



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

ŚWIAT DODATNICH REALNYCH STÓP PROCENTOWYCH



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

Lista autorów

Zbigniew Obara

Menedżer ds. Analiz

Makler Papierów Wartościowych

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych

Dział Analiz Makroekonomicznych

Marcin Brendota

Menedżer ds. Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego

Doradca Inwestycyjny

Arkadiusz Banaś

Specjalista ds. Analiz

Tomasz Kolarz

Ekspert ds. Data Science

Damian Marciniak

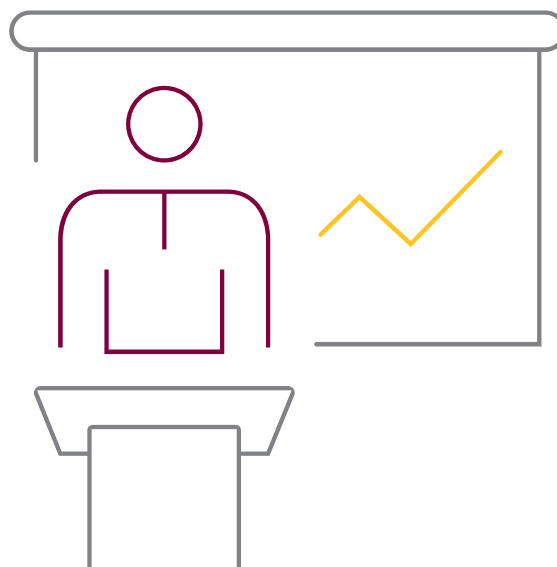
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

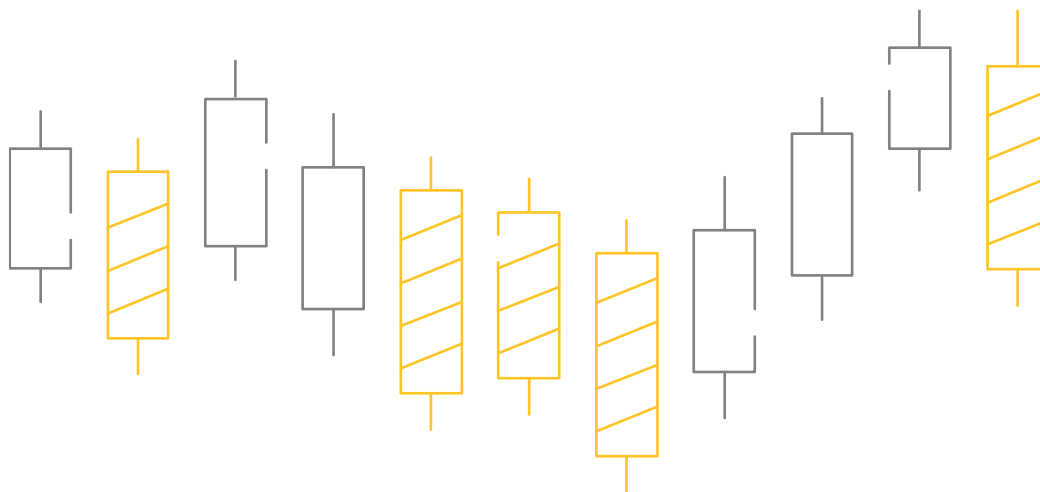
Makler Papierów Wartościowych



14 grudnia 2023 r.

Spis treści

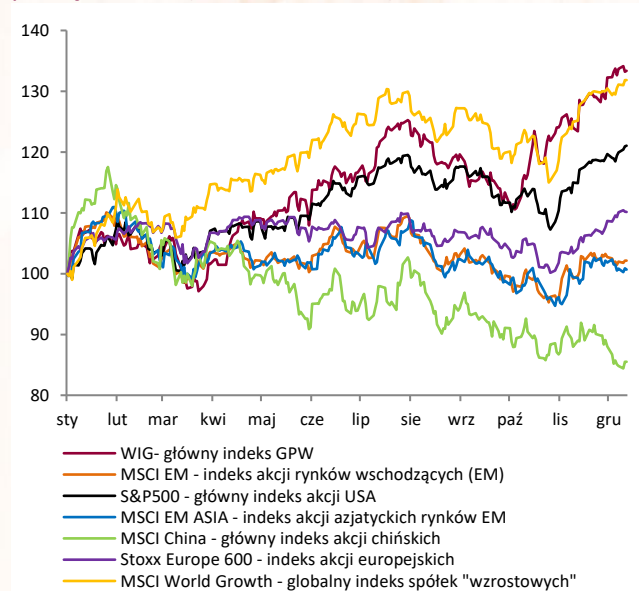
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska	10
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne	12
Surowce	12
Surowce energetyczne	13
Złoto	13
Metale przemysłowe	14
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	15
Ważne informacje	17



