inflacji do celu w czołowych gospodarkach jeszcze się nie zakończył.

- Na polskim rynku obligacji korzystniejszego profilu zysku do ryzyka spodziewamy się w obligacjach zmienno-kuponowych, w tym emitentów korporacyjnych, ale tylko o najwyższym standingu finansowym.
- Bez zmian w obszarze preferowanego stylu ekspozycji na akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM), tj. **preferujemy spółki** zaliczane do segmentów: **value** (nisko wycenianych, działających w bardziej tradycyjnych branżach) i **quality** (mających niskie zadłużenie i wysokie marże) nad spółkami wzrostowymi (growth). Te ostatnie wykazują większą wrażliwość na wzrost rynkowych stóp procentowych i trudniejszy dostęp do kapitału od inwestorów, a ich rynkowe wyceny bazują niekiedy na odległych, i w związku z tym, niepewnych projekcjach finansowych.

□ Cały czas **pozytywnie**, zwłaszcza w długim terminie, zapatrujemy się na **sektor surowcowy**. (zo)

Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku 2023 (2023.01.01=100)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Opis sytuacji gospodarczej

- Globalny wzrost gospodarczy w 2024 r. raczej spowolni
- Wszystkie największe gospodarki będą rosły wolniej od przedpandemicznego tempa
- Natomiast dynamika polskiego PKB powinna wyraźnie się poprawić względem 2023 r.

Ubiegły rok był względnie udany dla globalnej gospodarki. Przynajmniej w relacji do oczekiwań. Prognozy formułowane na starcie 2023 roku przez profesjonalistów w ramach ankiet Bloomberg'a zostały przebite – dynamika światowego PKB wyniosła ok. 3% wobec ww. konsensusu ok. 2,4%. Pozytywne zaskoczenie wynika przede wszystkim z mocnej postawy amerykańskiej gospodarki, rosnącej prawdopodobnie w tempie wyraźnie powyżej 2%, tj. przeszło 1 p.p. powyżej prognoz z początku ub. roku.

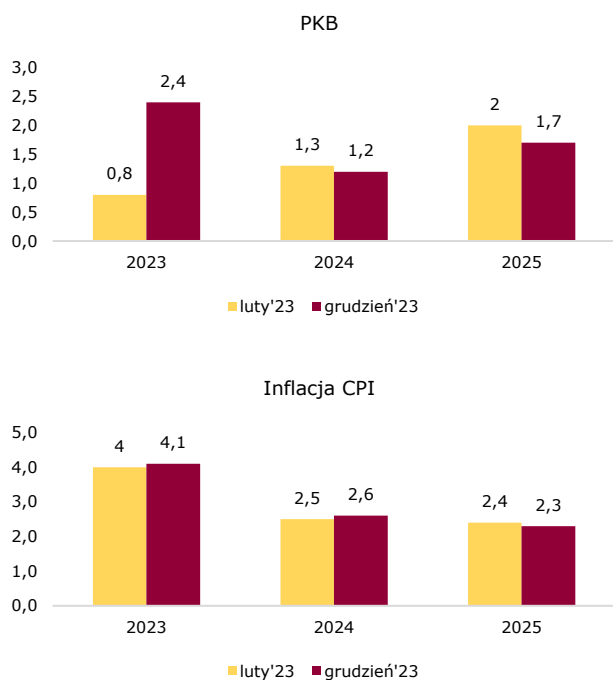
Wzrost gospodarki USA został odnotowany pomimo najwyższych od przeszło dwóch dekad stóp procentowych. Sytuacja na rynku pracy pogorszyła się,

ale jest wciąż całkiem niezła. Inflacja konsumencka na koniec ub. roku uplasowała się zapewne nieco powyżej 3% r/r (nie znamy jeszcze odczytu grudniowego) wobec przeszło 6% r/r na początku. Obecnie bazowym scenariuszem na 2024 r. jest dalsze stopniowe hamowanie inflacji, przy umiarkowanym spowolnieniu wzrostu PKB w okolicach 1,3% oraz stosunkowo nieznacznym pogorszeniu na rynku pracy. Powinna się też pojawić szansa wyraźniejszych obniżek stóp procentowych Fed, zwłaszcza w drugiej połowie roku.

Jednocześnie trzeba przyznać, że taki scenariusz byłby dość optymistyczny. **Trwałe sprowadzenie inflacji w okolice 2%, a więc do celu Fed (bank centralny USA) bez wywołania recesji byłoby zjawiskiem dość wyjątkowym historycznie.** Przedstawiciele Fed zdają sobie z tego sprawę i zwracają uwagę na możliwość realizacji scenariuszy alternatywnych. Jeden z nich wynika, w dużym uogólnieniu, z faktu wysokich stóp procentowych, które mogą w końcu wywołać załamanie gospodarcze. Drugi z kolei można wyprowadzić z obserwacji bieżących danych. Koniunktura przez cały

2023 r. była dobra, rynek pracy wciąż pozostaje w dobrej kondycji (co oznacza dla firm konieczność stałego podnoszenia wynagrodzeń), a inflacja konsumencka była na koniec roku podwyższona. Istnieje zatem ryzyko, że dotychczasowe zacieśnianie polityki monetarnej było niedostateczne, co z kolei implikuje możliwość utrzymywania wysokiej inflacji w dłuższym horyzoncie.

**USA – prognozy dynamika PKB (%) oraz inflacji CPI (%). Porównanie konsensusu Bloomberg’a z początku i końca 2023 r.**



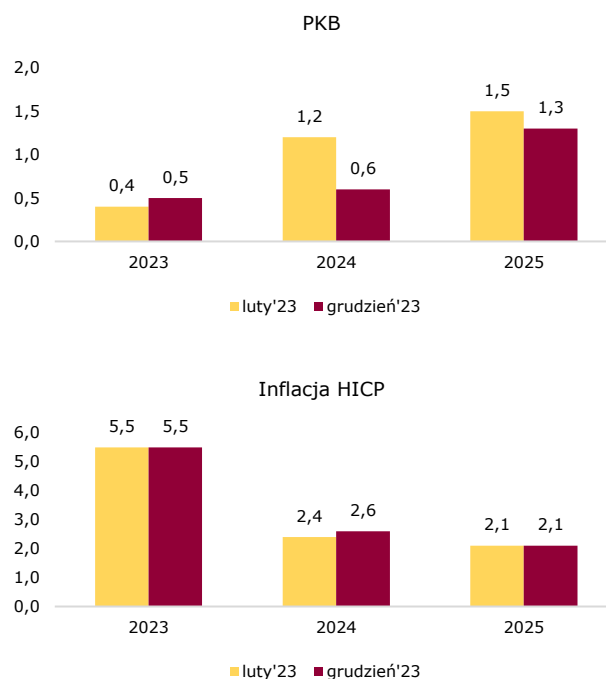
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podobne dylematy można przyłożyć do strefy euro, gdzie jednak bieżący obraz koniunktury jest gorszy niż w USA i sugeruje większe ryzyko tendencji recesyjnych, a zatem również prawdopodobnie mniejszych kłopotów z inflacją. **Scenariuszem bazowym jest utrzymanie tempa wzrostu PKB strefy euro na rachitycznym poziomie z 2023 r., a więc ok. 0,5%.** Inflacja konsumencka HICP (zharmonizowana miara dla wszystkich członków strefy euro) powinna się zbliżyć w okolice celu 2% z końcem 2024 r. Rośnie szansa na obniżki stóp EBC (Europejski Bank Centralny) już w pierwszej połowie roku.

Jednocześnie **strefa euro, jak pokazał zresztą miniony rok, jest wyraźniej ekspozowana na niekorzystny scenariusz podwyższonej inflacji i słabego wzrostu gospodarczego.** W znacznej mierze z powodu mniejszej suwerenności energetycznej. Choć przyspieszona

rozbudowa potencjału importu gazu skroplonego (LNG), trwająca od wybuchu wojny Rosji z Ukrainą powinna wspierać odbicie europejskiego przemysłu z głębokiej depresji, to skala ww. ożywienia jest dość niepewna. Tym bardziej, że gdzieś w tle obecne jest ryzyko nasilenia niepokoju na Bliskim Wschodzie, co grozi zaburzeniem szlaków handlowych, szczególnie w przypadku surowców energetycznych.

**Strefa euro – prognozy dynamika PKB (%) oraz inflacji HICP (%). Porównanie konsensusu Bloomberg’a z początku i końca 2023 r.**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

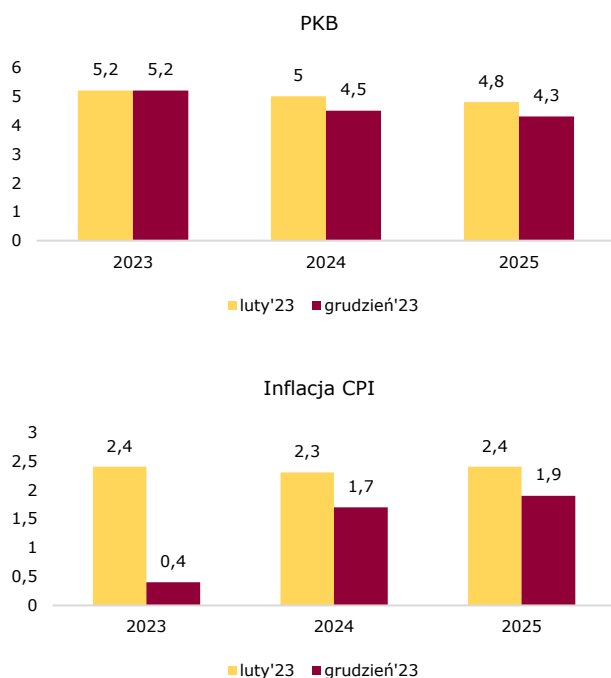
Chiny - druga gospodarka świata w 2023 roku odnotowała całkiem solidny wzrost PKB, prawdopodobnie powyżej 5%. Ale to skutek rezygnacji z restrykcyjnej polityki epidemicznej i odbicia po dość słabym jak na Chiny 2022 r. (3% wzrostu). Średnia dynamika PKB za ostatnie 2 lata to zaledwie 4%, podczas gdy w 2019 r. przed pandemią gospodarka Państwa Środka rosta o 6% i na dodatek było to najsłabsze tempo na przestrzeni dekad. Pojawia się coraz więcej wątpliwości co do jakości chińskiego modelu gospodarczego, czego odzwierciedleniem jest m.in. **obniżenie prognoz wzrostu PKB na lata 2024-2025, do średnio ok. 4,4%.**

Co leży u podstaw pogorszonych perspektyw? Kilka elementów. **Przede wszystkim chęć redukcji nadmiernej**

ekspozycji gospodarki na coraz mniej efektywne inwestycje infrastrukturalne, w tym mieszkaniowe. Pekin regularnie od kilku lat zapowiada większe wsparcie popytu konsumenckiego, ale jak dotąd rzeczywiste działania nie idą w parze z deklaracjami. Rezultatem jest m.in. niska inflacja konsumencka, która w drugiej połowie ub. roku była średnio ujemna w ujęciu r/r. Inflacja producencka notuje zaś wyraźnie ujemne dynamiki r/r nieprzerwanie od października 2022 r.

