



ALIOR  
BANK

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# WARTOŚCI REALNE A NOMINALNE



10



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE  
Komentarz do wydarzeń rynkowych - kwiecień 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*

## **Marek Libner**

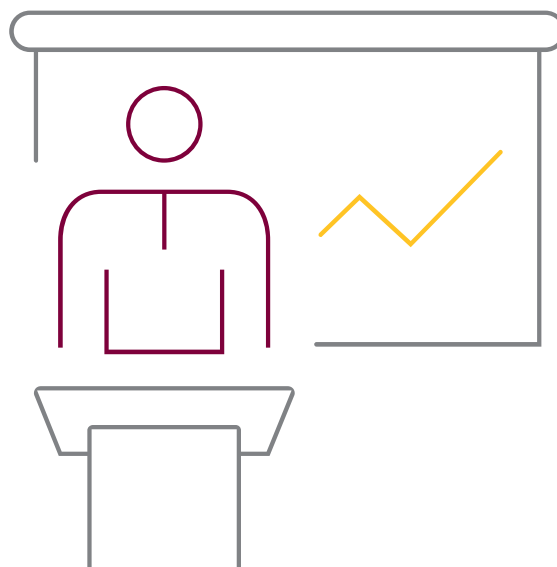
*Dyrektor ds. Inwestycyjnych*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

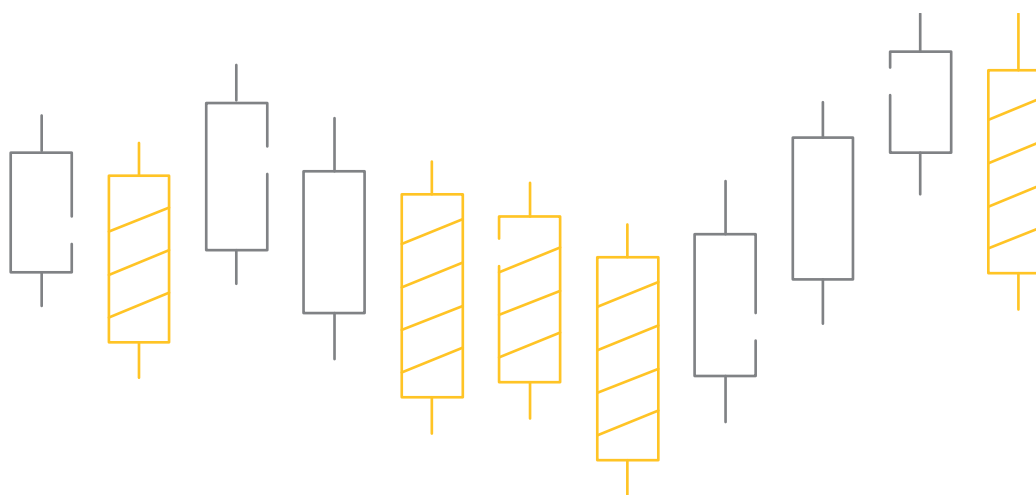
*Makler Papierów Wartościowych*



**18 kwietnia 2023 r.**

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska .....	10
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne .....	12
<b>Surowce</b> .....	<b>13</b>
Surowce energetyczne .....	14
Złoto .....	14
Metale przemysłowe .....	15
Towary rolne.....	15
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	16
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>18</b>



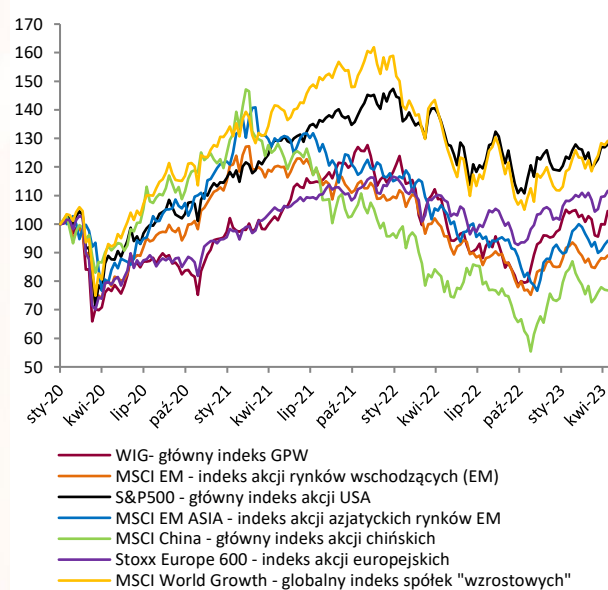
# Wstęp

- **Rynki finansowe** dość szybko **otrząsnęły się po perturbacjach** dwu średniej wielkości specjalistycznych banków w USA oraz ikony szwajcarskiej bankowości - Credit Suisse. Ich problemy nie miały natury systemowej a wynikały, w przypadku banków amerykańskich, z ich specyfiki klientów – start-upy, kryptogieldy, itp. W przypadku Credit Suisse zaś, z szeregu błędów zarządczych i problemów wizerunkowych. **Globalny system finansowy oczywiście nie pozostaje bez napięć, ale na skutek wysokiej inflacji stosunek długu do PKB krajów największych pożyczkobiorców systematycznie się zmniejsza, a ceny długoterminowych obligacji stałokuponowych, mających wpływ na poziom kapitałów banków komercyjnych, ostatnio wzrosły.**
- Marcową „zawieruchę” na rynkach wykorzystaliśmy do **podniesienia nastawienia do akcji polskich** (z-2 do-1 w skali od-2 do +2, tj. ze skrajnie do umiarkowanie negatywnego). Pomimo szeregu problemów krajowego rynku akcji, jak niska stopa wypłacanych dywidend czy duża reprezentacja spółek z sektorów regulowanych, a tym samym narażonych na dodatkowe obciążenia finansowe (podatki od „nadmiarowych zysków”, daniny, składki itp.), **dyskonto wycen względem rynków rozwiniętych (DM), czy też nawet samych rynków wschodzących (EM), osiągnęło na koniec marca rekordowe wartości.**
- Zwracamy uwagę, że wszystkie notowania, stopy zwrotu itp. na rynkach finansowych mają charakter nominalny. Przy utrzymującej się na poziomach dwucyfrowych inflacji, prędzej czy później, znajdzie ona odzwierciedlenie w przychodach spółek, choć jednocześnie może jej towarzyszyć spadek wymiany realnej (ilości sprzedanych bądź wytworzonych dóbr przez firmy), tworząc presję na marżę, a w dalszej kolejności zyskowność.
- Dlatego też, na poziomie ogólnym i w ujęciu globalnym, **obligacje stale lekko preferujemy nad akcjami. W USA w marcu dynamika inflacji konsumenckiej (CPI, najszerza miara inflacji), spadła już 9.-ty miesiąc z rzędu (do 5,0% r/r), de**

facto zrównując się z górnym przedziałem dla podstawowej stopy procentowej w USA (*fed funds rate*). Nieco później, ale nieuchronnie, patrząc na konsekwencję w podnoszeniu stopy procentowej przez Europejski Bank Centralny, **dotądnie realne stopy procentowe** (czyli sytuacja, kiedy to inflacja jest poniżej stóp albo, jak kto woli, stopy procentowe są wyższe aniżeli inflacja), **powinny zagościć także w Europie Zachodniej.**

- Implikacje z kolei wysokich ujemnych realnych stóp procentowych, jakie mamy w Polsce (inflacja CPI w marcu 16,2% r/r, stopa NBP 6,75%, stopa WIBOR6M 6,95%) w naszej ocenie to przede wszystkim nieatrakcyjność długoterminowych obligacji stałokuponowych względem zmienno-kuponowych. Obniżki stóp procentowych NBP jeszcze przez długi czas wydają się mało prawdopodobne, a zbyt powolne „schodzenie inflacji do celu” lub nawet przerwa w procesie dezinflacji stanowić mogą dla Rady Polityki Pieniężnej przesłankę nawet do powrotu do podwyżek. (zo)

## Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

# Opis sytuacji gospodarczej

- Ryzyko w sektorze finansowym wstępnie zażegnane
- Czy to koniec podwyżek stóp w USA?
- Polski konsument w odwrocie

Sektor usług to jest element, który w największych gospodarkach świata zaskakuje pozytywnie na początku bieżącego roku. W Chinach w tym obszarze trwa ożywienie wspierane świeżym luzowaniem restrykcji epidemicznych i nie jest zaskoczeniem. Natomiast w USA i Europie podobny impuls (zakończenie głównych działań „antycovidowych”) miał miejsce już niemal roku temu, ale jednocześnie od kilku miesięcy rosnące koszty (wysoka inflacja, koszty kredytu) wywierają presję na popyt. Tym bardziej zaskakujące jest odbicie w nastrojach biznesu usługowego w pierwszych miesiącach 2023 r.