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%. Główna stopa procentowa dla euro (depozytowa) pozostaje na poziomie 4%, a w Polsce Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje główną stopę procentową NBP na poziomie 5,75%.
- **W większości regionów świata spada inflacja.** W USA w listopadzie dynamika cen konsumenckich CPI wyniosła +3,1% r/r, w strefie euro +2,4%, w Polsce, wg wstępnych danych, +6,5%- najmniej od 2 lat. Dezinflacji sprzyjają przede wszystkim niskie ceny surowców energetycznych (notowania ropy gatunku crude spadły nawet poniżej 70 USD za baryłkę).
- **Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na najważniejszych rynkach spadły z najwyższych poziomów od ponad dekady.** Rentowność 10-latek amerykańskich z 5% jeszcze w październiku spadła do poniżej 4%, niemieckich z 3,0% do 2,15%. 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 listopadzie zanotowały jeden z najlepszych miesięcy od dłuższego czasu.
- **Koniunktura gospodarcza w najważniejszych gospodarkach rozwiniętych pozostaje przytłumiona (poza USA).** W Polsce po słabej I poł. roku dochodzi natomiast do ożywienia konsumpcji oraz wzrostu oczekiwań koniunktury w przemyśle przy utrzymanej dwucyfrowej dynamice płac, mocnym kursie złotego oraz oczekiwanej luźnej polityce fiskalnej od początku 2024 r.
- Nasze aktualne preferencje w zakresie klas aktywów najmocniej definiuje fakt **dotychczasowych realnych stóp procentowych** na rynkach DM. Jest to sytuacja, w której zarówno bieżące miary inflacji jak i jej oczekiwany poziom są niższe zarówno od stóp procentowych czołowych banków centralnych, jak i rentowności długoterminowych obligacji. Taka sytuacja była rzadka w ostatnich latach i uważamy, że **jest argumentem za preferencją (umiarkowaną) obligacji vs. akcji** w strategiach globalnych.
- Odnośnie jakości emitentów korporacyjnych to zdecydowanie preferujemy tych o wysokim standingu finansowym (IG – Investment Grade) i to zarówno zagranicą, jak i w Polsce.
- **Wśród rynków akcyjnych najlepiej postrzegamy rynek polski i Ameryki Łacińskiej, najgorzej - amerykański.** (zo)

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Opis sytuacji gospodarczej

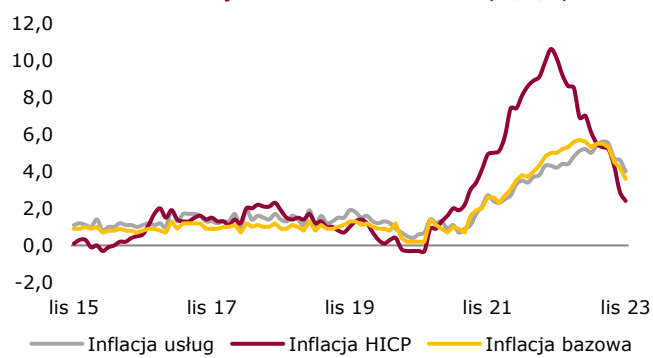
- Dobre wiadomości z frontu inflacyjnego...
- ... ożywiają scenariusze spadku stóp w 2024 r.
- Obiecująca końcówka roku w Polsce

Inflacja konsumencka w strefie euro spadła do 2,4% r/r, a więc poziomu najniższego od przeszło 2 lat. W USA wskaźnik CPI w listopadzie pokazał wzrost cen o 3,1% r/r. Patrząc na powyższe dane „z lotu ptaka” coraz wyraźniej nasuwa się pytanie: **czy to już ostatnie momenty kryzysu inflacyjnego w gospodarkach rozwiniętych?**

Inflacja konsumencka (HICP) w strefie euro obniżyła się w listopadzie do 2,4% r/r z 2,9% r/r. Obserwowany jest zatem trzeci z rzędu miesiąc tak dynamicznego hamowania wzrostu cen, który jeszcze w sierpniu przekraczał 5% r/r. Spora tu zasługa komponentu energetycznego, który wykazuje się normalizacją po okresie ogromnej destabilizacji spowodowanej głównie wybuchem wojny rosyjsko-ukraińskiej.

Ale też **coraz wyraźniej zaznacza się hamowanie inflacji bazowej, po wyłączeniu cen żywności i energii.** Ta obniżyła się w listopadzie do 3,6% r/r z 4,2% r/r w październiku. Jeszcze bardziej interesująco wygląda wzrost m/m po wyrównaniu sezonowym. W ub. miesiącu wyniósł niecałe 0,2%, co odpowiada rocznemu (zannualizowanemu) wzrostowi ok. 2%. To z kolei poziom celu banku centralnego strefy euro (EBC).

Strefa euro - inflacja konsumencka HICP (% r/r)



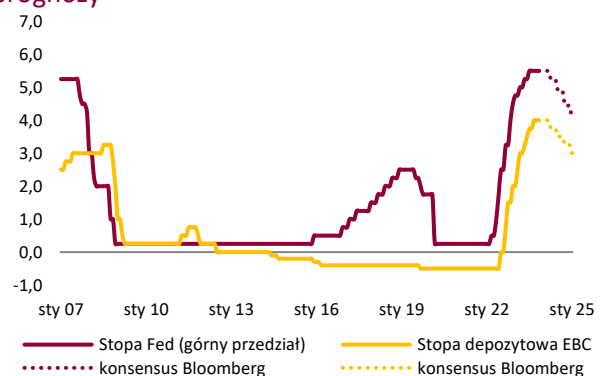
źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

W rozbiciu na kraje można mówić o kluczowym wpływie komponentu niemieckiej inflacji, która odpowiada za blisko 30% koszyka strefy euro. **Inflacja bazowa u naszego sąsiada zza Odry, po zannualizowaniu, od dwóch miesięcy znajduje się poniżej 1,5%.** Dynamika szerokiego wskaźnika cen konsumenckich HICP sięgnęła w listopadzie 2,3% r/r.