Tymczasem Chiny, jeśli korygowały w ostatnim czasie swój model rozwoju, to można mówić przede wszystkim o przesunięciu popytu inwestycyjnego z obszaru infrastruktury na sektor przetwórstwa przemysłowego, w tym m.in. w motoryzacji. Słabnący wzrost popytu konsumenckiego ze strony drugiej gospodarki świata, w połączeniu z silną rozbudową zaplecza podażowego (fabryki itd.) i jednoczesnym ograniczeniem inwestycji w surowcochłonną infrastrukturę sugeruje impuls do redukcji globalnej presji inflacyjnej.

**Chiny – prognozy dynamika PKB (%) oraz inflacji CPI (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.**

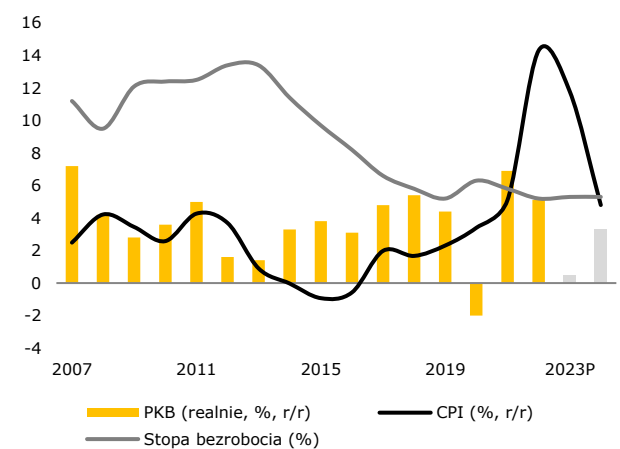


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Polska gospodarka w 2023 roku wg naszych szacunków (DAM Alior) urosła realnie o ok. 0,5%, co jest wynikiem dość słabym, ale w 2024 r. wchodzi w rytm odbijającej koniunktury, przy wciąż mocnym popycie

inwestycyjnym, ożywającej konsumpcji gospodarstw domowych oraz dobiegającym końca cyklu dostosowania zapasów, nadmiernie rozbudowanych w okresie pandemii. Słabym punktem natomiast jest jeszcze popyt zagraniczny. **W 2024 r. spodziewamy się wzrostu PKB w tempie powyżej 3%, któremu towarzyszyć będzie zejście średniorocznej inflacji poniżej 5% z 11,6% w 2023 r.** Powinna się również pojawić przestrzeń do obniżek stóp procentowych, aczkolwiek ograniczona, wobec spodziewanego wygaszania dotychczasowych osłon antyinflacyjnych.

**Polska – prognozy własne Alior Banku wybranych danych makroekonomicznych**

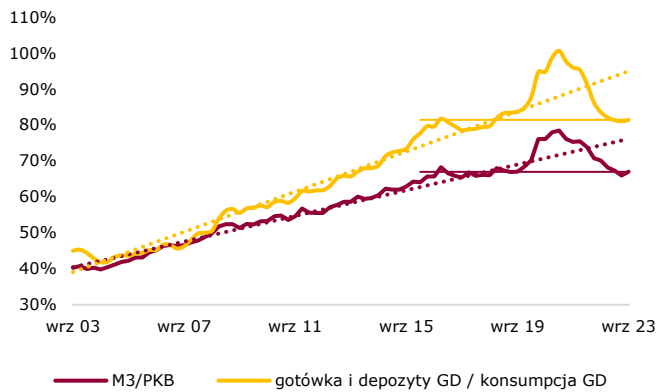


źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Nasz bazowy scenariusz makroekonomiczny na 2024 dla Polski można uznać za umiarkowanie korzystny. Przyspieszenie gospodarcze i towarzysząca mu powolna normalizacja zjawisk inflacyjnych będzie naszym zdaniem możliwa w dużej mierze za sprawą dalszego niwelowania szoków pandemicznych i tych wynikających z wojny Rosji z Ukrainą, przy akompaniamencie rachitycznego globalnego popytu.

Do tego dochodzi normalizacja ilości pieniądza w odniesieniu do wielkości gospodarki. To skutek głównie znacznego osłabienia akcji kredytowej w Polsce w 2023 r., któremu towarzyszył duży nominalny wzrost PKB w okresie 2021-2023. Relacja M3/PKB (M3 to najszerzy agregat monetarny) w całym 2023 r. była już na poziomach zbliżonych do tych obserwowanych w kilku latach przedpandemicznych. Podobne tendencje można zaobserwować w zależnościach pomiędzy gotówką i depozytami gospodarstw domowych a konsumpcją prywatną.

## Polska – ilość pieniądza vs PKB i konsumpcja prywatna

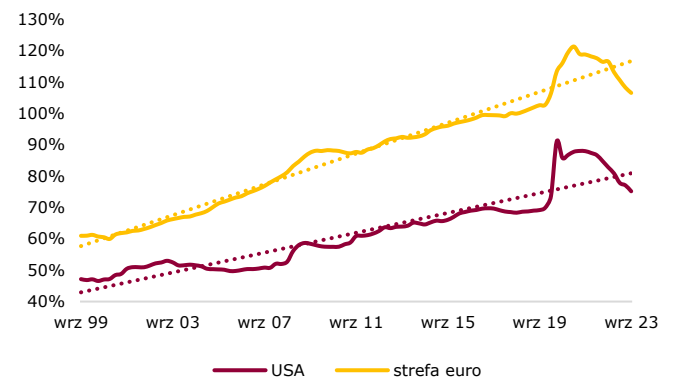


źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Odnosnie podaży pieniądza w USA jak i strefie euro, to w latach 2021-23 obserwowany był tam znaczny wzrost nominalnego PKB (realny + inflacja), początkowo napędzany odbiciem gospodarczym po pandemii, a w dalszej fazie głównie wysoką inflacją. Proces ten, w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi, miał istotne skutki dla normalizacji wielkości podaży

pieniądza w relacji do PKB. W strefie euro współczynnik jednego z agregatów M2 do PKB w III kw. 2023 wyniósł 106,5%, a więc był już znacznie niższy niż w szczytowym momencie pandemicznego luzowania fiskalnego i monetarnego (powyżej 120%) i na poziomie zbliżonym do I kw. 2020 r. W USA obserwowane są podobne tendencje. (js)

## USA i strefa euro – podaż pieniądza w relacji do PKB (M2/PKB)



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

- Dobre nastroje wspierane są „miękkim lądowaniem” gospodarek i skutecznością polityki pieniężnej
- Konsensusy prognoz analityków zakładają kilkuprocentowe wzrosty zysku na akcję w 2024 r. dla indeksów S&P500 i Stoxx Europe 600
- Pomimo perspektyw gospodarczych lepszych dla USA, niżej wyceniane akcje europejskie oceniamy w br. jako bardziej perspektywiczne od amerykańskich

Z końcem ubiegłego roku na głównych rynkach rozwiniętych utrzymywały się dobre nastroje, a indeks MSCI World agregujący te rynki zbliżył się do historycznego maksimum. Czy w bieżącym roku można więc liczyć na nowe rekordowe poziomy? Z pewnością są ku temu szanse, ale też jak każdy scenariusz prognostyczny jest to obciążone ryzykiem. W ostatnich miesiącach rynek akcji, zwłaszcza amerykańskich,

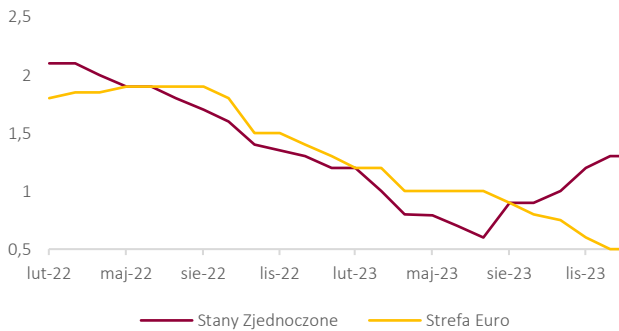
mającym największy udział w globalnych indeksach rynków rozwiniętych, sprzyjały z jednej strony lepsze prognozy w zakresie wzrostu gospodarczego, z drugiej szacunki w zakresie łagodniejszego podejścia w kwestii polityki pieniężnej.

W odniesieniu do prognoz wzrostu PKB należy podkreślić, że nie stały się one hurraoptymistyczne, ale że oczekiwane wcześniej spowolnienie gospodarcze przybierze znacznie łagodniejszą postać. Dość powiedzieć, że jeszcze przed rokiem szacowano dla danych kwartalnych (za III i IV kw. 2023) ujemne zmiany PKB, podczas gdy w kolejnych miesiącach „ciężar” spowolnienia zaczęto powoli przesuwając w głąb 2024, ale z nadal wykazywanym wzrostem PKB, czyli uniknięciem recesji. **Drugim elementem była polityka pieniężna w ramach której dokonane podwyżki stóp procentowych przy sprzyjających czynnikach zewnętrznych (ceny**



surowców) pozwalają na skuteczną walkę z inflacją. Wyceny instrumentów pochodnych na stopę procentową, wspierane wypowiedziami przedstawicieli Fed, sugerują oczekiwaną obniżkę stóp procentowych jeszcze w I półroczu tego roku.

#### Ewolucja prognoz realnego wzrostu PKB na r. 2024



źródło: Bloomberg

Dla indeksu S&P500 grupującego akcje 500 największych spółek z USA, konsensus prognoz na 2024 r. zakłada wzrost zagregowanego zysku na akcję (EPS) o ok. 10%. O ile w I połowie 2023 r. prognozy były mocno rewidowane w dół, o tyle od II półrocza pozostają stabilne, co też podbudowuje nastroje inwestycyjne. Ale też silne bazowanie na prognozach wypycha zagregowany wskaźnik P/E (cena do zysku na 1 akcję) dla całego indeksu do poziomów powyżej 20x, czyli bieżąca wycena indeksu jest ponad dwudziestokrotnie wyższa od generowanego rocznego zysku. Jak zostało wskazane, bieżące prognozy na cały 2024 zakładają ok. 10% zysku, co można byłoby odczytać jako tożsamy potencjał wzrostu wyceny rynkowej.