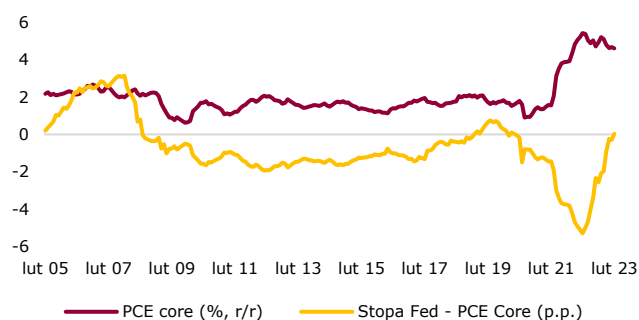
Taki obraz sytuacji jednocześnie nie jest do końca po myśli głównych banków centralnych, w tym Europejskiego Banku Centralnego (EBC) i amerykańskiego Fed. Zarówno **USA, jak i strefa euro już niemal za sobą mają inflację wynikającą z potężnych zaburzeń około-epidemicznych i wojennych**, tj. wysokich cen surowców, napięć w łańcuchach dostaw itp. Ale **silny rynek pracy, będący pokłosiem m.in. dobrej koniunktury w sektorze usług, utrudnia walkę z inflacją i każe brać pod uwagę konieczność kolejnych podwyżek stóp procentowych**.

Choć na powyższym obrazie pojawiają się bardziej znaczące rysy. Kluczową są ważne symptomy problemów płynnościowych w sektorze finansowym. Banki w USA (w większym stopniu) i Europie (w mniejszym stopniu) są ekspozowane na utratę wartości posiadanych portfeli obligacji będących pod presją wysokich stóp procentowych. W podobnym kierunku będą oddziaływać m.in. instrumenty powiązane z rynkiem nieruchomości, na którym koniunkturę wysokie stopy procentowe również popsują. Skutkiem

powyższych procesów może być pogorszenie płynności w sektorze, a co za tym idzie dalsza redukcja akcji kredytowej. Kolejnym etapem jest obniżenie aktywności gospodarczej.

Banki centralne w obecnej sytuacji wykazują podwyższoną czujność. Priorytet walki z inflacją pozostaje na pierwszym miejscu, choć na drugie szybko wysunęła się obawa o kryzys w sektorze finansowym. Tak sugerują działania Fed i EBC. Amerykański bank centralny w marcu podwyższył stopy procentowe o 25 p.b. (do 4,75-5%), ale jednocześnie wsparł płynność w sektorze finansowym udostępniając mu korzystne pożyczki w odpowiedzi na znaczący odpływ depozytów z banków. Do tego perspektywa dalszych podwyżek stóp procentowych stoi pod dużym znakiem zapytania. Prawdopodobnie jesteśmy na końcu lub też bardzo blisko końca cyklu. W tym kontekście warto zauważyć, że preferowana przez Fed miara inflacji bazowej PCE w lutym była niższa niż stopa procentowa Fed. Po 2008 r. taka sytuacja miała miejsce raz, z końcem 2018 r. i o niecały rok poprzedziła rozpoczęcie obniżek stóp.

## USA – inflacja bazowa (PCE) vs stopa procentowa Fed



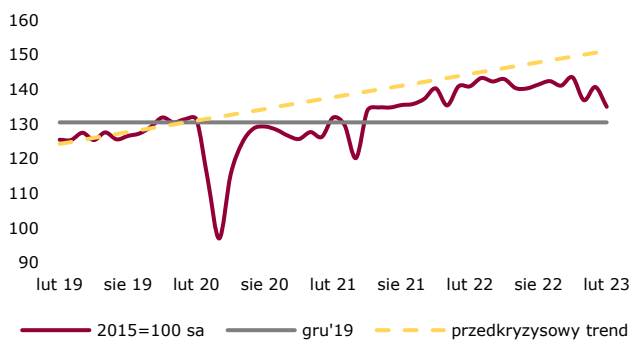
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

EBC zastrzegł, że monitoruje pilnie sytuację i wstępnie ocenia pozytywnie odporność europejskiego systemu finansowego. Nie odnotowuje znaczącego odpływu depozytów. Priorytetem pozostaje walka z inflacją. Rezultatem powyższych wniosków była marcowa

podwyżka stóp o 50 p.b., w tym stopy depozytowej do 3%. Jednocześnie bank nie zakomunikował, że cykl będzie kontynuował, a dalsze decyzje uzależnia od bieżącej oceny sytuacji.

W innej fazie cyklu gospodarczego są Chiny. Ożywienie stymulowane wychodzeniem z obostrzeń pandemicznych trwa od początku roku, co potwierdziły m.in. dane o sprzedaży detalicznej, która w pierwszych dwóch miesiącach 2023 nominalnie wzrosła o 3,5% r/r. Czy to dużo? Na pewno widać znaczącą poprawę wobec ubiegłego roku, kiedy to odnotowany został lekki spadek na poziomie -0,2% r/r, ale konsument jest jeszcze niepewny wobec podwyższonej stopy bezrobocia, trwającego zastoju/kryzysu na rynku nieruchomości, a być może też wobec częściowo utrzymujących się obaw o zdrowie. Dla porównania – przed pandemią w latach 2018-19 roczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wynosiło ok. 8%. Pod presją osłabionej koniunktury zewnętrznej i wewnętrznej jest produkcja przemysłowa, rosnąca zaledwie o 2,4% r/r w okresie styczeń-luty. Tym niemniej, biznes jest nastawiony optymistycznie co do przyszłości zwłaszcza w usługach, co obrazuje wzrost wskaźnika PMI dla tego sektora z 55 w lutym do 57,8 pkt. w marcu.

**Polska - sprzedaż detaliczna (2015=100, wyrównane sezonowo, ceny stałe)**



źródło: GUS, opracowanie własne

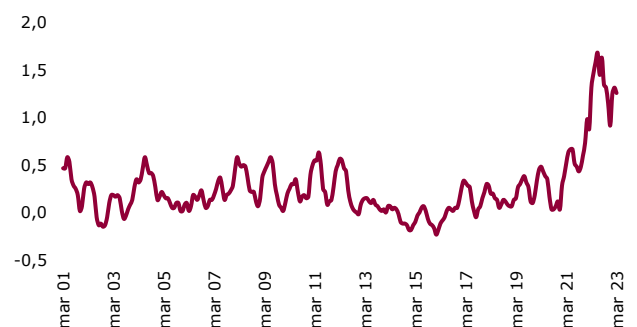
**Początek roku w wykonaniu polskiej gospodarki jest słaby.** To co wysuwa się na pierwszy plan to potwierdzenie **spadającego popytu ze strony gospodarstw domowych**. Ta tendencja została wyraźniej zasygnalizowana już w IV kw. 2022 r., kiedy to konsumpcja prywatna obniżyła się znacząco, o 1,5% r/r. Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej za styczeń i luty (odpowiednio +0,1% r/r i -5% r/r w cenach stałych) wskazują, że gospodarstwa domowe z początkiem 2023

nadal znacząco redukują wydatki. Słabnący popyt krajowy i zagraniczny odbija się na koniunkturze w przemyśle. W lutym br. produkcja przemysłowa zanotowała pierwszy spadek w ujęciu rocznym (-1,2% r/r w cenach stałych) od II kw. 2020 r., kiedy to fabryki przerywały pracę ze względu na pandemię.

Obraz słabnącej koniunktury jest coraz bardziej wyrazisty, ale **rynek pracy pozostaje jeszcze względnie mocny**. Stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymuje się blisko historycznych minimów (5,4% w marcu). Choć tu też pojawiają się pewne symptomy pogorszenia sytuacji – zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w lutym obniżyło się dość nietypowo jak na ten miesiąc (historycznie odnotowywany był zazwyczaj przyrost etatów) o 0,1% m/m. Płace nominalnie odnotowują wciąż dwucyfrowe wzrosty roczne, ale w ujęciu realnym (po skorygowaniu o inflację) ich dynamika roczna pozostaje wyraźnie ujemna od przeszło pół roku.

Powyższy obraz słabnącej koniunktury naszym zdaniem utrzyma się jeszcze w II kw. br. i powinien działać w kierunku obniżania presji inflacyjnej w dalszej części bieżącego roku. Choć trzeba przyznać, że marcowe dane na pewno nie uspokajają co do tempa tego procesu. W ubiegłym miesiącu inflacja konsumencka w Polsce obniżyła się z 18,4% r/r w lutym do 16,2% r/r. Niższy CPI w ujęciu r/r to na razie jednak wyłącznie zasługa efektów wysokiej bazy statystycznej z marca ub. roku, kiedy obserwowaliśmy skokowe przyspieszenie wzrostu inflacji po wybuchu wojny w Ukrainie. W ujęciu m/m ceny w marcu rosły zdecydowanie za szybko - o 1,1%.