EBC niewątpliwie będzie musiał wziąć pod uwagę ostatnie dane w prowadzeniu polityki monetarnej. **Inflacja w drugiej połowie roku spada szybciej niż w formułowanych we wrześniu br. prognozach banku.** Rok 2023 kończy się zatem przy akompaniamencie rosnących oczekiwań na rychłe obniżki stóp procentowych EBC, możliwe, że już w I połowie 2024.

W USA inflacja konsumencka (CPI) w listopadzie sięgnęła 3,1% r/r wobec 3,2% w październiku. Inflacja bazowa wyniosła 4,0% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej i 4,1% we wrześniu. **Amerykański bank centralny (Fed) wydaje się zatem zostawać nieco w tyle za EBC w walce z inflacją.** Rosną szanse na scenariusz rozpoczęcia obniżek stóp w USA w tym samym czasie co w strefie euro, pomimo że Fed wcześniej przystępował do podwyżek stóp.

Stopy procentowe w USA i strefie euro oraz ich prognozy



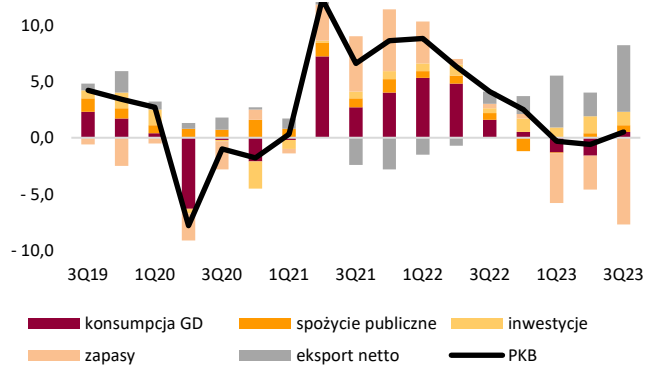
źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

W Chinach problemów ze zbyt wysoką inflacją nie ma. Wręcz przeciwnie - przy wskaźniku CPI utrzymującym się od kilku miesięcy w okolicy 0% r/r pojawiają się obawy o

deflację, która również może mieć negatywny wpływ na rozwój gospodarczy. Mając m.in. na uwadze powyższe, władze Chin w październiku zdecydowały się stymulować gospodarkę i zwiększony został deficyt budżetu o 0,8% PKB. **Listopadowe wskaźniki wyprzedzające** (sporządzane na bazie odpowiedzi menedżerów ds. zakupów na pytania ankietowe) **koniunktury PMI wskazały już na lekką poprawę perspektyw.** Indeks dla usług wzrósł z 50,4 do 51,5 pkt., a dla sektora przemysłowego z 49,5 do 50,7. W tym drugim przypadku obserwowana jest przede wszystkim poprawa popytu krajowego. Zagraniczny pozostaje słaby od kilku miesięcy.

Coraz więcej sygnałów wspiera scenariusz zbliżającego się odbicia gospodarczego w Polsce. W pierwszej połowie roku obserwowany był bardzo słaby krajowy popyt konsumpcyjny, a mocny inwestycyjny. W drugiej połowie, przy znacznie niższych odczytach inflacyjnych oraz względnie dobrej sytuacji na rynku pracy, obserwujemy już wyraźne umocnienie konsumenta. Na powyższy impuls reaguje też coraz wyraźniej sektor przemysłowy, gdzie optymizm przedsiębiorców mierzony w ramach wskaźnika PMI, sięgnął najwyższego poziomu od wybuchu wojny w Ukrainie.

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

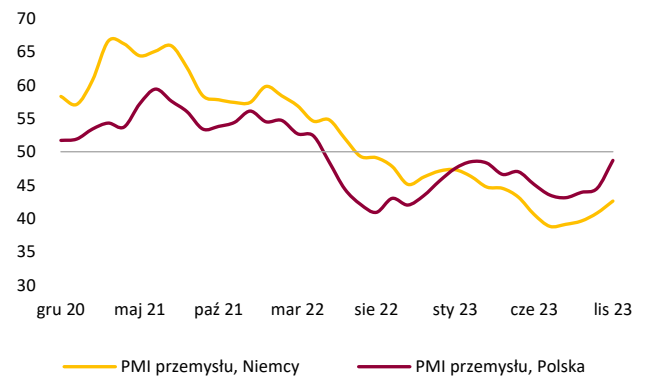


źródło: GUS, opracowanie własne

W listopadzie opublikowany został wstępny szacunek PKB Polski za III kw. 2023 r., wskazujący na wzrost o 0,5% r/r. Dane potwierdziły to o czym już pisaliśmy i co było widoczne w danych wyższej częstotliwości. Do mocnego popytu inwestycyjnego (+7,2% r/r w III kw. i średnio blisko +9% r/r w I połowie br.) **dołącza powoli ożywienie w konsumpcji gospodarstw domowych.** O ile ta w I

połowie 2023 r. spadała średnio o ok. 2,5% r/r to w III kw. wzrosła już o 0,8% r/r.