Jednakże wspomniana wielokrotność bieżącej wyceny akcji (indeksu S&P500) względem zysku na akcję, nawet tego prognozowanego, jest wysoka – istotnie powyżej swojej 10-letniej średniej, ale również powyżej innych głównych rynków rozwiniętych, zwłaszcza europejskich. Ponadto owe prognozy wzrostu zysku zakładają blisko dwukrotnie wyższe tempo wzrostu niż przychodów, co oznacza, że jest oczekiwane zwiększenie marżowości przedsiębiorstw. W sytuacji prognozowanego spadku inflacji lub chociażby jej stabilizacji, czyli przywracania równowagi popytu/podaży w gospodarce, takie szacunki są obciążone ryzykiem i patrząc na przeszłe niższe poziomy marżowości jest większe prawdopodobieństwo ich zawężania niż zwiększenia.

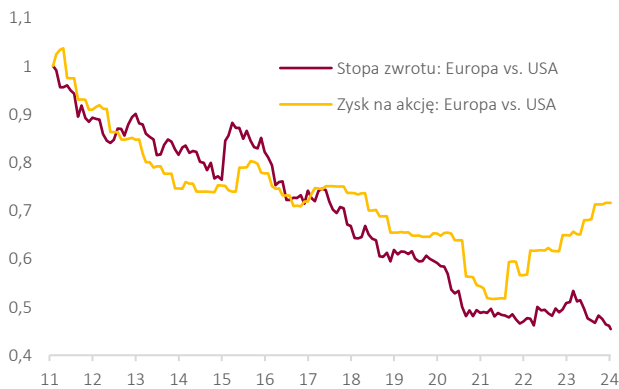
Ale też na korzyść tych prognoz może przemawiać fakt, że struktura sektorowa amerykańskiego rynku kapitałowego z silną dominacją spółek wysokich technologii wciąż się oddala od struktury sektorowej całej gospodarki, a gros największych amerykańskich spółek to międzynarodowe czempiony, czerpiące bardzo duże dochody również z innych państw, a więc wykazujące znacznie mniejszą wrażliwość na ryzyka wyłącznie amerykańskiej gospodarki. Dostrzegalny jest również postępujący trend prób wykorzystania sztucznej inteligencji, która ma poprawić efektywność, produktywność oraz skrócić czas potencjalnej działalności badawczej, co też w przyszłości ma skutkować generowaniem wyższych zysków.

W analizie międzyrynkowej na ogólną atrakcyjność rynku akcji wpływa również to co się dzieje na innych klasach aktywów, a zwłaszcza na rynku obligacji. W ostatnich miesiącach większy przyływ sentymentu do rynku akcji wynikał także z mocnego spadku rentowności amerykańskich papierów skarbowych krótko i długoterminowych, które w dwa miesiące obniżyły się o ok. 1 pp. Z punktu widzenia akcji oznacza to spadek atrakcyjności długu (mniejsza dochodowość), niższa stopa dyskonta (istotny element przy wycenie akcji oraz projektów inwestycyjnych w tym M&A, im niżej tym lepiej) oraz potencjalnie niższe koszty odsetkowe dla działalności operacyjnej. Tyle, że sama stopa nominalna to „jedna strona medalu”, natomiast ważna też jest realna stopa procentowa, czyli uwzględniająca bieżącą i prognozowaną inflację. Realne stopy procentowe w USA, chociaż ostatnio spadły, nadal pozostają na ponad 10-letnim maksimum. A to oznacza, że stanowią niejako konkurencję dla ryzykownych aktywów, zwłaszcza w okresach podwyższonej niepewności, i mogą stanowić przeszkodę dla utrzymywania podwyższonych wycen rynku akcji (P/E > 20x).

W odniesieniu do akcji europejskich (indeks Stoxx Europe 600) jest przede wszystkim dostrzegalna znacznie niższa wycena poprzez wskaźnik P/E, która wynosi mniej niż 15x, a wg prognozowanego na koniec roku zysku nawet poniżej 13x. Jeszcze kilka lat temu wskazywano, że niższe wyceny akcji europejskich miały swoje uzasadnienie przede wszystkim w relatywnie słabszych zyskach względem akcji amerykańskich (rosły w wolniejszym tempie). Ale już od ok. 2 lat widać odwracanie lub chociażby przerwanie tego procesu (zysk na akcję), a więc

rosną szansę na odwrócenie siły relatywnej również w stopach zwrotu z akcji europejskich vs. amerykańskich.

### Siła relatywna stopy zwrotu i zysku na akcję (EPS)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Ale też sytuacja makroekonomiczna niesie w sobie pewne zagrożenia. **W przeciwieństwie do USA, w strefie euro w ostatnich tygodniach raczej dokonywano rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego w 2024 r. oraz w poszczególnych kwartałach.** Również tutaj ryzyko recesji raczej jest zażegnane, a pojawi się bardziej miękkie lądowanie, jednakże roczne dynamiki oscylujące trochę powyżej zera to nie jest mocny wyczyn. **W tej sytuacji mogą być pod dużą presją prognozy wzrostu zysków przedsiębiorstw w 2024, gdzie konsensus wynosi ok. 8%.** Tym bardziej że prognozy w zakresie przychodów ze sprzedaży zakładają zbliżony poziom do 2023 r. Podobnie jak w USA oznacza to prognozy wyższych marż operacyjnych, a w obliczu szacunków dalszego chłodzenia inflacji raczej będzie to trudne do osiągnięcia.

Wsparciem dla prognoz może być jednak silne umiędzynarodowienie europejskich przedsiębiorstw, które blisko 60% przychodów ze sprzedaży czerpią spoza Europy, a więc wykazują niższą wrażliwość na czynniki makro starego kontynentu. Na korzyść europejskiego rynku przemawiają również wyceny akcji nie tylko względem innych rynków akcji (np. amerykańskich), ale również względem danych historycznych (wskaźnik P/E poniżej 10-letniej średniej). Również tutaj **niższa wycena P/E oferuje wyższą premię względem europejskich obligacji**, inaczej mówiąc atrakcyjność długu w relacji do akcji jest znacznie mniejsza niż dla akcji amerykańskich i tamtejszych obligacji skarbowych. Ten czynnik również wpływa na niewielką preferencję tego regionu ponad USA i wg bieżących prognoz zysków przedsiębiorstw

dostrzegamy szansę relatywnie lepszego zachowania akcji europejskich w tym roku. (mb)

## Rynki wschodzące (EM)

- Główne trendy z 2023 roku, takie jak odpływ zagranicznego kapitału z Chin i wzrost znaczenia Indii czy Meksyku w światowym handlu będą się utrzymywać
- Kluczowym pozostaje pytanie o stan chińskiej gospodarki
- Sentyment wobec spółek z Ameryki Łacińskiej wspiera m.in. *nearshoring*
- Indie przejmują od Chin rolę lidera w dynamice wzrostu gospodarczego, ale pozostają najdroższym rynkiem

Akcje rynków wschodzących ogółem w ubiegłym roku nie radziły sobie najlepiej. Co więcej, **jest to już trzeci z rzędu rok, w którym rynki EM radziły sobie gorzej od najważniejszych rynków akcji DM** (takich jak USA, Europa czy poszczególne kraje jak np. Japonia). Kluczowym czynnikiem do osiągnięcia zadowolających stóp zwrotu była selekcja geograficzna – podczas gdy w minionym roku akcje z azjatyckich rynków wschodzących (zagregowane w indeksie MSCI EM Asia) wzrosły zaledwie nieco ponad 2%, akcje z regionu Ameryki Łacińskiej (mierzone zmianą procentową indeksu MSCI EM Latin America) wykazały się prawie 24%-owym wzrostem.

**Największym rozczarowaniem 2023 roku okazały się Chiny**, gdzie po zniesieniu rygorystycznej polityki zero-COVID inwestorzy spodziewali się (wzorem tego, co stało się po pokonaniu pandemii w gospodarkach rozwiniętych) gwałtownego wzrostu konsumpcji i tym samym, szybkiego powrotu drugiej największej na świecie gospodarki na drogę dynamicznego wzrostu. Nic takiego się jednak nie stało, a co miesiąc rynek negatywnie zaskakiwany był kolejnymi informacjami o malejącej sprzedaży detalicznej, słabnącym bilansie handlowym i hamującym przemyśle. „Oliwy do ognia” dolewały doniesienia o kolejnych sankcjach ze strony Stanów Zjednoczonych, uderzających w chiński sektor wysokich technologii (kluczowy zarówno dla ChRL, jak i innych gospodarek tego regionu, tj. Tajwanu czy Korei Południowej). Tym samym **chiński rynek akcji został**

ominięty przez jeden z najważniejszych motywów w świecie inwestycji w ostatnich kwartałach, jakim był „boom AI”, to jest wzmożonym zainteresowaniem inwestorów akcjami spółek związanych z rozwojem i wykorzystaniem sztucznej inteligencji.

Jakby tego było mało, w 2023 roku pogłębiał się kryzys na chińskim rynku nieruchomości – niewypłacalność ogłaszali kolejni deweloperzy (w tym gigant Country Garden), a w kłopoty wpadały także spółki z sektora finansowego, inwestujące i oferujące instrumenty oparte o ceny nieruchomości.

**Dobry sentyment wobec spółek z Ameryki Łacińskiej wynikał natomiast przede wszystkim z wydarzeń geopolitycznych.** W związku z napięciami na linii Chiny – Tajwan – USA, wciąż trwającą wojną w Ukrainie i konfliktem w regionie Bliskiego Wschodu, wzrosło znaczenie krajów Ameryki Środkowej i Południowej. Inwestorzy kierowali tam swoje środki wycofując je z regionów zagrożonych konfliktem zbrojnym czy zapaścią gospodarczą. **Dodatkowo kraje Ameryki Łacińskiej zyskują na trendzie nearshoringu**, czyli przenoszenia fabryk i zakładów amerykańskich przedsiębiorstw do krajów geograficznie bliższych Stanom Zjednoczonym, w wyniku czego wspomniane wcześniej Meksyk czy Brazylia zyskują w roli partnera handlowego USA, tym samym wzmacniając swoją pozycję w globalnym handlu.