**Polska – inflacja CPI (% , średnia 6 m-cy m/m)**



źródło: GUS, opracowanie własne

Rada Polityki Pieniężnej na pewno danymi inflacyjnymi nie może być uspokojona. Z wypowiedzi jej członków można wnioskować, że perspektywa ewentualnych

obniżek stóp procentowych to coraz mniej prawdopodobny scenariusz. To jest zgodne z naszą oceną. Szansa na pierwsze, ale też ostrożne, obniżki stóp pojawi się nie wcześniej niż roku przyszłym. (js)

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

- **Pierwsze rysy w zaufaniu do sektora bankowego ... i wynikający z nich zwrot w oczekiwaniach przyszłych stóp procentowych**
- **Ustabilizowanie oczekiwań względem wyników finansowych przedsiębiorstw z tendencją do niewielkich rewizji w górę**
- **Wciąż aktywne ryzyka dla prognozowanych marż operacyjnych przedsiębiorstw**
- **Mało atrakcyjne wyceny akcji amerykańskich względem rentowności obligacji skarbowych**

Marzec przyniósł lekko dodatnie stopy zwrotu dla ogółem rynków rozwiniętych mierzonych indeksem MSCI World (+2,8%), prym wiodły akcje amerykańskie. Warto jednak zwrócić też uwagę na **słabe zachowanie średnich i mniejszych spółek amerykańskich (indeks Russell 2000) oraz ogółem akcji brytyjskich mierzonych indeksem FTSE100**. Wśród akcji amerykańskich zdecydowanie najlepiej radziły sobie spółki typu *growth*, których część ma również mocno niecykliczny charakter. **Zdecydowanie ujemny wpływ na indeksy miał natomiast sektor finansowy po sygnalizowanych problemach w amerykańskim i europejskim systemie bankowym i upadłości dwóch banków w USA oraz przymusowym przejściem szwajcarskiego Credit Suisse (CS) przez rodzimego konkurenta UBS.**

Kwestia perturbacji w systemie bankowym, niedopasowania terminów zapadalności dla aktywów i pasywów w amerykańskich bankach oraz nieprzewidywanego kryzysu zaufania dla szwajcarskiego podmiotu, wywołała zmianę oczekiwań na jeszcze innym obszarze, mianowicie zaczęły rosnąć oczekiwania na złagodzenie wyostzonego ostatnio kursu w polityce

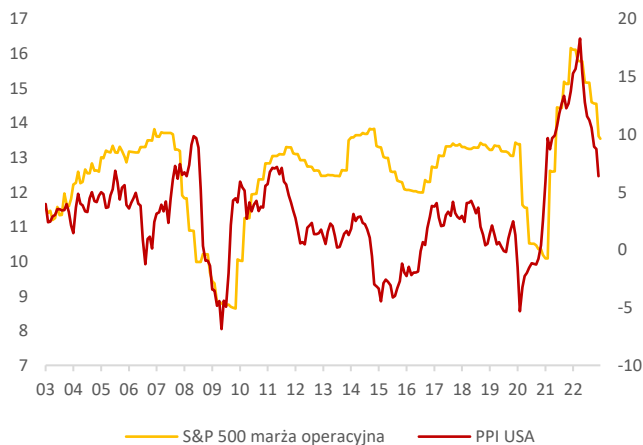
pieniężnej, wręcz z oczekiwaniami spadku stóp procentowych w II połowie roku w USA. A uwagę zwraca fakt, że tempo ostatnich podwyżek stóp procentowych było najwyższe na przestrzeni ostatnich 30 lat.

W przypadku banku szwajcarskiego uporano się z problemem poprzez przejęcie banku przez rodzimego konkurenta. Jednak pikanterii tej operacji dodaje fakt, że mimo dokonania wykupu akcji, a więc zapłaty za posiadane udziały akcjonariuszom CS w akcjach UBS, jednocześnie **umorzono obligacje hybrydowe emitowane przez CS**. Takie podejście może rzutować na rentowności obecne i przyszłe tego rodzaju obligacji emitowanych przez inne duże europejskie banki, co **podniesie im koszt przyszłego pozyskania kapitału**. Jednakże podobnie jak na rynku amerykańskim również tutaj wyceny instrumentów pochodnych na stopę procentową wyrażają oczekiwania odwrotu od obecnie prowadzonej restrykcyjnej polityki Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

W obu regionach oczekiwaniom odnośnie do stóp procentowych mogą sprzyjać ostatnie odczyty wskaźników PPI i CPI faktycznie potwierdzając obniżenie tychże mierników inflacji. Ale też istotne pozostaje jej poszczególne komponenty. I zarówno w USA, jak i Europie doskwierają rosnące ceny żywności i utrzymania domów/mieszkań, co w przypadku średniego obniżenia realnych wynagrodzeń (wzrost wynagrodzeń poniżej wskaźników inflacji) będzie wpływać na większą dominację w wydatkach gospodarstw domowych artykułów podstawowych kosztem dóbr wyższego rzędu. To z kolei wpływa na kurczące się marże operacyjne ogółem, które zresztą na fali ubiegłorocznego skoku inflacji zostały wyśrubowane na znacznie **ponadprzeciętne poziomy**. Jednocześnie na fali wykazywanego i prognozowanego spadku inflacji były

dokonywane ujemne zmiany w szacunkach przychodów ze sprzedaży.

**USA – zagregowana dla spółek z indeksu S&P500 marża operacyjna (lewa oś) i wskaźnik cen produkcji sprzedanej w USA (prawa oś), w pkt. proc.**



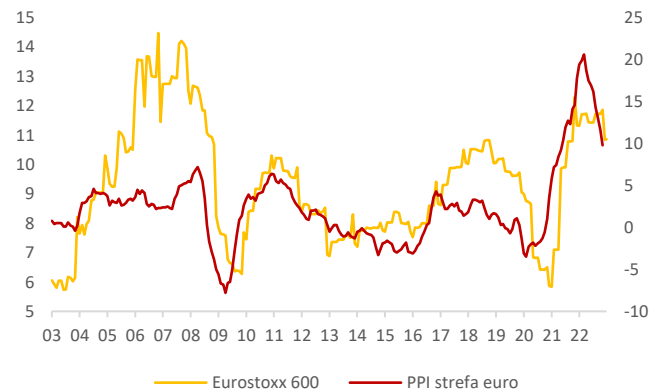
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Oba te czynniki skutkowały do niedawna silnymi rewizjami w dół prognozowanych zysków, co rzutowało również na prognozowane wyceny akcji. **W ostatnich tygodniach proces rewizji w dół przychodów ze sprzedaży został już wyhamowany, czemu mogą również sprzyjać poprawy oczekiwań w szacowaniu ogółem wzrostu gospodarczego w USA i strefie euro.** Jeszcze w ubiegłym roku wskazywano na możliwość ujemnego realnie wzrostu gospodarczego w poszczególnych okresach 2023 (II i III kw. w strefie euro, III i IV kw. w USA), tymczasem w ostatnich tygodniach konsensus prognoz dla wszystkich kwartałów 2023 obu regionów powinna cechować dodatnia dynamika.

**Jednakże mimo poprawy prognoz nie decydujemy się na podwyższenie nastawienia dla obu regionów. W odniesieniu do akcji amerykańskich poważnym argumentem jest wciąż niska premia za ryzyko rynkowe,** na którą z jednej strony wpływają utrzymujące się podwyższone rentowności obligacji skarbowych (mimo ich ostatniego spadku) oraz utrzymujące się niemałe wyceny amerykańskiego rynku akcji (P/E dla indeksu S&P500 bliskie 20x; dla Nasdaq100 ponad 30x). **W tej sytuacji raczej nie ma przestrzeni do wzrostu wycen,** zwłaszcza w perspektywie osłabienia zysków (konsensus prognoz Bloomburga z 6 kwietnia zakłada w 2023 r. spadek o 1,8% zagregowanego zysku na akcję dla indeksu S&P500). Ponadto, jak pokazuje historia ostatnich kilku

kluczowych cykli zmian stóp procentowych, **obniżki stóp poprzedzało często pogorszenie nastrojów na rynku akcji,** a jak zostało wspomniane, wyceny instrumentów pochodnych na stopę procentową zakładają taki właśnie scenariusz odnośnie stopy Fed.

**Strefa euro – zagregowana dla spółek z indeksu Eurostoxx 600 marża operacyjna (lewa oś) i wskaźnik cen produkcji sprzedanej (prawa oś), w pkt. proc.**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Dla akcji europejskich relacja wyceny rynku akcji (jako podstawa do kalkulacji oczekiwanej stopy zwrotu) do rentowności bezpiecznych obligacji skarbowych jest bardziej korzystna. Mimo to obawiamy się, że dostępne prognozy nie doszacowują dostatecznie ryzyk po stronie **przychodów oraz marż.** Problem zmiany przeciętnego koszyka zakupowego może naszym zdaniem w większym stopniu objąć europejskich konsumentów. Dla porównania, wzrost cen żywności i produktów niealkoholowych wyniósł w ostatnim odczycie 17,3% względem wskaźnika ogólnej inflacji 8,5%. Na zmianę nastawienia ogółem do regionu Europy Zachodniej nie pozwala również wciąż napięta sytuacja na wschodniej części kontynentu. (mb)

## Rynki wschodzące (EM)

- Wyraźnie spadła premia za ryzyko - wyceny na rynkach wschodzących nie są już tak atrakcyjne jak w poprzednich miesiącach.
- Prognozy wskazują na solidne odbicie chińskiej gospodarki, zarówno pod względem wzrostu PKB, jak i sprzedaży detalicznej.
- Stopa dywidendy na rynkach Ameryki Łacińskiej wciąż pozostaje na historycznie wysokich poziomach.