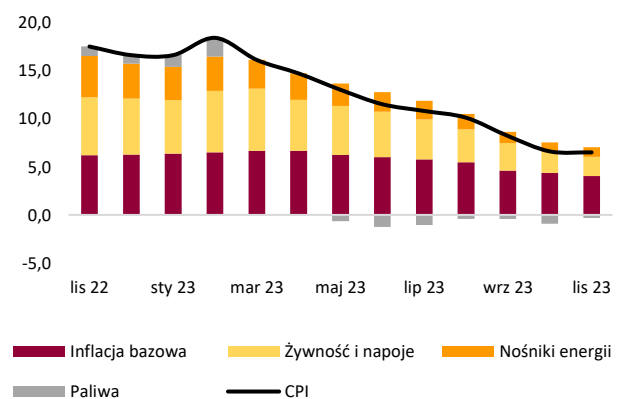
Polska – wskaźnik PMI przetwórstwa przemysłowego na tle wskaźnika niemieckiego



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Na coraz wyraźniej zarysowujące się ożywienie w popycie krajowym zaczyna reagować sektor przemysłowy. O tym również już pisaliśmy, a ostatnio pojawiło się bardzo ważne potwierdzenie ze strony odczytu wskaźnika PMI dla przetwórstwa przemysłowego. Indeks w listopadzie zanotował największy miesięczny skok w historii (pomijając okres odblokowywania przemysłu po restrykcjach epidemicznych wiosny 2020 r.), rosnąc z 44,5 do 48,7 pkt. Naszym zdaniem jednym z ciekawszych elementów raportu PMI są sygnały wyraźnej poprawy w zamówieniach eksportowych, co przy nienajlepszych krótkoterminowych perspektywach gospodarki UE można uznać za pozytywną niespodziankę i jednocześnie wzmocnienie tezy, że europejski przemysł dołek koniunktury również ma już za sobą.

Polska – inflacja CPI (% r/r) i jej kompozycja (p.p.)



źródło: GUS, opracowanie DAM

W okres przyspieszenia gospodarki wchodzimy przy podwyższonej inflacji, ale z pozytywnym wydzwiciem listopadowych danych. Wskaźnik CPI dla Polski wg wstępnego szacunku GUS obniżył się w listopadzie do 6,5% r/r wobec 6,6% r/r w październiku. Najważniejsze jest, że przyspieszył proces obniżania inflacji bazowej (bez żywności i energii), która wyniosła ok. 7,3% r/r

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- Odwrót na rentownościach obligacji sprzyjał rynkom akcji
- Wyceny akcji amerykańskich są nadal wysokie
- Wyniki finansowe amerykańskich spółek za III kw. lekko wyższe od oczekiwań

Listopad był bardzo dobrym miesiącem dla akcji głównych rynków rozwiniętych. Agregujący je indeks **MSCI World** zyskał w tym okresie ponad 9% i jest to najlepszy miesięczny wynik od blisko 3 lat. Jednocześnie w tym samym miesiącu był obserwowany mocny spadek rentowności głównie amerykańskich papierów skarbowych, które jeszcze w październiku osiągały kilkunastoletnie maksima, przekraczając dla obligacji 10-letnich pułap 5%. Raczej nie były to zdarzenia niezależne i historycznie to częściej rynek obligacji inicjuje pewne zmiany nastrojów w obszarze ryzykownych aktywów niż odwrotnie. I nie chodzi tutaj o realokację aktywów, ponieważ spadek rentowności stałokuponowych obligacji skarbowych wynika ze wzrostu ich cen, a więc nie towarzyszy temu wzrost podaży.

W większym stopniu mają na to wpływ relacje „opłacalności” obu tych segmentów i ewentualny wpływ stopy wolnej od ryzyka, za jaką przyjmuje się rentowności obligacji skarbowych, na wycenę akcji. Wyceny dochodowe spółek opierają się na prognozach wyników finansowych w wieloletniej perspektywie, które, aby wyrazić je w wartości obecnej, dyskontowane są pewną stopą dyskonta zwaną również kosztem kapitału. Jedną ze składowych kosztu kapitału jest stopa wolna od ryzyka, a zmiana kosztu kapitału o 1 pp. potrafi zmienić wycenę

wobec 8% r/r w październiku. Odczyt pokazuje, że pomimo dobrej sytuacji na rynku pracy i silnego dwucyfrowego wzrostu płac, wciąż występuje przestrzeń do redukcji inflacji. Ten proces będzie obecnie wolniejszy w 2024 r., ale powinien być kontynuowany. (js)

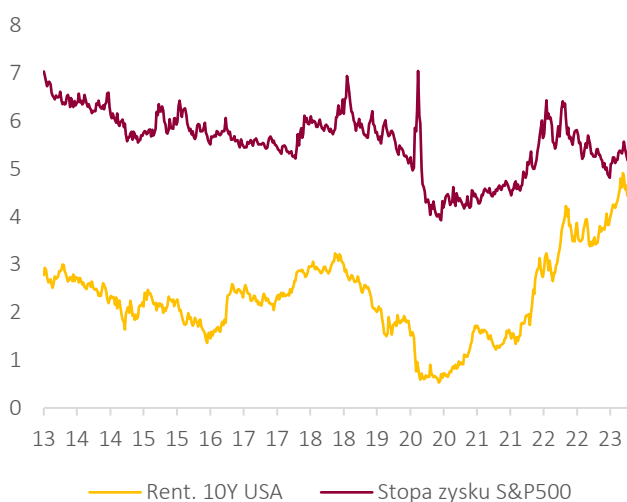
spółki (przy założeniu niezmienności pozostałych parametrów) nawet o kilkanaście procent.