Spodziewamy się, że główne czynniki kształtujące sentyment na rynkach wschodzących w minionym roku będą miały istotne znaczenie także w nadchodzących kwartałach. Kluczowe pozostaje pytanie o stan chińskiej gospodarki i to, czy uda się jej przejść z dotychczasowego modelu opartego na eksporcie i dużym udziale budownictwa w PKB na taki, w którym główną siłą napędową gospodarki będzie wewnętrzna konsumpcja i sektor usługowy. Dużo zależy od chińskich władz, w tym ich stopnia ingerencji w działanie przedsiębiorstw i proponowane stymulusy gospodarcze. **Dużym wyzwaniem dla Państwa Środka będzie łagodzenie skutków zbliżającego się kryzysu demograficznego** – już w 2022 roku po raz pierwszy od 60 lat zanotowano ujemny przyrost naturalny. **Niewiadomą pozostaje również dalszy rozwój rynku nieruchomości** – brak ożywienia w dynamice sprzedaży nowych domów i kolejne bankructwa deweloperów będą skutecznie hamowały gospodarkę Chin, uderzając również w sektor finansowy

(m.in. poprzez spadek popytu na kredyty hipoteczne). O ile nie nastąpi niespodziewana i gwałtowna poprawa relacji z USA, wciąż będziemy obserwować pogłębianie się wojny handlowej i technologicznej, tym bardziej, że do amerykańskich sankcji przyłączyły się kraje Unii Europejskiej i Japonia.

Spodziewamy się natomiast, że **nadchodzące kwartały w chińskiej gospodarce będą kontynuacją dynamicznego wzrostu produkcji sektora samochodów elektrycznych.** W ciągu ostatnich kilku lat ChRL stała się gigantem w dziedzinie elektromobilności, na co złożyło się wiele czynników: m.in. programy wsparcia ze strony rządzących (np. brak opłat za parkowanie aut elektrycznych czy finansowe wsparcie producentów EV) czy łatwiejszy niż w innych krajach dostęp do pierwiastków potrzebnych do produkcji baterii (Chiny przodują w wydobywaniu i produkcji takich surowców jak lit, grafit czy nikiel). Mnogość modeli i przede wszystkim niskie ceny produkowanych przez Chińczyków samochodów elektrycznych skutkują coraz większym zainteresowaniem ze strony państw zachodnich. W minionym roku eksport samochodów z Chin był wyższy niż z Japonii czy Niemiec. Tym samym firmy takie jak BYD, Geely czy SAIC skutecznie konkurują już z takimi markami jak Tesla, Volkswagen czy Toyota.

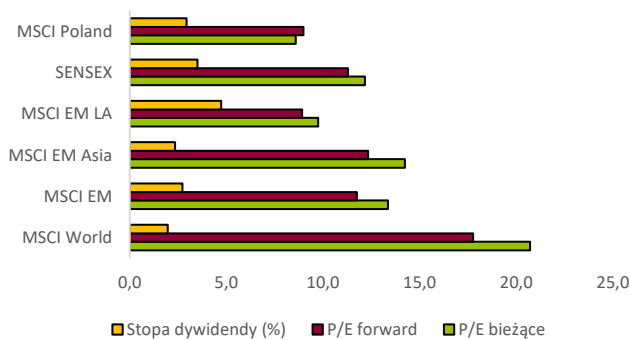
**Uważamy też, że kontynuowany będzie wspomniany wcześniej trend nearshoringu**, tj. przenoszenia zakładów produkcyjnych geograficznie bliżej siedzib spółek. **Będzie to skutkowało dalszym wzrostem znaczenia krajów Ameryki Łacińskiej w globalnym handlu.** Dodatkowo, gospodarki takie jak Brazylia czy Meksyk szybko poradziły sobie także z problemem inflacji, **mając teraz dużą przestrzeń do luzowania polityk monetarnych**, co w teorii powinno wspierać sytuację spółek (poprzez m.in. niższe koszty finansowania) i tym samym wzrost cen ich akcji. Niezmiennie atrakcyjne wyceny i wysoka stopa dywidendy to również ważne argumenty za obecnością na tych rynkach w 2024 roku.

Rolę lidera w dynamice wzrostu gospodarczego przejęły od Chin Indie, które w minionym roku stały się oficjalnie najludniejszym krajem świata. Konflikt technologiczny między Chinami a USA sprawia, że amerykańskie przedsiębiorstwa (nawet te największe, jak np. Apple) przenoszą produkcję do Indii, gdzie po pierwsze jest **mniejsze ryzyko niesprzyjających decyzji politycznych**, po drugie **niższe są koszty pracy**, a po trzecie **Indie mają**

wyraźnie lepszą sytuację demograficzną (średnia wieku to ok. 31 lat, podczas gdy w Chinach jest to już przeszło 40 lat).

Główne czynniki kształtujące nastawienie inwestorów do krajów rozwijających się są zatem długoterminowe, dlatego też w 2024 rok wchodzimy z utrzymywanym od wielu miesięcy umiarkowanie negatywnym nastawieniem do akcji rynków wschodzących ogółem. Nie rezygnujemy natomiast z off-benchmarkowej pozycji w akcjach spółek z Ameryki Łacińskiej, po którym to regionie spodziewamy się dalszej relatywnej przewagi w stosunku do reszty rynków EM. (ab)

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, \*dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Indie – Sensex, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, aktualne na 15.01.2024 r.

## Polska

- Akcje nadal z dobrym sentymentem
- Ponownie wzrosły oczekiwania na przyszłoroczne wyniki krajowego rynku akcji
- Krajowy rynek akcji w 2023 r. wyraźnie wyprzedził globalny benchmark

Grudzień dla akcji notowanych na GPW był ponownie udanym miesiącem. Główne indeksy wyraźnie rosły, najmocniej sWIG80, skupiający mniejsze podmioty (wzrost o 6,6%). W przeciwieństwie do listopada sentyment na krajowym rynku akcji był w grudniu lepszy od globalnego, mierzonego indeksem MSCI All Countries, który zyskał 4,7%. W ujęciu całorocznym akcje na GPW mierzone indeksem WIG w 2023 r. wzrosły o 36% vs. 20% wzrostu indeksu globalnego MSCI All Countries.

W grudniu wzrostom kursów głównych indeksów GPW towarzyszyły różnokierunkowe rewizje oczekiwanych 12-miesięcznych zysków. Dla indeksów WIG i WIG20 inwestorzy podnieśli oczekiwane zyski po 2,2%, z kolei dla najsilniejszego w minionym miesiącu indeksu sWIG80 – rynek obniżył oczekiwane tegoroczne zyski o 2,2% w stosunku do konsensusu z końca listopada, co niejako skorygowało optymizm jaki wtedy panował na tym indeksie.

Zagłębiając się na niższy poziom poszczególnych sektorów GPW, w minionym miesiącu najlepiej zaprezentował się WIG-Paliwa, który wzrósł o 10,7%. Kolejne lokaty zajęły WIG-Budownictwo (+10,3%), WIG-Górnictwo (+6,4%) oraz WIG-Banki (+4,9%). W przypadku paliw oraz banków inwestorzy podnieśli oczekiwania na tegoroczne zyski odpowiednio o 5,2% oraz 4,2%. Z kolei dla sektora górniczego rynek zakłada w bieżącym roku zmniejszenie zysków o 15,9% w porównaniu z listopadowym konsensem. W sektorze energetycznym rynek obniżył oczekiwane tegoroczne zyski o 9,8% m/m, na co kurs praktycznie nie zareagował. Utrzymujący się dobry sentyment na bankach był nadal pokłosiem zaskakującej w listopadzie decyzji RPP o utrzymaniu stóp procentowych na poziomie 5,75% (przyp. rynek spodziewał się wtedy obniżki o 25 pb.). Pozostałe sektory GPW odnotowały rewizje w dół oczekiwanych wyników od 3,4 do 7,5% w ujęciu m/m.

Spoglądając na historyczne wartości wskaźników P/E (cena do zysku za ostatnie 12-miesiące), akcje polskie jako cały rynek, w dalszym ciągu wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (7,5x) i jednocześnie obok Turcji (5,8x) są najtańsze w gronie liczących się światowych gospodarek. Dla wskaźnika P/E w okolicy poniżej 10 wyceniane są ponadto Chiny i Ameryka Łacińska. Pozostałe główne światowe rynki akcji są wyraźnie droższe na tym wskaźniku. Nadal za relatywną słabość krajowego rynku akcji w dominującym stopniu odpowiada trwająca wojna w Ukrainie (i napięta sytuacja w związku z prowokacjami ze strony białoruskiego reżimu).

W dalszym ciągu większość istotnych sektorów GPW (poza drogo wycenianymi budownictwem i górnictwem) utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat historycznego P/E, przy czym najtańsze są paliwa i banki. Przez pryzmat tego wskaźnika niezmiennie tanie są

również indeksy WIG i WIG20. Obserwując wskaźnik oczekiwany P/E nisko (w okolicy 10-letnich minimów) prezentują się te same indeksy, czyli: WIG, WIG20, banki oraz paliwa. Utrzymujące się od wielu miesięcy niskie wyceny krajowego rynku są symptomem tego, że inwestorzy oczekują wyższych zwrotów z akcji za ryzyko inwestowania w kraju sąsiadującym z wielkoskalową wojną. Dla kondycji polskiego rynku akcji w średnim okresie kluczowe znaczenie powinien mieć dalszy przebieg wojny w Ukrainie, gdzie aktualnie żadna ze stron nie posiada przewagi, a Ukraina jest nadal w trudnej sytuacji. Drugim czynnikiem są perspektywy dla krajowej inflacji, która od 10 miesięcy systematycznie spowalnia (w grudniu do zaskakująco niskiego poziomu 6,2% r/r). Kolejnym czynnikiem ryzyka geopolitycznego są napięcia związane z utrzymującym się od października ub. r. militarnym konfliktem na Bliskim Wschodzie. Jeśli

wymknie się on spod kontroli, to mogłoby to negatywnie odbić się na sentymencie na rynkach akcji. Trudna sytuacja geopolityczna będzie też przeplatać się z tegoroczną kampanią wyborów prezydenckich w USA.