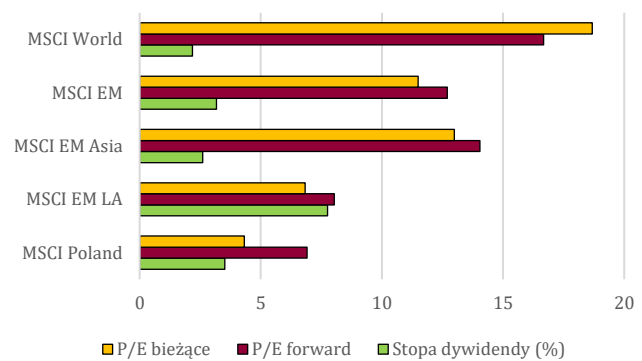
W marcu rynki wschodzące, mierzone indeksem MSCI Emerging Markets, zaliczyły wzrost o 2,7%, były to zatem zwyżki o podobnej skali co rynki rozwinięte (mierzone indeksem MSCI World). **Relatywnie lepiej poradziły sobie w zeszłym miesiącu akcje azjatyckie, które po lutowej korekcie kontynuują wzrostowy trend.**

Wśród powodów dalszych wzrostów akcji chińskich znaleźć możemy pozytywne sygnały z tamtejszej gospodarki - sytuacja makroekonomiczna kraju zaczyna się poprawiać. **W najbliższych kwartałach prognozowany jest duży wzrost dynamiki PKB i sprzedaży detalicznej.** Warto również zwrócić uwagę na solidne odbicie wskaźników PMI, które utrzymują wzrostową dynamikę i znajdują się już powyżej 50 pkt. zarówno dla usług, jak i dla przemysłu. Na wysokich poziomach utrzymują się jednak oszczędności gospodarstw domowych, a ich szybkie uwolnienie może spowodować presję inflacyjną w chińskiej gospodarce.

Sytuacja gospodarcza krajów Ameryki Łacińskiej prezentuje się stabilnie. **W największej gospodarce tego regionu – Brazylii, obserwujemy dynamiczny spadek inflacji z miesiąca na miesiąc, co daje nadzieję na obniżkę stóp procentowych przez tamtejszy bank centralny jeszcze w tym roku.** Niestety, nieco osłabły wskaźniki PMI dla usług, ale za to obserwowane jest odbicie PMI w przemyśle. To dobry sygnał, szczególnie biorąc pod uwagę, że sektor przemysłowy odgrywa ważną rolę na brazylijskim rynku kapitałowym (przedstawiciele sektorów energetycznego, wydobywczego i przemysłowego stanowią łącznie prawie 50% indeksu MSCI Brazil).

**Marzec przyniósł również wyraźny spadek premii za ryzyko na rynkach wschodzących.** Wyceny na tych rynkach nie są już tak atrakcyjne jak w poprzednich miesiącach, a podstawowe wskaźniki cenowe znajdują się już powyżej historycznych median. Najtaniej wyceniane są rynki akcji w Chile, Brazylii i Meksyku, a najdroższy pozostaje niezmiennie rynek indyjski. Na historycznie wysokich poziomach pozostaje jednak stopa dywidendy, szczególnie na rynkach Ameryki Łacińskiej (w Brazylii jest to prawie 10%).

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, \*dane na 31.03.2023 r.

Na rynkach wschodzących ogółem nieco odbiły rewizje zysków, ale wciąż są one na ujemnych poziomach (co oznacza, że więcej prognoz jest rewidowanych w dół niż w górę).

Wracając do rynków Dalekiego Wschodu - **powróciły obawy o sytuację geopolityczną** w regionie. Prezydent Tajwanu Tsai Ing-wen udała się z wizytą do Stanów Zjednoczonych, co zdecydowanie potępiły chińskie władze. Dodatkowo warto wspomnieć, że **Chiny nieustannie zacieśniają współpracę z Rosją**, co pogarsza (i tak już napięte) stosunki na linii Pekin-Waszyngton.

Uwagę inwestorów przykuł także **powrót chińskiego miliardera Jacka Ma do ojczyzny.** Właściciel chińskiego giganta z sektora e-commerce, Alibaba Group, **ogłosił restrukturyzację swojej firmy.** Ma ona zostać podzielona na sześć różnych spółek, które będą działać jako holding. Zmiana ta ma na celu usprawnienie funkcjonowania przedsiębiorstwa i umożliwienie lepszej koordynacji pomiędzy różnymi gałęziami jego działalności (co przełoży się też na lepsze perspektywy rozwoju i łatwiejsze zarządzanie). Działalność Alibaby będzie rozdzielona na sześć gałęzi: e-commerce i handel w Chinach, e-commerce globalny, cyfrowe mapowanie, dostarczanie żywności, logistykę oraz media i rozrywkę. Decyzja ta jest porównywana do reorganizacji Google w Alphabet w 2015 roku i **stanowi istotny punkt w prawie 24-letniej historii Alibaby.** Poprzez restrukturyzację, spółka będzie miała lepszą kontrolę nad swoją działalnością, co powinno usprawnić jej rozwój nie tylko w sektorze e-commerce, ale

także w branży wysokich technologii. Globalni inwestorzy pozytywnie przyjęli pomysł reorganizacji spółki- jej akcje solidnie odbiły po prawie dwóch miesiącach wyraźnych spadków.

Podsumowując, wciąż obecne ryzyka geopolityczne, negatywne rewizje prognoz wynikowych, a przede wszystkim wyraźny spadek atrakcyjności cenowej rynków wschodzących po ostatnich wzrostach, skłoniły nas do **zrównania nastawienia do akcji tych regionów z innymi rynkami** (czyli do umiarkowanie negatywnego poglądu). Większą premię za ryzyko widzimy w tym momencie na rynku polskim, który również zaliczany jest do segmentu rynków wschodzących. (ab)

## Polska

- **W marcu na GPW średnie i małe podmioty wyprzedziły duże spółki**
- **„Mini kryzys” banków w USA i Szwajcarii został zdławiony w zarodku**
- **Podnosimy nasze nastawienie dla polskiego rynku akcji do umiarkowanie negatywnego (-1), zrównując je z nastawieniami większości rynków akcji.**

W marcu główne indeksy GPW ponownie zachowywały się różnokierunkowo, co wkomponowywało się w utrzymanie sentymentu, jaki pojawił się w lutym. Wśród głównych indeksów GPW ponownie najstabilniej wypadł WIG20 (skupiający największe podmioty), który zniżył o 3,3%, co dla indeksu szerokiego rynku WIG oznaczało spadek o 1,4%. Drugi miesiąc z rzędu korekcie oparły się średnie i mniejsze podmioty skupione w indeksach mWIG40 oraz sWIG80, które wzrosły odpowiednio o 3,2% oraz 2,2%. Sentyment na krajowym parkiecie odbiegał nieco od tego dla indeksu akcji globalnych MSCI All Countries, który w marcu zyskał o 2,8%. Utrzymujące się drugi miesiąc z rzędu wyhamowanie fali wzrostowej na GPW ma związek z „jastrzębami” tonami ze strony Fed zapoczątkowanymi w lutym, a także obaw o stabilność systemu bankowego w USA i Szwajcarii: pojawiające się w marcu problemy płynnościowe niektórych tamtejszych banków zostały interwencyjnie i szybko rozwiązane, jednak zdołały wzbudzić niepokoje na rynkach finansowych.

Sektorowo na GPW w marcu inwestorzy najmocniej nagrodzili wzrostem kursu nieruchomości (+7,1%), mimo spadku oczekiwanego 12-miesięcznego wyniku o 6,4% (konsensus Bloomberg). Na drugim miejscu znalazł się sektor budowlany (+4,6%), którego oczekiwane 12-miesięczne wyniki podniesione zostały o 2,2% w stosunku do lutego. Na drugim biegunie zmian kursów znalazły się paliwa (-10,5%), przy jednoczesnym spadku oczekiwanych wyników o 2,9%, następnie sektor gier (-5,8%) przy spadku oczekiwań na wyniki o 17,2% oraz górnictwo (-5,6%) ze spadkiem oczekiwań na wyniki aż o 58,8%. Wyraźny spadek oczekiwanych wyników odnotowała również energetyka (-17,2%), przy czym sektor ten zniżył o jedynie 2,3%. Najciekawiej rynkowo wyglądała jednak sytuacja w sektorze bankowym, którego oczekiwane 12-miesięczne wyniki w ciągu ostatniego miesiąca zostały podniesione w górę aż o 89,2%, przy jednoczesnym spadku kursu indeksu WIG-Banki o 2,9%. Wygląda na to, że w tym segmencie pojawiła się nieefektywność, albo ograniczone zaufanie rynku do ostatnich prognoz dla sektora bankowego.