Ta wrażliwość na koszt kapitału jest szczególnie widoczna dla spółek typu *growth*, które są właśnie najbardziej wyeksponowane na przyszłe dynamiczne wzrosty przychodów i zysków. Z punktu widzenia bardziej namacalnych aspektów stopy wolnej od ryzyka pozostają oczywiście estymacje dotyczące kosztów obsługi długu i ewentualnej opłacalności pozyskiwania tego długu w przyszłości. To oczywiście wpływa już na bieżące wyniki finansowe i ewentualne zmiany w marży zysku netto. Innym i czysto rynkowym aspektem wpływu stopy wolnej od ryzyka na sentyment rynku akcji pozostaje porównanie opłacalności inwestowania w akcje lub obligacje. Wykazywane w poprzednich miesiącach wzrosty rentowności obligacji skarbowych wyraźnie oddalające się od raportowanej inflacji oferowały realnie dodatnie stopy zwrotu, co przy niepewnych szacunkach wyników finansowych spółek ogółem akcji DM, przekuwało się we wzrost atrakcyjności obligacji vs akcji. Tymczasem listopadowe spadki rentowności, wraz publikacją wyników finansowych przedsiębiorstw amerykańskich i europejskich, które pozostawały blisko ubiegłorocznych wyników (a obawiano się wyraźniejszego spadku), pobudziły na nowo zainteresowanie akcjami.

Jednak problematyczne nadal pozostają wyceny tych akcji, mając tutaj na myśli stosunek ceny do generowanych zysków (wskaźnik P/E). Dla akcji amerykańskich ten wskaźnik nadal pozostaje na poziomie przekraczającym 20x, czyli dość wysoko. Nawet uwzględniając prognozowany wzrost zysku na akcję

(zagregowanego dla całego indeksu S&P500) w przyszłym roku, to ten wskaźnik kalkulowany wg bieżących cen wynosi blisko 19x, co jest nadal dużo. Odwrócenie tego wskaźnika, czyli zysk na akcje do ceny, jest hybrydą znanego z analizy finansowej wskaźnika ROE (rentowność kapitałów własnych), tyle że ten kapitał własny jest wyrażony według wyceny rynkowej, a nie bilansowej jak dla standardowego wskaźnika ROE. **Odwrócony wskaźnik P/E wg prognozowanych zysków wynosi 5,2% i to byłaby teoretyczna stopa wzrostu wartości spółki w perspektywie przyszłego roku.** Jeżeli więc stopa wolna od ryzyka, która w listopadzie spadła, ale nadal nie jest niska, wynosi 4,2%, to przybliżona premia za ryzyko rynkowe (czyli nadwyżka potencjalnej stopy zwrotu z akcji ponad stopę wolną od ryzyka) jest równa ok. 1% co naszym zdaniem jest wciąż nisko i niezbyt atrakcyjnie.

Stopa rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych i odwrotność wskaźnika P/E dla spółek z indeksu S&P500 (stopa zysku)



źródło: Bloomberg

Dla akcji europejskich te relacje wyglądają nieco lepiej. **Prognozowany wskaźnik P/E dla indeksu Stoxx Europe 600 wynosi 13x, co po odwróceniu daje stopę zysku 7,7%.** Przystawiając to do bieżących rentowności nawet włoskich obligacji (wyższe rentowności niż dla niemieckich papierów) wynoszących ok. 4%, to premia za ryzyko rynkowe wynosi ponad 3,5% i wygląda znacznie bardziej atrakcyjnie niż dla akcji amerykańskich.

Jako że akcje amerykańskie z racji swojego dominującego udziału w globalnych indeksach akcji (60% wwyż) i tak wypełniają znaczną część globalnych portfeli akcji i

obligacji (również w naszych portfelach modelowych) nie obawiamy się podtrzymania zdecydowanie negatywnego nastawienia dla tej klasy aktywów (czyli zmniejszenia ich udziału w portfelach modelowych), a jednocześnie przez pryzmat lepszych wycen P/E vs rentowności obligacji skarbowych, lekko preferujemy akcje europejskie, z nastawieniem umiarkowanie negatywnym. Jeżeli jednak pojawią się szacunki przemawiające za utrwaleniem trendu osłabienia rentowności lub perspektywy mocniejszego wzrostu zysków spółek (obniżenie wskaźnika P/E i wzrostu stopy zysku), czyli jakkolwiek poprawienie atrakcyjności akcji vs. obligacji, to będzie to mocny argument za zmianą - podwyższeniem nastawienia. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- Solidne wzrosty na rynkach Ameryki Łacińskiej
- Chińskie akcje coraz bardziej atrakcyjnie wyceniane, ale wciąż zawodzą, a dane z chińskiej gospodarki nie napawają optymizmem
- Trudne zadanie przed nowym prezydentem Argentyny