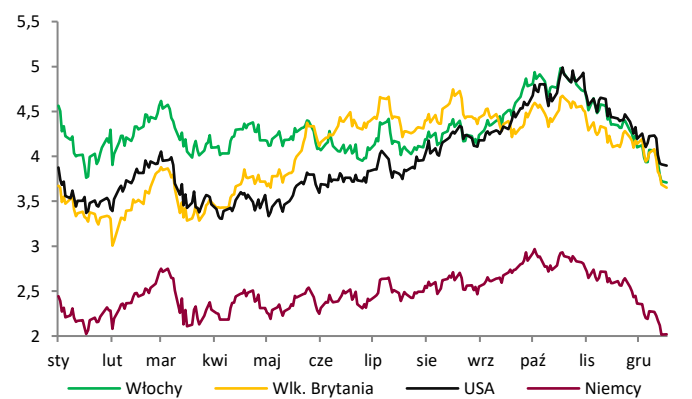
**Na początku 2024 roku utrzymujemy neutralne nastawienie (w horyzoncie 6-12 miesięcy) dla akcji polskich.** Uważamy, że jest to adekwatne średnioterminowe pozycjonowanie w kontekście zbiorczego ryzyka, utrzymujących się niskich wycen polskich akcji, zdrowych fundamentów sektora bankowego oraz napływów netto do PPK (zgrupowane aktywa przekroczyły 20 mld zł). **Akcje polskie oraz Ameryki Łacińskiej są przez nas tym samym najlepiej postrzegane** spośród pokrywanych analizami rynków akcji. (tk)

## Obligacje

- W ostatnich dwu miesiącach ub. roku nastąpił gwałtowny spadek z wieloletnich maksimów rentowności długoterminowych obligacji skarbowych krajów DM
- Spadły również premie kredytowe w segmencie zagranicznego długu korporacyjnego IG
- Segment obligacji DM/IG nadal oceniamy jako atrakcyjny, ale od stycznia pozytywnie spoglądamy także na rynek pieniężny w USA
- Zdecydowanie unikamy zagranicznych obligacji *high-yield* ze względu na niedostateczną premię za ryzyko
- Na polskim rynku obligacji korzystniejszego profilu zysku do ryzyka upatrujemy w obligacjach zmienno-kuponowych, w tym emitentów korporacyjnych, ale tylko o najwyższym standingu finansowym.
- W związku z prawdopodobnym w najbliższych miesiącach *status quo* na stopach NBP i wysokich potrzebach pożyczkowych budżetu preferujemy dług zagraniczny od polskiego

Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na najważniejszych rynkach kontynuowały w grudniu spadki z najwyższych poziomów od ponad dekady. Rentowność 10-latek amerykańskich z 5% jeszcze w październiku spadła do poniżej 4%, niemieckich z 3% do poniżej 2%.

**Rentowności (proc.) 10-letnich obligacji skarbowych krajów - czołowych emitentów z DM**

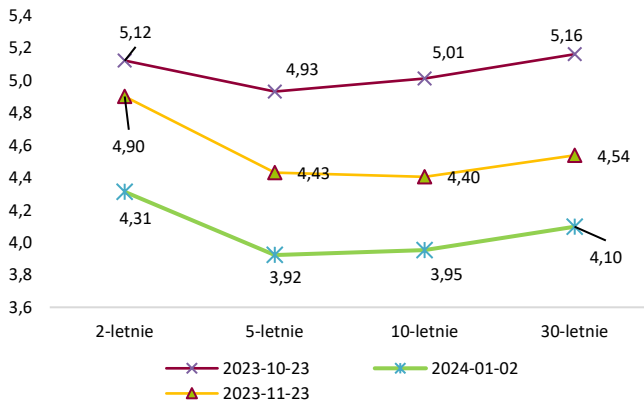


źródło: Bloomberg

Tak wysoka skala i tempo umocnienia na rynku amerykańskich obligacji nie była widziana od krachu giełdowego w 1987 roku. Oczywiście za tym umocnieniem szło przeszacowanie w wyniku napływających danych makro oczekiwań inwestorów co do docelowego poziomu

stopy procentowej Fed w długim terminie, a także momentu pierwszej obniżki z aktualnie wysokiego przedziału 5,25-5,5%.

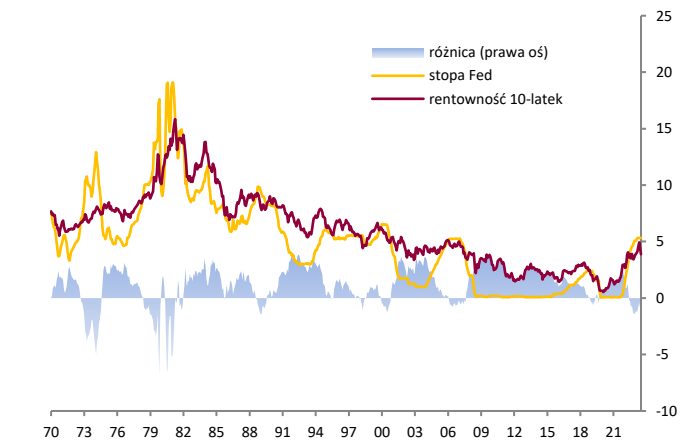
**Rentowności (proc.) stałokuponowych obligacji skarbowych rządu USA 2-, 5-, 10- i 30-letnich w określonych datach**



źródło: Bloomberg

Uważamy jednak ten ruch za zbyt dynamiczny. Przed wszystkim trwały powrót inflacji do poziomu poniżej 2% (celu banku centralnego) w USA jest jeszcze odległy (w grudniu inflacja CPI znów podskoczyła – do 3,4% r/r), a w okolicy połowy roku zniknąć będą korzystne efekty bazowe. Warty nadmienia natomiast jest, że rynek energii w USA nie jest zniekształcony subsydiami czy dotacjami tak jak to ma miejsce w innych częściach świata, w tym Europie, a bank centralny zachowuje wysoką wiarygodność i prędzej czy później zapewne uda mu się sprowadzić trwale inflację do celu. Uważamy jednak, że może być to **okupione koniecznością późniejszego i/lub powolniejszego obniżania stóp przez Fed** niż oczekuje tego rynek, a w związku z tym, że krótkoterminowe stopy procentowe są o ponad 1 pkt. procentowy wyższe niż długoterminowe ( premia terminowa jest ujemna), **za zasadne w styczniu uznaliśmy doważenie portfeli ekspozycją na rynek pieniężny dolara amerykańskiego** i tym samym, częściowe zmniejszenie ekspozycji na ryzyko stopy procentowej (duration) w ekspozycji globalnej.

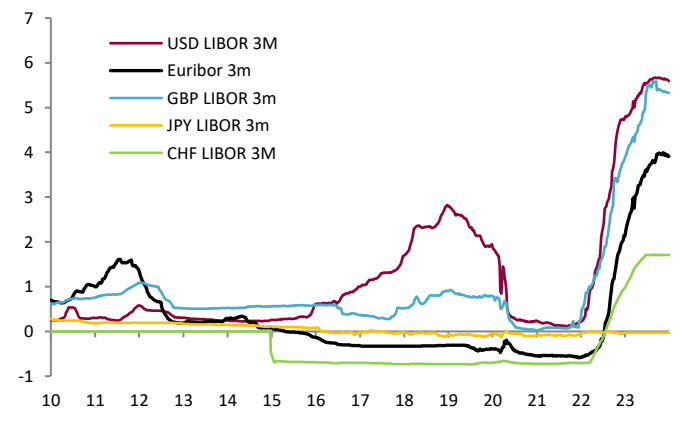
**Premia terminowa na rynku USA (proc.)**



źródło: Bloomberg

Mimo iż nadal oceniamy klasę obligacji zagranicznych DM/IG (obligacji skarbowych krajów wysoko-rozwiniętych oraz korporacyjnych o wysokim standingu finansowym) jako atrakcyjną, to nie spodziewamy się już szybkiej kontynuacji dalszego spadku rentowności, przynajmniej w I poł. bieżącego roku, a w związku z tym na relatywnej atrakcyjności zyskuje w takich uwarunkowaniach rynek pieniężny dla głównych walut, na czele z dolarem amerykańskim.

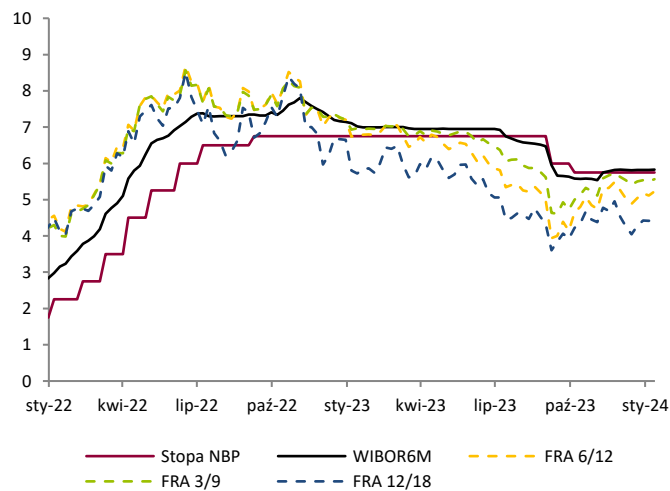
**Stawki na rynkach pieniężnych dla najważniejszych walut**



źródło: Bloomberg

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje wyczekiwanie na efekty realizacji budżetu nowego rządu. W związku z wysokim deficytem budżetowym i zapotrzebowaniem pożyczkowym uważamy, że zwłaszcza **obligacje stałokuponowe i długoterminowe (skarbowe) mogą być pod presją podaży**, czego nie zmieni dalszy oczekiwany spadek krajowej inflacji w pierwszych miesiącach br.

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

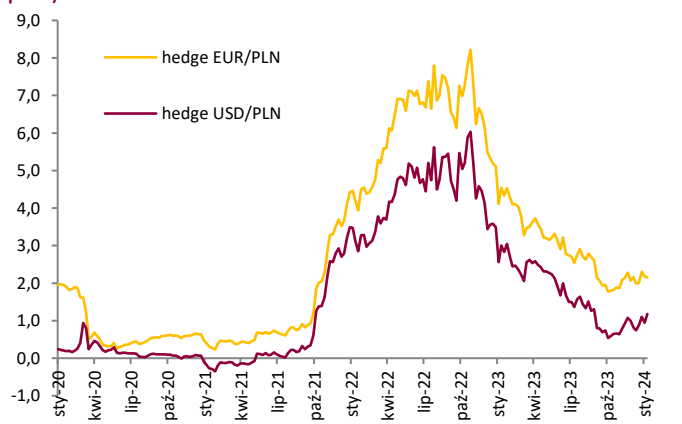


źródło: Bloomberg, Bloomberg, FRA x/x+6 oznacza kontrakt na 6-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

Bazowym scenariuszem jest zatem utrzymanie się głównej stopy procentowej NBP na dotychczasowym poziomie 5,75%, a będącej bazą do oprocentowania większości obligacji zmienno-kuponowych, w tym skarbowych WZ, stopy WIBOR6M- w okolicy 5,8%.