Wśród głównych indeksów GPW, rewizje oczekiwanych 12-miesięcznych wyników najmocniej dotknęły indeksy: mWIG40 (-8,1%) oraz WIG20 (-6,3%). Z kolei dla indeksu szerokiego rynku WIG rewizja oczekiwanych wyników wyniosła 5,3%, co świadczy o sporej rozbieżności pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku.

Na początku kwietnia odbyła się w Polsce pierwsza (od czasu pełnoskalowej agresji Rosji na Ukrainę) oficjalna zagraniczna wizyta prezydenta Ukrainy, w trakcie której podpisano nowy traktat pomiędzy obydwojoma krajami. W kwestii gospodarczej **prezydent Ukrainy zapowiedział, że polskie firmy będą traktowane priorytetowo przy odbudowie Ukrainy, co dotyczy nie tylko sektora budowlanego, ale również energetycznego, bankowego i ubezpieczeniowego.**

Spoglądając przez pryzmat oczekiwanych wskaźników P/E, **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są na poziomach w pobliżu minimów z 10 lat (5,4x) i jednocześnie razem z Turcją (3,8x) najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Wynika to przede wszystkim z wojny w Ukrainie i negatywnych konsekwencji z tego płynących dla Polski, jako kraju sąsiadującego. Większość istotnych sektorów GPW (poza IT) nadal utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat

zarówno historycznego jak i oczekiwanego P/E, a sektor bankowy w efekcie skokowego wzrostu oczekiwanych wyników – skokowo zwiększył swoją atrakcyjność sprowadzając oczekiwane P/E do niemal 10-letnich minimów. Z kolei sektor górniczy na oczekiwanym P/E w ciągu miesiąca podskoczył z rejonu 10-letnich minimów do okolic pierwszego kwartyłu. Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie i wyczekiwana kolejna ofensywa wzmocnianych wojsk ukraińskich. Szala zwycięstwa przesuwa się w stronę Ukrainy, o czym świadczy brak rosyjskich postępów na froncie. Zaskakująca jest również ostatnia wypowiedź ambasadora Chin przy UE, który stwierdził m.in., że Chiny nie uznają starań Rosji o aneksję okupowanych części

Ukrainy, w tym Krymu i Donbasu oraz nie są po stronie Rosji.

Polski rynek akcji w ostatnich 2-miesiącach skorygował niemal w połowie silny wzrost z poprzednich kilku miesięcy, a więc oczekiwana przez nas korekta zmaterializowała się. **Podnosimy nasze nastawienie dla akcji polskich ze skrajnie negatywnego (-2) do umiarkowanie negatywnego (-1)**, a jednocześnie obniżamy neutralne nastawienie dla akcji EM do tego samego poziomu (-1), ze względu na dywergencję pomiędzy wycenami obu rynków. Tym samym akcje polskie są przez nas tak samo postrzegane, jak akcje większości rynków - poza Ameryką Łacińską, dla której utrzymujemy nastawienie umiarkowanie pozytywne (+1). (tk)

## Obligacje

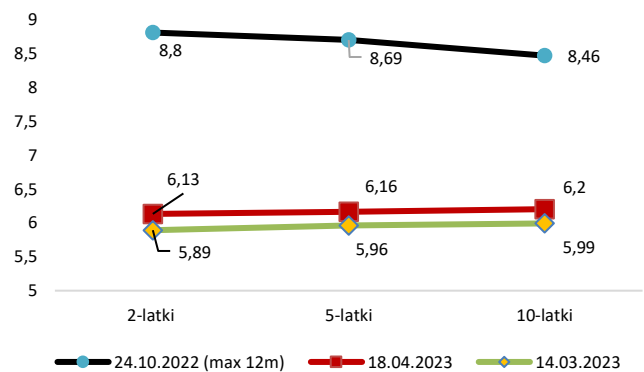
- W obrębie obligacji najkorzystniej oceniamy perspektywy w segmencie obligacji zmienno-kuponowych skarbowych oraz korporacyjnych, ale tylko polskich emitentów o wysokim standingu finansowym (IG). Segment ten charakteryzuje się też najniższym poziomem ryzyka stopy procentowej (duration)
- Pozytywnie zapatrujemy się także na segmenty obligacji zagranicznych: skarbowych DM inflacyjnych oraz obligacji korporacyjnych IG
- Na kwiecień odeszliśmy od skrajnego na rzecz umiarkowanego niedowierzania zagranicznych obligacji korporacyjnych HY

W świetle ostatnich danych o inflacji konsumenckiej (CPI) w Polsce w marcu (+16,2% r/r, +12,3% po wyłączeniu wpływu cen żywności i energii), braku oznak zacieśniania fiskalnego, cały czas mocnego rynku pracy, rentowności długoterminowych i średnioterminowych polskich obligacji skarbowych na poziomie tylko niewiele powyżej 6 proc. oceniamy na niezadowolające.

Dostrzegamy też **szereg czynników oddziałujących w kierunku utrwalenia inflacji na podwyższonych poziomach w kolejnych latach globalnie**, mianowicie: 1. spadek

podaż pracy w gospodarkach DM na skutek starzejących się społeczeństw, 2. deglobalizacja (spadający udział eksportu i importu w światowym PKB) związana z izolowaniem się dwu przeciwstawnych bloków politycznych: Rosja-Chiny vs. „Zachód”, 3. „greenflacja” - obejmująca szereg zjawisk polityczno-gospodarczych wiążących się m.in. bezrefleksyjnym wzrostem nakładów na budowę odnawialnych źródeł energii (OZE) i elektromobilność.

### Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach

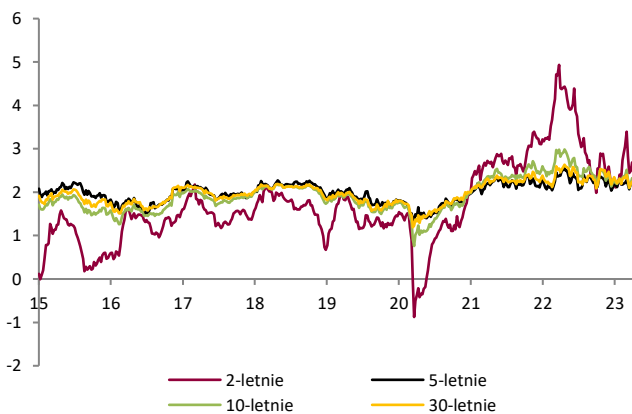


źródło: Bloomberg

Więszą rentowność (zakładając stałość będącej bazą do oprocentowania większości papierów stopy WIBOR6M) oferują obligacje zmienno-kuponowe skarbowe lub quasi-skarbowe (obligacje „covidowe” emitowane przez BGK/PFR). Pozytywnie zapatrujemy się też cały czas na segment obligacji korporacyjnych polskich emitentów, ale tylko tych o najwyższym standingu finansowym (IG), gdzie premie za ryzyko utrzymują się nadal na atrakcyjnym poziomie.

Pokłosiem perturbacji na rynku bankowym w USA jest spadek implikowanych z wycen obligacji oczekiwań inflacyjnych, co zwiększa naszym zdaniem względną atrakcyjność obligacji inflacyjnych w USA względem zwykłych. (zo)

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



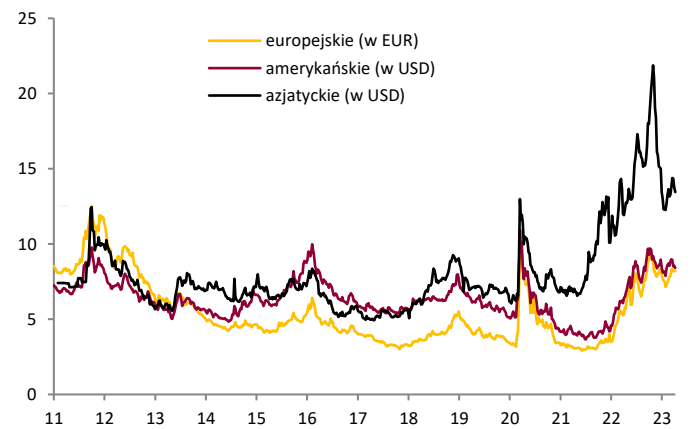
źródło: Bloomberg

## Zagraniczne korporacyjne

Na kwiecień odeszliśmy od skrajnego (-2, w skali od -2 do +2) do tylko umiarkowanego (-1) unikania obligacji emitentów zagranicznych o subinwestycyjnym standingu finansowym lub bez ratingu (High Yield, HY). Nadal uważamy, że w tym roku nastąpi wzrost ilości upadłości firm w tym segmencie w stosunku do 2022 roku, jednak wyraźny wzrost premii za ryzyko, jaki nastąpił w ostatnich tygodniach, częściowo to zdyskontował. Dodatkowo w przypadku wystąpienia negatywnych scenariuszy w gospodarce, oczekiwany spadek rentowności obligacji

skarbowych, przełoży się na wzrost cen obligacji, częściowo niwelując wzrost spreadu (premię za ryzyko). (ml)