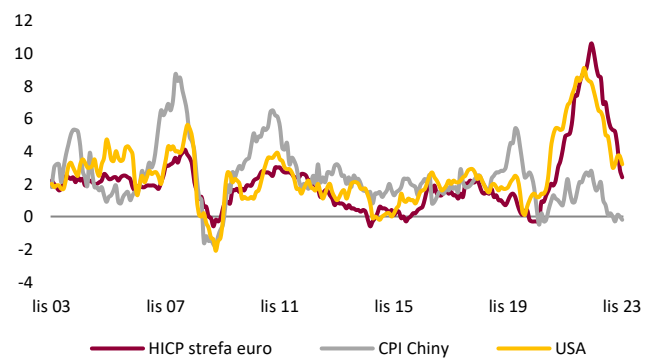
Listopad okazał się bardzo dobrym miesiącem także dla rynków wschodzących, które, mierzone indeksem MSCI Emerging Markets, wzrosły o 7,9%. Najlepiej zachowywał się podregion **Ameryki Łacińskiej** - indeks dolarowy MSCI EM Latin America wzrósł o 13%. Najlepszymi indeksami regionalnymi (w walutach lokalnych) były natomiast brazylijska Bovespa oraz koreański Kospi- oba zanotowały przeszło 10%-owe zwyżki. **Zawiodły natomiast chińskie akcje notowane na giełdzie w Hongkongu**- indeks Hang Seng spadł w listopadzie o 0,4%. Sektorowo wzrosty na rynkach wschodzących rozkładały się podobnie jak na rynkach rozwiniętych, tj. największy optymizm dotyczył spółek z branży wysokich technologii.

Słabość akcji chińskich w ostatnich trzech latach przekłada się na ich rosnącą atrakcyjność cenową. Indeks MSCI China pod względem zagregowanego wskaźnika P/E zarówno bieżącego, w oparciu o wyniki za 4 ostatnie kwartały (9,5x), jak i *forward*, tj. stosunek bieżącej ceny akcji do prognozowanych zysków (9x), zbliżył się już do poziomów najtańszych rynków EM, tj. brazylijskiego i polskiego. Inne rynki Azji (np. Korea Południowa, Tajwan, Indie) pozostają jednak bardzo drogie - P/E bieżące w

okolicach 20x, co sprawia, że region ten jako całość nie wydaje się być na ten moment atrakcyjną okazją inwestycyjną.

Kiedy na początku bieżącego roku stało się jasne, że oczekiwania co do „pocovidowego” odbicia chińskiej gospodarki były zbyt wysokie, negatywny sentyment inwestorów wobec tamtejszego rynku akcji zaczął się pogłębiać i trend ten trwa do dzisiaj. **Kolejny miesiąc z rządu niższe od konsensusu oczekiwania okazały się odczyty PMI** wskazując na to, że czeka nas dalsze chłodzenie chińskiego przemysłu (listopadowy odczyt wskaźnika PMI dla tego sektora wyniósł 49,4). **Ceny mieszkań w ujęciu rok do roku nadal spadają** (co szkodzi i tak już problematycznemu rynkowi nieruchomości), a **ostatni odczyt inflacji CPI za październik ponownie wykazał spadek cen w ujęciu rok do roku** (tym razem o 0,2%). **Stąby pozostaje także rynek pracy** (po czerwcowym odczycie bezrobocia wśród młodych na poziomie 21,3% Chiny przestały publikować dane na ten temat).

Inflacja CPI (% r/r) w poszczególnych krajach



źródło: Bloomberg

Negatywnym czynnikiem dla wycen chińskich akcji są także **odpływy kapitału z tamtejszego rynku** - w ciągu ostatnich 6-ciu kwartałów zagraniczne firmy mogły wycofać z ChRL nawet 160 mld USD. Co więcej, 2023 rok ma szansę być pierwszym od ponad 20 lat rokiem o ujemnym saldzie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) w Chinach. Przyczyn tak słabej sytuacji jest wiele. Zasadniczą jest obserwowane w Chinach spowolnienie gospodarcze i związane z tym problemy rynku nieruchomości oraz rynku pracy. Do tego dochodzi napięta sytuacja geopolityczna – wojna handlowa z USA skutkuje niechęcią amerykańskich przedsiębiorstw do inwestowania w Chinach i przenoszeniem przez nich fabryk do państw sąsiednich (np. Indii, gdzie jest obecnie

lepsza sytuacja demograficzna i niższe koszty pracy) lub do samych Stanów Zjednoczonych. Na niekorzyść działają również wysokie rentowności obligacji skarbowych na rynkach DM, skutecznie podnosząc wymaganą przez inwestorów premię za ryzyko.

W kontekście relacji Chiny – USA **przewodniczący Chińskiej Republiki Ludowej Xi Jinping na marginesie szczytu APEC - państw Wspólnoty Gospodarczej Azji i Pacyfiku na roboczej wizycie** spotkał się najpierw z prezydentem Joe Bidenem, a później z amerykańskimi przedsiębiorcami. Wg medialnych doniesień rozmowy przebiegały pomyślnie, a obie strony wyraziły chęć ustabilizowania relacji. Nie padły jednak żadne konkretne postanowienia.