Względem polskich obligacji preferujemy ogółem jednak zagraniczne, gdzie z tytułu zabezpieczenia kursu walutowego dodatkowa stopa zwrotu przy aktualnych uwarunkowaniach to ok. 1 proc. w PLN względem USD i ponad 2 proc. w stosunku rocznym względem euro. (zo)

**Uzysk\* na hedgingu do PLN w horyzoncie 12 mies. (proc. p.a.)**

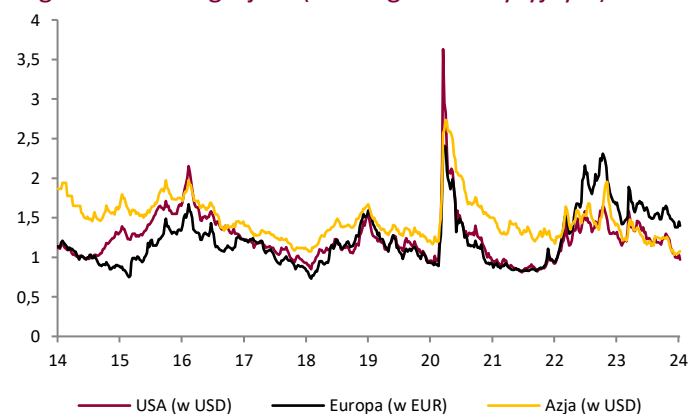


źródło: Bloomberg, opracowanie własne, \* szacunek własny

## Zagraniczne korporacyjne

Ostatnie tygodnie 2023 roku dla rynku obligacji korporacyjnych o ratingach inwestycyjnych (IG – Investment Grade) okazały się historycznie rekordowe. Główny indeks, czyli Bloomberg US Aggregate zanotował najlepsze stopy zwrotu od października 1987 roku. Istotny wpływ na takie wyniki miały zarówno silne spadki rentowności obligacji skarbowych, jak i zacieśniające się spready (premie) w każdym regionie. Biorąc pod uwagę silne wzrosty, dezinflację i łagodniejsze polityki banków centralnych, prawdopodobnie zwiększone zaufanie inwestorów do rynku, będą powodowały dalszy spadek zmienności i utrzymanie cieńszych spreadów. Mimo iż atrakcyjność segmentu obligacji IG w ostatnich miesiącach się zmniejszyła to całkowita rentowność i potencjalna stopa zwrotu (w porównaniu ze stosunkiem ryzyka do zysku w przypadku innych aktywów) na najbliższe kwartały jest nadal wysoka, zwłaszcza w preferowanym przez nas regionie europejskim.

**Premie (spready) za ryzyko kredytowe w poszczególnych segmentach obligacji IG (o ratingu inwestycyjnym)**



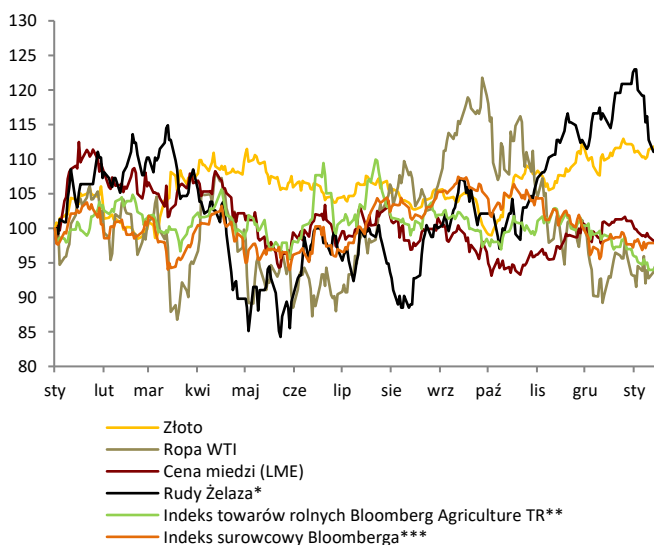
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W 2024 rok emitenci obligacji o ratingu inwestycyjnym wchodzą z mocnymi bilansami, silnymi pozycjami płynnościowymi i dobrymi wynikami finansowymi co powinno dodatkowo wspierać ten segment rynku. Obligacje emitentów o najwyższych ratingach inwestycyjnych (IG) stanowią też w dalszym ciągu bardzo dobre zabezpieczenie przed ewentualną recesją, czego nie można powiedzieć o emitentach o ratingach subinwestycyjnych (HY – high yield). W tym drugim segmencie premie za ryzyko są niewielkie na tle historycznym, a część bankructw emitentów może być odłożona w czasie. (dm,zo)

# Surowce

- Poprzedni rok upłynął na rynku surowcowym pod znakiem silnego dolara, wysokiego kosztu pieniądza i obaw o koniunkturę gospodarczą
- W 2024 r. ropa powinna pozostawać w przedziale 70-90 USD
- Banki centralne kupują rekordowe ilości złota, inwestorzy indywidualni czekają...
- Dla sektora metali kluczowe będą efekty stymulacji gospodarki chińskiej
- Miedź czeka w „blokach startowych” na historyczną hossę napędzaną zieloną transformacją

## Wybrane surowce od początku roku 2023 (2023.01.01=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%

Rynek surowcowy jako całość przyniósł w roku 2023 zdecydowanie niższe stopy zwrotu niż akcje i obligacje. Indeks Bloomberg Commodity Index zakończył rok z wynikiem -12,2%. Głównym obciążeniem okazały się ceny gazu ziemnego (-49%), węgla energetycznego (-46%) czy niektórych towarów rolnych. **Jednak najważniejsze surowce, którymi handluje się na globalnych rynkach**

towarowych mogą pochwalić się znacznie lepszymi rocznymi stopami zwrotu. Ropa Brent zanotowała spadek o zaledwie 2%, miedź drożała o 1,7%, natomiast dolarowa cena złota wzrosła o 13,7%.

Generalnie rok upłynął pod znakiem obaw o globalną koniunkturę gospodarczą i jej wpływ na popyt na towary. Gospodarki krajów Zachodu, głównie USA, wykazywały długo zaskakującą odporność na rosnące stopy procentowe. Dopiero końcówka roku przyniosła nieco słabsze dane makro. Równocześnie Chiny, główny światowy konsument surowców, rozczarowywały gospodarczo. Rynek nieruchomości pozostawał w kryzysie, a działania stymulacyjne władz inwestorzy oceniali jako niewystarczające. **Ważnym wydarzeniem było grudniowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, po którym powstał konsensus rynkowy do zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych w USA**, a przyszłe łagodzenie polityki monetarnej, powinno wpływać na relatywne osłabianie się dolara i sprzyjać surowcom.

Jednym też z kluczowych trendów, który wyróżniał się w zeszłym roku i zapewne nasili się w obecnym, jest coraz silniejsza determinacja w dążeniu do transformacji energetycznej gospodarek. Sektory z nią związane (producenci samochodów elektrycznych, fotowoltaiki itd.) niemal we wszystkich krajach wykazywały zwiększone zapotrzebowanie na surowce (głównie miedź), nawet pomimo słabej koniunktury ogólnogospodarczej. Rola tego źródła popytu będzie w kolejnych latach tylko rosła. Ważnym elementem, który wpływa i będzie wpływał na ceny były także anomalie pogodowe, przypisywane zmianom klimatycznym. W oczywisty sposób wpływają one na podaż towarów rolnych, jednak komplikować potrafią działalność wydobywczą i logistykę w praktycznie każdej działalności wydobywczej. Na koniec warto pamiętać, że był to rok, w którym wysoka cena kapitału, rosnące koszty pracy i ograniczenia wynikające z implementacji zasad ESG przyczyniły się do opóźnienia wielu inwestycji w nowe moce wydobywcze, co w kilkuletniej perspektywie odbije się na dostępności wielu surowców (szczególnie metali i surowców



energetycznych). Dodatkowo globalne zapasy (ropa, metale) pozostają na wieloletnich minimach, a wysoki koszt ich utrzymywania, wynikający z wysokiego kosztu pieniądza (w tym koszt alternatywny inwestowania go w dług) zniechęcały do ich zwiększania. A przecież koniunktura gospodarcza kiedyś się poprawi... **W związku z tym podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora surowcowego i zakładamy, że ekspozycja na niego stanowi pożądane uzupełnienie portfolio akcyjno-obligacyjnego.**

## Surowce energetyczne

„Remisowy” zeszły rok ropa naftowa zakończyła słabym grudniem (-4,4%). Podobnie jak w przypadku pozostałych surowców, cena nie pozostała obojętna na obawy o mniejszy popyt, spowodowany słabszą koniunkturą na świecie (choć ten kolejny rok z rządu rósł). Równocześnie dużą asertywnością wykazywał się OPEC+, który kilkakrotnie (ostatnio w listopadzie) interweniował, informując o przedłużeniu dotychczasowych limitów produkcyjnych, lub dalszym ich zmniejszaniu. **Obecnie dominującym poglądem na temat kształtowania się przyszłych cen jest założenie, iż pozostaną one w szerokim podziale 70-90 USD, ponieważ wpływ koniunktury gospodarczej i ograniczenia podaży powinny się równoważyć.** Natomiast należy niezmiennie pamiętać o ryzykach geopolitycznych, które mogą wpływać na skokowy wzrost cen (jak np. możliwość eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, spowodowana aktywnością proirańskich bojówek w Jemenie, zakłócających transport przez cieśninę Bab al-Mandab). **Według oceny US Energy Information Administration, średnia cena ropy w roku 2024 powinna wynieść ok. 83 USD/b.** Czynnikiem blokującym wzrost cen jest niewątpliwie wyższa produkcja w USA, Iranie, Wenezueli czy Gujanie. Rynek musi także pamiętać o wysokich niewykorzystanych rezerwach OPEC (w przypadku samej Arabii Saudyjskiej jest to ok. 3 mln b/d). Jednocześnie, zarówno raporty Energy Information Administration, jak i Międzynarodowej Agencji Energetycznej i OECD, wskazują na fakt, iż jeśli ograniczenia podaży zostaną utrzymane, to przez cały rok będziemy mieli do czynienia z deficytem surowca (przynajmniej kilkaset tysięcy baryłek dziennie). Zmuszać to będzie do korzystania z rezerw, które, szczególnie w krajach OECD, są wyraźnie nadwątlone. Dla przykładu - komercyjne zapasy ropy w USA (432 mln baryłek) są