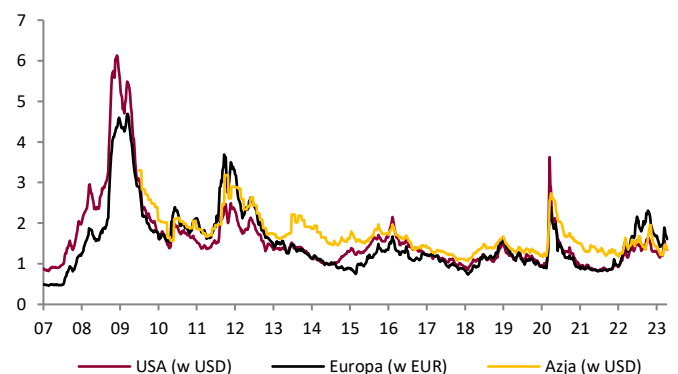
**Rentowności do wykupu dla indeksów obligacji HY (proc.)**



źródło: Bloomberg

Niezmiennie pozytywnie natomiast oceniamy perspektywy inwestycyjne w segmencie obligacji korporacyjnych emitentów zagranicznych o ratingu inwestycyjnym (IG- Investment Grade), gdzie w ostatnich tygodniach również wzrosły premie za ryzyko jednak całościowe ryzyko kredytowe jest oczywiście znacznie mniejsze niż w HY. Główne ryzyko cenowe dla tej klasy obligacji płynie z ryzyka stopy procentowej, które jednakże oceniamy obecnie już jako niewielkie (zaawansowane cykle podwyżek stóp procentowych zarówno w strefie euro, jak i USA). (zo)

**Premia kredytowa (w pkt. proc.) w poszczególnych segmentach obligacji IG**



źródło: Bloomberg

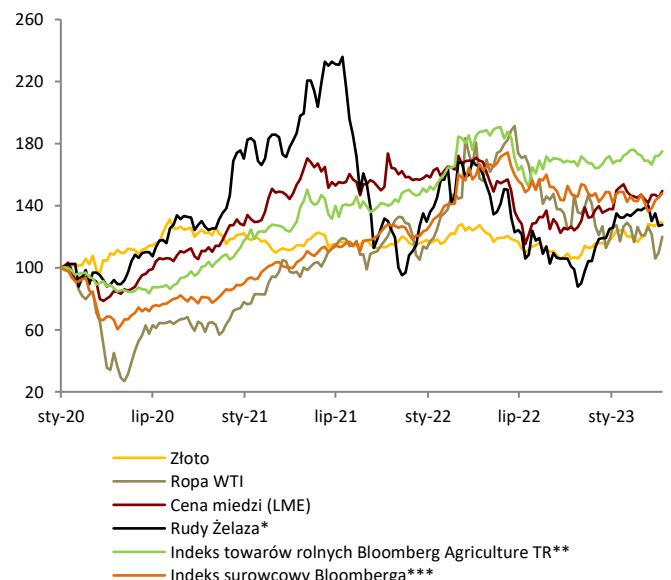
# Surowce

- Strach przed kryzysem bankowym wywołał chwilowy popłoch na rynkach towarowych, ale obecnie sytuacja wydaje się opanowana
- Popyt z Chin pozostaje stabilny
- Niespodziewana obniżka produkcji ropy przez OPEC+ i ponownie spadające jej zapasy będą wspierać ceny
- Złoto złapało „wiatr w żagle” dzięki słabnącemu dolarowi i spadającym rentownościom długu
- Zapasy metali na świecie zaczęły ponownie spadać, „zielony popyt” na nie rozpędza się z miesiąca na miesiąc
- Ceny zbóż w krótkim terminie pozostaną „zakładnikiem” dostaw z Rosji i Ukrainy

Marzec był miesiącem gwałtownych perturbacji na rynku kapitałowy. Problemy amerykańskich banków „regionalnych”, a następnie akcja ratunkowa banku Credit Suisse spowodowały, że inwestorzy znacznie poważniej zaczęli traktować ryzyko recesji w światowej gospodarce. Stąd też pierwsza połowa miesiąca upłynęła pod znakiem wyprzedaży większości surowców, na które popyt w oczywisty sposób związany jest z koniunkturą w gospodarce. Potem nastąpiło jednak przesilenie, będące efektem zdecydowanej reakcji władz monetarnych, które zapewniły rynkom finansowym dodatkową płynność. Inwestorzy widząc determinację w zwalczaniu „w załączku” problemów branży finansowej, szybko doszli do wniosku, że recesja, w przypadku jej zaistnienia w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych, będzie płytka i zrównoważona cięciami stóp oraz wzrostem gospodarczym w innych obszarach globu. W efekcie Bloomberg Commodity Index zakończył miesiąc bardzo dużej zmienności symbolicznym spadkiem o 0,6%. Obecnie uwaga rynku koncentruje się niezmiennie na dwóch podstawowych kwestiach: koniunkturze gospodarczej na Zachodzie, będącej w dużej mierze pochodną decyzji władz monetarnych (wysokości stóp procentowych) oraz na losach ożywienia w gospodarce chińskiej, która po rezygnacji z covidowych ograniczeń, powoli nabiera wigoru. W obu tych kwestiach

obecną ocenę rynku określić można jako „umiarkowany optymizm”. Pochodną zbliżającego się końca cyklu podwyżek w USA oraz słabszej koniunktury w tym kraju, powinien być również słabszy dolar. Amerykańska waluta spadała praktycznie cały miesiąc, co pomogło i pomaga nadal rosnać cenom surowców – szczególnie metali szlachetnych. W tym kontekście oceniamy, że ten rok nie będzie dla USD tak dobry jak poprzedni co wpisuje się w naszą pozytywną ocenę perspektyw dla rynków towarowych. Dodatkowo, po chwilowym wzroście zapasów metali czy zapasów komercyjnych ropy naftowej, ponownie zaczęły one spadać, co niezwykle rynek niepokoi. Dokładając do tego informacje o tym, że ilość pozycji spekulacyjnych na wzrosty towarów na rynkach terminowych, po perturbacjach z połowy miesiąca, jest najniższa od wielu kwartałów (duże pole do zwiększenia pozycji), zakładamy, że przed sektorem rysują się całkiem ciekawe perspektywy i uważamy, że warto pozostawić w portfelu ekspozycję na tę klasę aktywów.

## 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%

## Surowce energetyczne

Marzec był miesiącem wysokiej zmienności cen ropy naftowej a amplituda wahań cen wyniosła kilkanaście dolarów na baryłce. Ropa Brent rozpoczęła miesiąc z poziomu ok. 84-86 USD, by w połowie miesiąca „zameldować” się chwilowo w okolicach 70 USD, a następnie wrócić do 80 USD. Dodatkowo w pierwszych dniach kwietnia, już po tym jak rynek opuściły obawy o mocniejsze załamanie gospodarcze wywołane kryzysem bankowym, inwestorów mocno zaskoczył kartel OPEC+, ogłaszając dodatkową redukcję produkcji ropy o 1 mln baryłek od maja. W efekcie cena ponownie wzrosła do 86 USD i jest kwotowana wyżej niż przed marcowym „mini kryzysem” bankowym. Rynek otrzymał w ten sposób silny sygnał, że ceny poniżej 80 USD nie są przez organizację akceptowane. Oczywiście dla cen ropy kluczowe będą w najbliższych miesiącach spowolnienie na zachodzie i koniunktura w Chinach. Prognozy dotyczące chińskiego popytu na ropę na ten rok są nadal rekordowo wysokie. OPEC spodziewa się, że popyt ze strony największego światowego importera zwiększy się w tym roku o ponad 700 tys. baryłek dziennie. Równocześnie MAE (Międzynarodowa Agencja Energetyczna) przewiduje, że wzrost popytu ze strony Chin doprowadzi rynek ropy do deficytu w drugiej połowie roku (chyba że silna recesja osłabi popyt na wszystko, co pochodzi z Chin). Równocześnie inwestorzy pilnie obserwują spadek podaży z Rosji w konsekwencji sankcji. Nie jest on tak silny jak się spodziewano i ogranicza się obecnie do kilkuset tysięcy baryłek dziennie. Obecne prognozy ekspertów dotyczące cen ropy w drugiej połowie 2023 roku w większości wahają się od 80 do 100 USD za baryłkę, choć są i takie, które mówią nawet o 140 USD. Według zrewidowanej ostatnio prognozy Goldman Sachs ropa w ciągu najbliższych miesięcy powinna osiągnąć cenę 94 dolarów za baryłkę, natomiast w 2024 przewidywana cena to 97 USD. Ważnym czynnikiem branym pod uwagę jest także poziom komercyjnych zapasów ropy w USA. Przez wiele tygodni rosły one, co wskazywano jako dowód na rozczarującą kondycję gospodarki Stanów. Obecnie trend ten uległ odwróceniu i po kolejnych dwóch tygodniach spadku znalazły się one na poziomie 470 mln baryłek (podobnie zaczęły spadać także zapasy benzyny i diesla). Równocześnie zapasy strategiczne ropy w USA są najniższe od początku lat 80.-tych poprzedniego wieku (371 mln baryłek), co w sytuacji obecnego napięcia geopolitycznego

nie jest zapewne sytuacją komfortową. Ich odbudowanie do stanu sprzed zeszłorocznej wyprzedaży wymagałoby ich podwojenia, co byłoby potężnym czynnikiem popytowym. **W związku z tym spodziewamy się raczej wysokich cen ropy i jedynie znacznie silniejsze niż przewiduje rynek załamanie gospodarcze mogłoby ten scenariusz zdezaktualizować.**

## Złoto

Metale szlachetne mają za sobą fenomenalny miesiąc. Złoto drożało o 7,8%, a srebro o 15,2%, wspierane przez sukcesywnie osłabiającego się dolara i spadające rentowności amerykańskiego długu.