Szereg działań ma przed sobą natomiast nowy prezydent Argentyny Javier Milei. Kontrowersyjny polityk sam określa siebie jako „anarchokapitalistę” i jest zwolennikiem wolnego rynku oraz minimalnej ingerencji państwa w gospodarkę. Podczas kampanii wyborczej **najważniejszymi postulatami nowego prezydenta były dolaryzacja gospodarki i likwidacja banku centralnego, obcięcie wydatków publicznych, wsparcie przemysłu i otwarcie kraju na globalny handel.** Milei nie będzie miał łatwego zadania – gospodarka Argentyny regularnie wpada w kryzysy. **Obecnie ponad 40% społeczeństwa żyje w ubóstwie, a ostatni odczyt inflacji wykazał 143%-owy wzrost cen w ujęciu rok do roku.** Wybór prorynkowego kandydata już wsparł argentyński rynek akcji – Merval, czyli główny indeks tamtejszej giełdy wzrósł w ostatnim miesiącu o ponad 40%.

Wśród największych spółek notowanych na rynkach EM dobrze radzą sobie tajwański TSMC oraz koreański Samsung, które **zyskują na wciąż jeszcze trwającej hossie spółek związanych z rozwojem sztucznej inteligencji.** Gorzej natomiast chińska Alibaba, pomimo relatywnie dobrych kwartalnych wyników (zaraportowany zysk na akcję za III kw. okazał się o 4% wyższy niż zakładał rynkowy konsensus) i zapowiedzi wypłaty pierwszej od debiutu spółki dywidendy (na którą ma zostać przeznaczona 2,5 mld USD, co oznacza stopę dywidendy na poziomie 1,2%). **Ok. 10%-owy spadek kursu tej spółki w listopadzie to pokłosie m.in. informacji o rezygnacji z wydzielenia segmentu chmurowego** (Alibaba Group miała przejść restrukturyzację w celu poprawienia efektywności

działania firmy, jednak ze względu na amerykańskie restrykcje dot. wysokich technologii nie odbędzie się to).

Mało atrakcyjne wyceny na azjatyckich rynkach wschodzących i wciąż obecne ryzyka związane ze spowolnieniem gospodarczym w Chinach przemawiają za utrzymaniem bieżącego umiarkowanie negatywnego (-1 w skali -2 do +2) nastawienia do akcji rynków wschodzących ogółem. Relatywnie najlepiej na EM postrzegamy akcje regionu Ameryki Łacińskiej, który dodatkowo (w obliczu napięć na linii Chiny – USA) zyskuje w roli partnera handlowego Stanów Zjednoczonych. (ab)

Polska

- Nadal dobre zachowanie dużych spółek
- Paliwo kursom akcji banków dodała listopadowa decyzja RPP o utrzymaniu stóp
- Istotne wzrosty oczekiwań na przyszłoroczne wyniki finansowe dla całego rynku

W listopadzie główne indeksy GPW ponownie wyraźnie rosły, przy czym tym razem najmocniej zyskał indeks mWIG40, skupiający średnie i duże spółki (wzrost o 7,2%). Najmocniejszy w październiku WIG20, tym razem zyskał 3% i był to najniższy wzrost wśród głównych indeksów GPW. W podobny sposób zachował się cały szeroki rynek (WIG +3,7%) oraz mniejsze podmioty z indeksu sWIG80 (+3,1%). Sentyment na krajowym rynku akcji był w listopadzie słabszy od globalnego, mierzonego indeksem MSCI All Country, który zyskał ponad 9%.

Wzrostom kursów głównych indeksów GPW towarzyszyły rewizje w górę oczekiwanych 12-miesięcznych zysków. **Ponownie najmocniej w tym zestawieniu inwestorzy podnieśli oczekiwania na przyszłoroczne zyski indeksu sWIG80 (+5,7%) oraz dla indeksu WIG20 (+3,4%).** Z kolei dla indeksu mWIG40 oczekiwania te pozostały na poziomie październikowego konsensusu. Dla całego rynku mierzonego indeksem WIG, konsensus rynkowy zakłada wzrost zysków w przyszłym roku o 3,7% r/r, w porównaniu do oczekiwań sprzed miesiąca.

Zagłębiając się na niższy poziom sektorów GPW, w listopadzie znowu najlepiej zaprezentował się WIG-Banki, który wzrósł o 9,9%, co związane było z dobrym sentymentem podtrzymanym zaskakującą decyzją RPP o utrzymaniu stóp procentowych na poziomie 5,75%, przy

czym rynek spodziewał się obniżki o 25 pb. W ten sposób banki będą mogły dłużej utrzymać obecną marżę pomiędzy oprocentowaniem kredytów i depozytów, co inwestorów ucieszyło, a w efekcie WIG-Banki wzrósł o 9,9%. Dla pozostałych sektorów GPW rewizje przyszłorocznych wyników były raczej kosmetyczne od -2,6 do 1,1%. Wyjątkiem od tego był sektor górniczy, dla którego w listopadzie rynek obniżył oczekiwania na przyszłoroczne wyniki o 6,7%, co jednak było w cenach i kursu indeksu praktycznie nie zareagował.

W listopadzie KE poinformowała o uruchomieniu zaliczki z KPO na kwotę 5 mld euro, co korzystnie odbiło się na sektorze energetycznym. Ponadto **Ministerstwo Klimatu i Środowiska wydało decyzję dotyczącą budowy drugiej elektrowni atomowej**, co również poprawiało sentyment wokół sektora energetycznego, który w minionym miesiącu wzrósł o 11,5%. Silny spadek zanotował jednak WIG-Paliwa (-10,9%), w efekcie pomysłu przedstawicieli nowej większości parlamentarnej obarczenia koncernu Orlen kosztami (15 mld zł) zamrożenia cen energii w przyszłym roku.