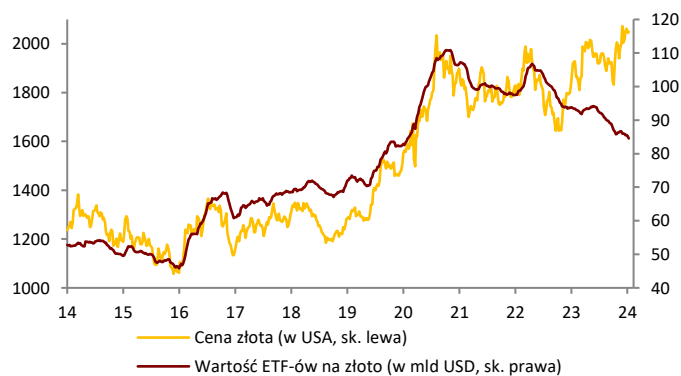
znacząco poniżej 5-letniej średniej i jedynie ok. 5% powyżej najniższego poziomu po pandemii, a rezerwy strategiczne (SPR) – 355 mln baryłek, są najmniejsze od 40 lat. Niezależnie od koniunktury w najbliższym czasie, globalny popyt na ropę i produkty naftowe będzie dalej wzrastał. O ile w krajach wysokorozwiniętych w perspektywie kilku lat zmiany technologiczne będą powodowały prawdopodobnie niewielki coroczny spadek zapotrzebowania, to kraje rozwijające się, w tym Indie i Chiny, będą zgłaszały znaczący wzrost popytu, z nawiązką to rekompensujący. **Według prognoz Goldman Sachs globalny popyt na ropę do końca 2025 roku powinien wzrosnąć o ok. 3 mln baryłek dziennie do 104-105 mln b/d.** Natomiast procesy inwestycyjne w obszarze wydobywania, podlegające coraz silniejszej presji polityki zrównoważonego rozwoju, będą coraz droższe. **W związku z tym, nie spodziewamy się znaczących przecen surowca, a poprawa koniunktury globalnej w 2024 r. powinna przynieść wzmocnienie popytu.** Podaż pozostanie sztucznie ograniczona przez OPEC a potencjalne szoki geopolityczne mogą sprzyjać okresowym znacznym wahaniom cen surowca.

## Złoto

Złoto zanotowało bardzo dobry wynik inwestycyjny w 2023 roku (+13%). Równocześnie był to rok, w którym inwestorzy wielokrotnie przekonywali się o aktualności kilku podstawowych zasad rządzących wyceną kruszcu. **O ile w długich okresach, w systemie walut fiducjarnych (papierowych), które cechują się stałą inflacją wynikającą z rosnącej podaży pieniądza, jest w zasadzie „skazane” na wzrost ceny wyrażonej w tym pieniądzu, to w krótszej perspektywie uwzględnia bardziej politykę monetarną i zmiany na rynkach walutowych.** Pomimo, że ostatnie lata cechujące się wysoką inflacją i znacznie podwyższonym ryzykiem politycznym wydawały się być idealnym środowiskiem do wzrostu cen, złoto nie było w stanie rozwinąć hossy na jaką, jak się wydawało, zasługuje. Kilukrotnie „odbijało się” od poziomu nieco poniżej 2100 USD. **Krótkoterminowo złoto pozostawało „więźniem” dolara i rentowności długu.** Co do zasady, mocny dolar to słabsze wycenianie w nim surowce (i tak z powodu samej waluty są dla większości świata droższe), a wysokie oprocentowanie długu (szczególnie dolarowego), to także presja na ceny złota „niepłatącego odsetek”. Do czasu, kiedy stopy w USA rosły i dolar pozostawał mocny, złoto

traciło sporo ze swojego „blasku”. Jednocześnie jest to surowiec, dla którego zmiana wektorów polityki Fed (jej potencjalne łagodzenie) jest najistotniejsze. Należy jednak pamiętać, że im lepsze dane z rynku pracy, tym mniejsza motywacja amerykańskiego banku centralnego do śpieszenia się z obniżkami stóp procentowych, co negatywnie przekłada się na ceny złota - a dane te cały czas pozostają jeszcze nie najgorsze. **Ważnym czynnikiem, który wspiera i zapewne nadal wspierał będzie ceny, jest silny popyt banków centralnych.** Według ostatnich danych za listopad – nabyły one 44 tony, z czego, co ciekawe, **19 ton zakupił Narodowy Bank Polski.** Brak jeszcze danych za cały rok 2023, ale z dużym prawdopodobieństwem łączne zakupy banków centralnych były większe niż w 2022 r. (1082 tony), a który to był najlepszy pod tym względem od 56 lat...

### Cena złota na tle wartości ETF-ów



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Bardzo istotnym czynnikiem, mogącym wesprzeć w najbliższych miesiącach cenę złota jest popyt inwestycyjny. Od 3 lat pozostawał on w odwrocie, ponieważ inwestorzy wypłacali więcej środków z funduszy na kruszec, niż do nich wpłacali. Historycznie napływ środków do ETF-ów był pozytywnie skorelowany ze wzrostem cen, obecnie natomiast obecne maksima cenowe osiągnęte są przy niskim udziale inwestorów indywidualnych w rynku. Szereg instytucji w prognozach na 2024 rok podniosło ceny docelowe dla cen złota: Commerzbanku szacuje w II połowie 2024 r. 2150 USD za uncję, Goldman Sachs 2175 USD w perspektywie 12 miesięcy. Również nasza ocena perspektyw złota pozostaje pozytywna. Warto pamiętać o tym, że niespodziewane zauważalnie słabsze dane makro mogłyby zmotywować FED do szybszych obniżek stóp, a wtedy nawet wymienione prognozy mogą okazać się zbyt zachowawcze.

## Metale przemysłowe

**Metale przemysłowe, co do zasady, pozostają pod dominującym wpływem popytu ze strony przemysłu i budownictwa, a koniunktura w tych branżach, szczególnie w Chinach, pozostawiała sporo do życzenia w 2023 roku.** Pomimo to najważniejsze surowce w tym obszarze, jak ruda żelaza (+22,7%), czy miedź (+1,7%) zanotowały nienajgorszy rok (pomimo iż fatalnie zachowywały się np. nikiel czy cynk notujące 40-50% spadki). Perspektywy dla cen w roku 2024 wyznaczy ewentualna ścieżka ożywienia gospodarczego, które tradycyjnie ma szansę zacząć się w sektorze produkcyjnym. Wiele pytań nadal budzi stan rynku nieruchomości w Chinach, który od wielu kwartałów pozostaje znacznym obciążeniem dla rynku. W listopadzie bank centralny Chin utrzymał bez zmian stopę procentową 1-rocznych kredytów MLF na poziomie 2,5 proc. i wpompował w rynek finansowy 800 mld juanów, (najwięcej od grudnia 2016 r.), zaś Pekin i Szanghaj złagodziły ograniczenia dotyczące zakupu domów, w tym obniżając minimalny współczynnik wkładów własnych w przypadku pierwszego i drugiego domu. Są to działania w kierunku oczekiwanym przez rynek, jednak nadal uznawane są za niewystarczające. Równocześnie na całym świecie stopniowo wzrasta popyt na metale ze strony sektorów „zielonej transformacji”, jako że rosną wymagania co do stosowania czystszych technologii energetycznych. **Za takim przekonaniem idą optymistyczne prognozy dla cen miedzi, takie jak prognoza Morgan Stanley, mówiąca o wzroście do 9 tys. USD w II kwartale, czy 12-miesięczna prognoza Goldman Sachs mówiąca o 12 tys. USD za tonę.** Pojawiają się także opinie wskazujące wręcz na potrzebę wyższych cen, gdyż tylko one są w stanie zmobilizować rynek do wygenerowania podaży mogącej zaspokoić nadchodzące potrzeby. Robert Friedland (założyciel i prezes wykonawczy Ivanhoe Mines Ltd.) twierdzi, że ceny miedzi muszą niemal się podwoić (15 tys. USD/t), żeby skłonić przedsiębiorstwa wydobywcze do budowy kosztownych kopalń. **Również wg BMI, czyli jednostki badawczej Fitch Solutions w 2025 r., cena miedzi będzie wynosiła aż 15 tys. dol. za tonę, a CitiBank twierdzi, że zapotrzebowanie na miedź wzrośnie w ciągu sześciu lat o dodatkowe 4,2 mln tony (obecnie ok 26 mln ton).** Prognozy mówiące o spadku cen są w znacznej mniejszości i sugerują, że mógłby on wystąpić jedynie w krótkim terminie (do roku), jako skutek niespodziewanej recesji. Faktem jest, że notowania miedzi

znajdują się nadal pod presją obaw o popyt na ten surowiec w globalnej gospodarce, który może być widoczny w pierwszej połowie przyszłego roku. **Również w naszej opinii ryzyko niższych cen dotyczy jedynie krótkiego terminu, a w perspektywie kilku kwartałów na wzroście cen miedzi powinny przeważać zmiany strukturalne w globalnej gospodarce. Natomiast zagregowane indeksy metali podążać będą zapewne w ślad za zmianami w globalnej koniunkturze, ze szczególnym uwzględnieniem efektów działań naprawczych w gospodarce chińskiej.**

Podsumowując, pomimo że rynek surowcowy pozostaje nadal pod dominującym wpływem wysokich stóp procentowych dla dolara, to coraz bardziej pozycjonuje się pod łagodniejszą politykę monetarną. Będzie to czynnik

wspierający cały sektor, ze szczególnym uwzględnieniem złota. Jeżeli czołowe gospodarki- tak jak zakładamy- zaliczą „miękkie lądowanie”, popyt na ropę cały czas będzie rósł, pomimo przyspieszania zielonej transformacji. **Rynek nadal czeka na namacalne efekty stymulacji gospodarki przez władze chińskie, co może poprawić popyt w szczególności w obszarze metali, przy czym preferowanym metalem powinna być miedź, na którą popyt wzrastał będzie także niezależnie od tego czynnika. Dodatkowo mamy do czynienia nadal z niskimi stanami magazynowymi, szczególnie ropy, a nagłe zwroty geopolityczne mogą szokowo wpływać na ceny surowców. Dlatego podtrzymujemy na 2024 rok opinię, że ekspozycja na sektor surowców stanowi wartościowe uzupełnienie klasycznego portfolio akcyjno-obligacyjnego. (bn)**

## Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI (indeks globalny)	USD	4,7%	10,7%	7,6%	19,7%	13,1%	60,6%
MSCI World (DM)	USD	4,8%	11,1%	8,0%	21,3%	18,2%	69,4%
MSCI Emerging Markets (EM)	USD	3,7%	7,4%	3,7%	6,9%	-19,2%	6,3%
MSCI EM Asia	USD	3,1%	6,4%	2,8%	5,7%	-22,0%	12,2%
MSCI EM Latin America	USD	7,7%	15,7%	9,5%	23,7%	7,9%	3,6%
MSCI EM Europe. Middle East & Africa	USD	4,8%	8,4%	6,7%	7,5%	-8,4%	-1,2%
MSCI Poland	PLN	6,4%	24,0%	13,6%	29,1%	13,2%	-7,5%
MSCI Frontier Markets	USD	3,0%	3,4%	4,5%	7,4%	-10,9%	-1,3%
S&P500 - USA	USD	4,4%	11,2%	8,5%	23,9%	28,0%	91,9%
Russell 2000	USD	12,1%	13,6%	7,7%	14,8%	3,5%	51,5%
MSCI Europe	EUR	3,6%	6,1%	4,7%	11,3%	20,8%	41,3%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	3,8%	6,4%	4,9%	11,3%	19,3%	42,5%
DAX - Niemcy	EUR	3,3%	8,9%	5,0%	19,0%	21,7%	58,6%
CAC40 - Francja	EUR	3,2%	5,7%	3,2%	14,8%	34,4%	61,2%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	0,4%	7,1%	6,2%	21,4%	23,6%	18,9%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	2,1%	7,5%	8,7%	26,2%	36,4%	65,6%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	3,7%	1,6%	3,5%	2,9%	17,1%	14,8%
FTSE Nordic 30	SEK	3,6%	5,5%	4,3%	13,0%	42,2%	88,9%
Nikkei - Japonia	JPY	-0,1%	5,0%	0,7%	28,2%	21,4%	67,2%
TOPIX - Japonia	JPY	-0,4%	1,9%	3,1%	24,9%	30,1%	58,4%
MSCI China	HKD	-2,6%	-4,7%	-7,6%	-13,0%	-46,7%	-20,9%
Hang Seng - Hongkong	HKD	0,0%	-4,3%	-10,0%	-13,6%	-35,8%	-33,2%
Kospi - Korea Pld.	KRW	4,7%	7,7%	3,6%	16,4%	-5,5%	30,1%
SENSEX - Indie	INR	7,8%	9,7%	13,0%	18,2%	51,7%	100,2%
MSCI Turkey	USD	-6,5%	-12,5%	15,5%	-8,6%	15,8%	11,2%
BOVESPA - Brazylia	BRL	5,4%	15,9%	15,0%	21,7%	12,6%	52,7%
WIG	PLN	5,6%	20,0%	16,7%	36,1%	36,0%	36,0%
AKCJE - segmenty	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	8,7%	11,6%	8,0%	14,6%	5,6%	48,9%
MSCI ACWI Large Cap	USD	4,3%	10,6%	7,6%	21,0%	14,7%	63,3%
WIG20	PLN	5,8%	22,3%	13,6%	30,0%	16,2%	2,9%
WIG20 total return	PLN	6,0%	22,6%	17,2%	34,2%	26,7%	16,4%
mWIG40	PLN	4,5%	17,2%	19,3%	40,1%	44,6%	48,0%
sWIG80	PLN	6,6%	10,8%	6,4%	30,5%	43,4%	116,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	4,3%	5,6%	3,5%	2,0%	13,8%	55,3%
MSCI World Energy	USD	-0,2%	-4,8%	6,0%	-0,5%	89,3%	34,2%
MSCI World Financials	USD	5,8%	12,7%	12,3%	12,7%	25,0%	44,7%
MSCI World Metals&Mining	USD	7,8%	12,0%	7,6%	4,3%	14,7%	61,7%
MSCI World Industrials	USD	7,5%	13,5%	8,2%	20,6%	19,4%	66,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	5,3%	11,0%	5,8%	33,0%	3,3%	75,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	2,4%	4,7%	-1,6%	-0,5%	2,0%	29,7%
MSCI World IT	USD	4,3%	17,4%	11,9%	52,0%	35,2%	183,9%
Nasdaq	USD	5,5%	13,6%	10,4%	43,3%	16,8%	128,0%
Nasdaq100	USD	5,5%	14,3%	12,6%	53,6%	31,0%	167,7%
Philadelphia SE Semiconductor	USD	12,1%	21,6%	15,5%	64,7%	52,5%	263,9%
S&P Global Clean Energy	USD	10,7%	7,3%	-12,9%	-21,5%	-43,3%	88,9%
Eurostoxx Banks	EUR	1,9%	5,8%	11,5%	22,5%	58,8%	36,4%
WIG-Games	PLN	0,2%	-15,3%	-20,6%	-6,6%	-46,0%	56,7%
WIG-Energia	PLN	1,1%	12,1%	19,2%	34,6%	38,9%	16,4%
WIG-Banki	PLN	4,9%	44,5%	39,7%	75,7%	125,0%	48,4%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	4,4%	13,2%	8,9%	35,4%	15,0%	103,4%
MSCI World Value	USD	5,2%	8,8%	7,0%	8,3%	19,1%	35,9%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Crude (ICE)	USD	-5,8%	-16,0%	3,1%	-4,1%	57,7%	38,5%
Ropa Brent (ICE)	USD	-4,4%	-12,1%	4,7%	-2,0%	55,3%	29,7%
Gaz (USA)	USD	-9,0%	-28,1%	-32,0%	-49,0%	-8,0%	-15,1%
Gaz (Europa)	EUR	-24,0%	-32,4%	-39,4%	-64,5%	97,9%	85,1%
Węgiel energetyczny (ARA)	USD	-7,3%	-16,3%	-6,3%	-46,8%	79,4%	28,2%
Miedź (LME)	USD	1,6%	4,1%	5,8%	1,7%	9,5%	45,1%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-4,4%	-0,3%	-2,2%	-4,2%	43,1%	64,7%
Rudy żelaza	USD	4,5%	12,9%	21,0%	22,7%	-12,6%	97,1%
Złoto	USD	1,3%	11,6%	8,1%	13,7%	9,8%	61,1%
Srebro	USD	-5,8%	7,3%	5,5%	-0,4%	-9,2%	54,7%
Bloomberg Commodity Index	USD	-3,1%	-5,9%	-1,6%	-12,2%	27,9%	27,1%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	4,3%	8,1%	3,7%	4,3%	-19,5%	-6,9%
USD Korporacyjne IG	USD	4,3%	8,5%	5,7%	8,3%	-9,3%	14,1%
EUR Korporacyjne IG	EUR	2,7%	5,5%	5,9%	7,8%	-7,5%	1,0%
USD azjatyckie IG	USD	3,1%	6,2%	4,2%	7,4%	-4,6%	14,1%
USD Korporacyjne HY	USD	3,7%	7,2%	8,0%	13,5%	6,2%	30,1%
EUR Korporacyjne HY	EUR	2,8%	5,6%	7,7%	12,8%	4,6%	19,5%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	2,8%	7,0%	5,1%	7,1%	-3,5%	11,2%
EM skarbowe w USD	USD	5,0%	10,2%	7,2%	10,9%	-10,3%	6,8%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	1,8%	2,8%	5,7%	13,6%	-4,4%	6,2%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	1,4%	4,4%	1,6%	3,5%	-9,9%	-3,5%
EUR/PLN	PLN	-0,3%	-6,1%	-2,4%	-7,1%	-4,3%	1,0%
CHF/PLN	PLN	2,3%	-2,1%	2,7%	-1,5%	11,7%	22,4%
USD/PLN	PLN	-1,6%	-10,0%	-3,9%	-10,3%	6,3%	4,7%
USD/JPY	JPY	-4,8%	-5,6%	-2,6%	6,0%	36,2%	27,9%
Bloomberg USD Index	USD	-2,1%	-4,2%	-1,9%	-3,1%	7,9%	1,2%
MSCI EM Currency Index	USD	1,3%	4,3%	3,8%	4,9%	1,3%	7,8%
JP Morgan EM Currency Index	USD	0,6%	2,4%	-1,6%	-3,4%	-16,7%	-22,5%
Europe REITS	EUR	9,0%	18,6%	17,7%	10,7%	0,8%	-8,8%
US REIT's	USD	9,0%	14,7%	6,1%	8,2%	11,3%	18,3%
Bitcoin	USD	12,6%	57,0%	39,9%	157,0%	46,6%	1056,9%
<b>USA - Magnificent 7</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	1,4%	12,6%	1,8%	49,4%	45,3%	413,6%
Amazon	USD	4,0%	19,5%	18,8%	80,5%	-8,5%	105,6%
Alphabet (Google)	USD	5,4%	6,7%	17,3%	57,9%	58,9%	166,9%
Microsoft	USD	-0,8%	19,3%	12,7%	57,4%	72,3%	294,5%
Meta Platforms (Facebook)	USD	8,2%	17,9%	25,7%	194,3%	27,9%	165,7%
Nvidia	USD	5,9%	13,9%	21,3%	239,3%	283,5%	1393,7%
Tesla	USD	3,5%	-0,7%	-3,5%	104,0%	11,9%	1016,4%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	2,2%	-1,8%	6,2%	4,4%	20,8%	20,9%
Roche	CHF	3,6%	-2,4%	-10,5%	-13,4%	-12,6%	17,4%
ASML	EUR	9,4%	22,2%	2,5%	33,3%	76,8%	425,8%
Nestle	CHF	-1,9%	-6,0%	-8,8%	-7,6%	0,4%	38,6%
Novartis	CHF	-0,3%	-4,6%	0,5%	10,1%	22,5%	45,6%
Novo Nordisk	DKK	0,4%	8,4%	31,5%	50,3%	240,9%	414,0%
L'Oreal	EUR	4,5%	14,6%	7,4%	34,9%	50,2%	143,7%
LVMH	EUR	5,2%	3,2%	-13,5%	7,0%	49,6%	212,0%
Astrazeneca	GBP	4,7%	-4,5%	-5,0%	-4,6%	52,5%	106,8%
SAP	EUR	-4,5%	14,3%	13,1%	46,0%	39,0%	75,4%
Sanofi	EUR	5,0%	-11,5%	-8,2%	2,3%	26,9%	44,4%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	3,3%	14,0%	4,6%	35,8%	22,3%	201,2%
Tencent Holding	HKD	-10,2%	-4,1%	-12,0%	-7,1%	-39,1%	4,8%
Alibaba	USD	4,9%	-9,4%	-6,0%	-11,9%	-66,8%	-43,5%
Samsung Electronics	KRW	7,8%	14,8%	9,1%	40,9%	8,4%	131,6%

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