Równocześnie problemy niektórych banków spowodowały systemowe zasilenie rynków kapitałowych kilkuset miliardami dolarów i franków, co znacząco pomogła we wzrostach. Obecnie kluczowym czynnikiem przekładającym się na tempo zmian cen złota będzie to, kiedy FED zasygnalizuje możliwość obniżek stóp. Złoto będzie zatem czekało na nieuchronne łagodzenie polityki monetarnej i powinno pozostawać mocne. Jednak w krótkim okresie istnieje spore ryzyko korekty spadkowej. Złoto znalazło się tuż pod oporem technicznym, nieco poniżej 2100 USD/uncja, który już dwukrotnie zatrzymał wzrost cen. Równocześnie szacunki dotyczące prawdopodobieństwa recesji w USA z końca marca (ok. 60%) mogą być rewidowane w dół, jeżeli zestawimy je z odczytami danych gospodarczych, które nadal wykazują wysoką inflację, pełne zatrudnienie i odpornych konsumentów (co oddala perspektywę łagodzenia polityki monetarnej). Niewątpliwie jednak złoto jest w krótko- i średnioterminowym trendzie wzrostowym. Dostrzegli to także inwestorzy w ETF-y na kruszec. Napływy i odpływy kapitału z tych instrumentów są bardzo silnie skorelowane z kierunkiem zmiany cen. W przeciągu ostatnich 12 miesięcy z ETF-ów wypłynęło prawie 500 ton metalu, natomiast w marcu widać było zauważalny powrót inwestorów. Warto jednak zauważyć, że zakupy na poziomie niecałych 50 ton wyglądają dopiero na początek, a złoto już znalazło się a bezpośredniej bliskości historycznych szczytów, co pokazuje obecny poziom niedoinwestowania na rynku tego metalu.

**Choć w perspektywie najbliższych dni i tygodni istnieje ryzyko spadkowej korekty, zakładamy, że w perspektywie najbliższych miesięcy, złoto z wysokim**

prawdopodobieństwem sforsuje (zapewne trwale) historyczne maksima cenowe.

## Metale przemysłowe

Metale przemysłowe w większości, podobnie jak ropa naftowa, pozostawały w pierwszej połowie marca pod presją, by następnie zaliczyć wzrostowe odreagowanie. Finalnie cena miedzi nie uległa zmianie (-0,1%), aluminium drożało o 2,1%, a ruda żelaza o 1%. Obecnie obawy dotyczące spowolnienia na Zachodzie znacznie zmalały, a rynek z uwagą obserwuje wzrost popytu w Chinach, na który marcowe zamieszanie w sektorze bankowym nie miało wpływu. W efekcie, w przeciągu ostatnich pięciu tygodni, zapasy miedzi monitorowane przez giełdy kontraktów terminowych w Szanghaju, Londynie i Nowym Jorku, spadły o 29%. Jeżeli obecny trend dotyczący wzrostu popytu w Chinach się utrzyma, zdaniem Goldman Sachs światowe monitorowane zapasy miedzi do sierpnia mogą ulec wyczerpaniu (jeśli wyższa cena nie spowoduje destrukcji popytu). Niezależnie od tego, że w Chinach wchodzimy obecnie w szczyt sezonu budowlanego (kwiecień-wrzesień), wg SaxoBanku rosnący popyt związany z produkcją pojazdów elektrycznych, wytwarzaniem energii ze źródeł odnawialnych oraz magazynowaniem i przesyłem energii, już teraz równoważy spowolnienie na chińskim rynku nieruchomości oraz spowolnienie gospodarcze na Zachodzie. Szacuje się, że w 2023 r. popyt na produkty „ekologiczne” będzie generować 2,6 mln ton zużycia miedzi (8% światowego popytu) i 5,1 mln ton aluminium (7% światowego popytu), odnawialne źródła energii i pojazdy elektryczne odpowiadać będą natomiast za 58% wzrostu popytu na miedź i 65% na aluminium. W podobnym tonie wypowiadają się analitycy firmy Trafigura - największej na świecie prywatnej spółki zajmującej się obrotem metalami. Prognozują oni, że miedź osiągnie w tym roku rekordową cenę, ponieważ ożywienie w Chinach będzie w dalszym ciągu uszczuplać i tak już niewielkie zapasy. **Również w naszej opinii, kolejne miesiące powinny być udane dla cen metali przemysłowych, szczególnie tych znajdujących zastosowanie we wszystkim co związane z „zieloną” transformacją i podobnie jak w przypadku ropy,**

jedynie znacznie silniejsze od zakładanego załamanie koniunktury globalnej, uczyniłoby ten scenariusz nieaktualnym.

## Towary rolne

Sytuacja na rynku najważniejszych zbóż pozostaje nadal niejasna. W marcu słabiej zachowywała się pszenica (+0,1%), znacznie lepiej kukurydza (+4,8%), soja natomiast drożała o 1,8%. W pierwszej połowie miesiąca rynek żył losami przedłużenia umowy o korytarzach zbożowych z Ukrainy- co nastąpiło 18 marca i osłabiło presję na ceny. Równocześnie zamieszanie na rynku finansowym spowodowało exodus spekulacyjnych pozycji długich ze zbóż (w Stanach Zjednoczonych do 14 marca spadła do 98 tys. lotów, czyli do najniższego poziomu od sierpnia 2020 r., co oznacza spadek o 82% w ciągu czterech tygodni), co doprowadziło do sytuacji, że znaczącą przewagę na rynku uzyskali posiadacze pozycji krótkich (na spadki) – a jak wiadomo by zamknąć taką pozycję, trzeba kupić. Powoduje to zwiększone ryzyko skoku cen w górę w najbliższym czasie. Niezależnie od zmienności w krótkim terminie należy pamiętać o tym, że światowy rynek zbóż od sezonu 2016/2017 pozostaje w corocznym deficycie produkcji, co skutkuje powolnym, lecz regularnym spadkiem globalnych zapasów.

**Podsumowując, pozostajemy pozytywnie nastawieni do sektora surowców. Marcowe zamieszanie na rynkach wynikało raczej z popłochu jaki wśród inwestorów spekulacyjnych wywołały obawy o kryzys bankowy niż z rzeczywistego spadku popytu. Obecnie zakładamy umiarkowane spowolnienie na Zachodzie i rosnący popyt z Chin, co powinno zapewnić rosnący popyt na ropę i metale. Słaby dolar powinien wspierać surowce, w szczególności złoto. Nadal niskie zapasy i zagrożenia dla podaży z kierunku rosyjskiego, oraz niepokoje w Ameryce Południowej mogą dodatkowo zwiększać zmienność cen. Dla cen zbóż kluczowa natomiast pozostanie skala dostaw z Ukrainy i Rosji. Całość składa się jednak w pozytywny obraz sektora towarowego, dlatego ekspozycję na niego w kolejnych miesiącach uważamy za pożądaną. (bn)**

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Marzec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	2,8%	6,8%	16,9%	-9,1%	46,2%	27,9%
MSCI World	USD	2,8%	7,3%	17,4%	-8,6%	50,7%	35,1%
MSCI Emerging Markets	USD	2,7%	3,5%	13,1%	-13,3%	16,7%	-15,4%
MSCI EM Asia	USD	3,4%	4,6%	15,5%	-11,4%	16,2%	-9,0%
MSCI EM Latin America	USD	0,4%	3,1%	6,8%	-18,3%	39,2%	-27,7%
MSCI EM Europe	USD	-2,2%	4,2%	43,9%	-17,3%	-73,1%	-80,9%
MSCI Poland	PLN	-5,6%	-2,8%	27,6%	-19,7%	7,3%	-29,3%
MSCI Frontier Markets	USD	0,5%	2,4%	1,0%	-20,4%	14,2%	-27,3%
S&P500 - USA	USD	3,5%	7,0%	14,6%	-9,3%	59,0%	55,6%
Russell 2000	USD	-5,0%	2,3%	8,3%	-12,9%	56,3%	17,9%
MSCI Europe	EUR	-0,5%	8,0%	17,9%	1,1%	43,3%	23,1%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-0,7%	7,8%	18,0%	0,4%	43,0%	23,5%
DAX - Niemcy	EUR	1,7%	12,2%	29,0%	8,4%	57,3%	29,2%
CAC40 - Francja	EUR	0,7%	13,1%	27,1%	9,9%	66,6%	41,7%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-1,7%	12,2%	25,3%	9,3%	36,1%	-3,8%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-1,3%	14,4%	31,3%	8,4%	59,0%	21,0%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-3,1%	2,4%	10,7%	1,5%	34,6%	8,2%
FTSE Nordic 30	SEK	2,0%	6,8%	23,5%	11,9%	67,1%	68,4%
Nikkei - Japonia	JPY	2,2%	7,5%	8,1%	0,8%	48,2%	30,7%
TOPIX - Japonia	JPY	0,5%	5,9%	9,1%	2,9%	42,8%	16,7%
MSCI China	HKD	4,5%	5,3%	18,7%	-6,6%	-11,3%	-25,7%
Hang Seng - Hongkong	HKD	3,1%	3,1%	18,4%	-7,3%	-13,6%	-32,2%
Kospi - Korea Płd.	KRW	2,7%	10,8%	14,9%	-10,2%	41,2%	1,3%
SENSEX - Indie	INR	0,0%	-3,0%	2,7%	0,7%	100,2%	78,9%
XU100 - Turcja	TRY	-8,1%	-12,6%	51,4%	115,5%	436,9%	318,8%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-2,9%	-7,2%	-7,4%	-15,1%	39,5%	19,3%
WIG	PLN	-2,6%	2,0%	27,5%	-9,7%	40,8%	0,4%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Marzec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	-2,4%	3,8%	14,3%	-11,2%	56,8%	13,4%
MSCI ACWI Large Cap	USD	3,5%	7,4%	17,1%	-8,8%	45,9%	30,6%
WIG20	PLN	-4,8%	-1,9%	27,6%	-17,6%	16,2%	-20,4%
WIG20 total return	PLN	-4,8%	-1,9%	27,6%	-14,8%	23,5%	-10,9%
mWIG40	PLN	1,9%	8,4%	26,8%	-5,7%	58,0%	-1,1%
sWIG80	PLN	3,4%	15,7%	27,4%	2,7%	97,3%	42,8%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Marzec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	3,0%	-2,1%	10,6%	-4,9%	37,5%	51,1%
MSCI World Energy	USD	-2,1%	-4,3%	13,5%	4,2%	119,2%	12,1%
MSCI World Financials	USD	-8,1%	-2,2%	12,8%	-12,5%	50,3%	3,1%
MSCI World Metals&Mining	USD	1,8%	3,6%	29,1%	-14,9%	94,8%	38,5%
MSCI World Industrials	USD	1,7%	6,6%	25,3%	-2,5%	57,0%	24,4%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	3,7%	16,1%	13,2%	-14,1%	56,3%	39,2%
MSCI World Consumer Staples	USD	4,5%	3,0%	14,5%	-1,3%	28,3%	24,0%
MSCI World IT	USD	10,0%	20,9%	26,8%	-7,4%	76,5%	108,9%
Nasdaq	USD	6,7%	16,8%	15,6%	-14,1%	58,7%	73,0%
Nasdaq100	USD	9,5%	20,5%	20,1%	-11,2%	68,7%	100,3%
S&P Global Clean Energy	USD	2,6%	-0,9%	2,8%	-8,4%	105,2%	108,0%
Eurostoxx Banks	EUR	-13,8%	6,4%	29,8%	12,3%	87,6%	-18,9%
WIG-Games	PLN	-6,5%	0,7%	18,5%	-8,4%	-17,0%	
WIG-Energia	PLN	-4,9%	-3,2%	0,7%	-22,9%	67,3%	-17,0%
WIG-Banki	PLN	-5,4%	0,3%	37,2%	-18,0%	50,9%	-20,1%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Marzec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	6,8%	14,9%	20,1%	-10,5%	52,5%	56,7%
MSCI World Value	USD	-1,1%	0,2%	14,5%	-7,4%	45,1%	12,4%



<b>SUROWCE</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-3,5%	-5,7%	2,5%	-11,7%	75,2%	39,5%
Miedź	USD	-0,1%	7,5%	20,0%	-13,8%	83,8%	35,3%
Aluminium	USD	2,1%	1,2%	10,3%	-31,7%	59,2%	19,6%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	1,0%	0,0%	2,4%	-3,6%	89,2%	50,0%
Rudy żelaza	USD	1,0%	14,2%	29,2%	-15,8%	44,4%	95,9%
Węgiel koksujący	CNY	-9,1%	-1,4%	3,6%			
Złoto	USD	7,8%	8,0%	18,6%	1,6%	24,9%	48,6%
Srebro	USD	15,2%	0,6%	26,6%	-2,8%	72,5%	47,2%
Bloomberg Commodity Index	USD	-0,6%	-6,5%	-5,4%	-15,2%	70,6%	20,6%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	3,7%	3,1%	8,0%	-9,3%	-14,2%	-11,1%
USD Korporacyjne IG	USD	2,8%	3,5%	7,3%	-5,6%	-1,6%	8,4%
EUR Korporacyjne IG	EUR	1,0%	1,8%	2,9%	-7,5%	-4,7%	-5,8%
USD azjatyckie IG	USD	1,9%	2,9%	5,6%	-2,6%	-1,1%	11,0%
USD Korporacyjne HY	USD	1,1%	3,6%	7,9%	-3,3%	18,8%	17,1%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-0,4%	2,9%	7,7%	-4,6%	14,2%	5,3%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	2,8%	3,1%	9,2%	-3,5%	5,9%	0,6%
EM skarbowe w USD	USD	1,3%	2,1%	10,5%	-6,8%	-2,0%	-4,2%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	2,2%	4,7%	9,0%	4,4%	-8,4%	1,2%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	2,5%	1,3%	10,6%	-2,1%	-1,7%	-12,0%
EUR/PLN	PLN	-0,5%	-0,1%	-3,6%	0,7%	2,7%	11,1%
CHF/PLN	PLN	-0,1%	-0,4%	-6,1%	3,5%	9,8%	31,6%
USD/PLN	PLN	-3,0%	-1,3%	-12,9%	2,8%	4,6%	26,4%
USD/JPY	JPY	-2,4%	1,3%	-8,2%	9,2%	23,5%	25,0%
Bloomberg USD Index	USD	-1,9%	-1,3%	-8,0%	3,2%	-1,3%	9,4%
MSCI EM Currency Index	USD	1,6%	1,9%	6,3%	-3,0%	8,1%	-1,8%
JP Morgan EM Currency Index	USD	1,4%	1,8%	4,0%	-4,8%	-4,9%	-28,0%
Europe REITS	EUR	-9,9%	-0,1%	8,1%	-22,0%	2,8%	-31,4%
US REIT's	USD	-3,3%	1,6%	5,9%	-22,4%	26,2%	10,7%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	11,9%	27,1%	19,7%	-5,0%	164,5%	312,4%
Amazon	USD	9,6%	23,0%	-8,6%	-36,6%	6,0%	42,7%
Alphabet (Google)	USD	15,2%	17,6%	8,4%	-25,4%	78,5%	100,0%
Microsoft	USD	15,6%	20,5%	24,4%	-5,6%	88,0%	234,7%
Meta Platforms (Facebook)	USD	21,2%	76,1%	56,2%	-4,7%	27,1%	32,6%
Netflix	USD	7,2%	17,2%	46,7%	-7,8%	-8,0%	17,0%
Tesla	USD	0,9%	68,4%	-21,8%	-42,2%	493,9%	1069,3%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	0,3%	0,3%	11,6%	-10,8%	8,0%	29,7%
Roche	CHF	-0,4%	-6,8%	-16,3%	-26,1%	-8,9%	39,1%
ASML	EUR	7,1%	24,4%	44,9%	4,0%	165,4%	311,7%
Nestle	CHF	5,1%	4,0%	4,1%	-5,1%	20,7%	68,1%
Novartis	CHF	10,1%	4,5%	15,6%	7,5%	18,3%	48,1%
Novo Nordisk	DKK	9,9%	16,7%	43,7%	46,9%	178,9%	302,3%
L'Oreal	EUR	9,6%	23,3%	24,5%	14,7%	79,0%	141,4%
LVMH	EUR	7,0%	24,2%	39,3%	32,4%	159,6%	264,2%
Astrazeneca	Gbp	3,2%	1,6%	14,6%	13,2%	67,4%	163,4%
SAP	EUR	8,1%	20,5%	40,2%	18,7%	21,8%	48,4%
Sanofi	EUR	12,8%	11,6%	27,9%	12,7%	40,0%	87,5%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	4,9%	19,5%	27,7%	-8,7%	107,2%	151,7%
Tencent Holding	HKD	12,3%	21,6%	52,5%	9,1%	11,2%	3,7%
Alibaba	USD	16,4%	16,0%	27,7%	-6,1%	-47,5%	-44,3%
Samsung Electronics	KRW	5,6%	15,7%	21,3%	-6,3%	45,2%	49,7%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 marca 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 Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

# Ważne informacje

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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