Spoglądając na historyczne wartości wskaźników P/E (cena do zysku za ostatnie 12-miesięcy), **akcje polskie jako cały rynek nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (7,0x) i jednocześnie obok Turcji (6,2x) są najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Również w podobnym miejscu znajdują się zbiorczo rynki rozwijające Ameryki Łacińskiej (9,3x). W dalszym ciągu na względną słabość krajowego rynku w dominującym stopniu wpływa wojna w Ukrainie (i napięta sytuacja w związku z wrogimi działaniami ze strony białoruskiego reżimu) i negatywne konsekwencje z tego płynące dla Polski. Większość ważnych sektorów GPW (poza budownictwem i górnictwem) utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat historycznego P/E (najtańsze są: paliwa i banki). Przez pryzmat tego wskaźnika niezmiennie tanie są również indeksy WIG, WIG20 oraz sWIG80. Z kolei obserwując wskaźnik oczekiwany P/E nisko (w okolicy 10-letnich minimów) prezentują się indeksy: WIG, WIG20, banki oraz paliwa. Utrzymujące się od wielu miesięcy niskie wyceny krajowego rynku są symptomem tego, że inwestorzy oczekują wyższych zwrotów za ryzyko inwestowania w kraju sąsiadującym z wielkoskalową wojną. Dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w średnim okresie kluczowe znaczenie powinien mieć dalszy przebieg wojny w Ukrainie (gdzie aktualnie żadna ze stron nie posiada

przewagi) oraz perspektywy dla krajowej inflacji, która od 9 miesięcy systematycznie spowalnia (w listopadzie do 6,5% r/r). Innym czynnikiem ryzyka geopolitycznego jest utrzymujący się konflikt na Bliskim Wschodzie. Jeśli wymknie się on spod kontroli, to mogłoby to negatywnie odbić się na sentymencie na rynkach akcji.

Utrzymujemy nasze neutralne nastawienie (w horyzoncie 6-12 miesięcy) dla akcji polskich. Uważamy, że jest to

Obligacje

- Na rynkach rozwiniętych (DM) obligacje nadal oferują rentowności powyżej poziomów oczekiwanej inflacji
- Na krajowym rynku obligacji sytuacja jest nieco trudniejsza ze względu na niewiadome dotyczące przyszłego kształtu polityki fiskalnej i wysoką dynamikę płac

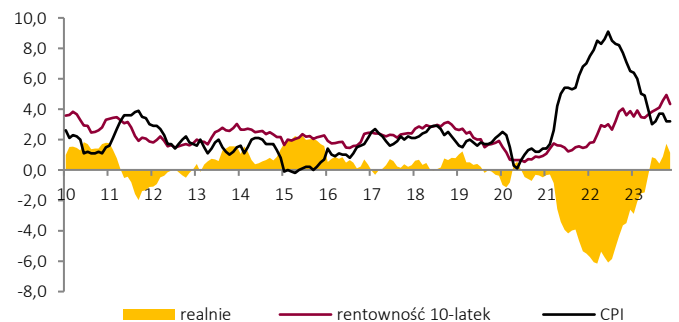
W komunikacie po posiedzeniu 13 grudnia amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) podwyższyła prognozy tegorocznego wzrostu PKB w USA (do 2,5-2,7% vs. 1,9-2,2% oczekiwanych na 2023 r. we wrześniu br.) i lekko skalibrował w dół prognozy na lata 2024-26. Nadal w scenariuszach bazowych Fed zakłada bardzo przyzwoite dynamiki wzrostu gospodarczego: 1,4% w '24, 1,8% w '25 i 1,9% w '26. Gospodarka amerykańska wybija się siłą na tle pozostałych krajów G7.

Oczekiwania amerykańskiego banku centralnego wobec wskaźnika cen konsumenckich (PCE) z kolei w bieżącym roku to przedział 2,7-2,9% (wobec jeszcze 3,2-3,4% oczekiwanych we wrześniu br.), 2,2-2,5% w 2024 r., 2-2,2% w 2025 r. oraz 2% w 2026 r. Widać zatem, że osiągnięcie celu inflacyjnego 2% nie będzie jeszcze wcale takie szybkie.

To oznacza funkcjonowanie głównej stopy procentowej Fed na podwyższonym poziomie (obecnie 5,25-5,5%) jeszcze przez dłuższy czas, a nawet zakładając, że w którymś momencie w przyszłym roku stopy zaczną być obniżane, nie należy oczekiwać szybkiego tempa obniżek, przez co obligacje czy rynek pieniężny nadal oferować będą dodatnie realne stopy procentowe.

adekwatne średnioterminowe pozycjonowanie w kontekście utrzymujących się niskich wycen polskich akcji, zdrowych fundamentów sektora bankowego oraz napływów netto do PPK (zgrupowane aktywa przekroczyły 20 mld zł). Akcje polskie wraz z akcjami Ameryki Łacińskiej są tym samym przez nas nadal lepiej postrzegane od pozostałych rynków. (tk)

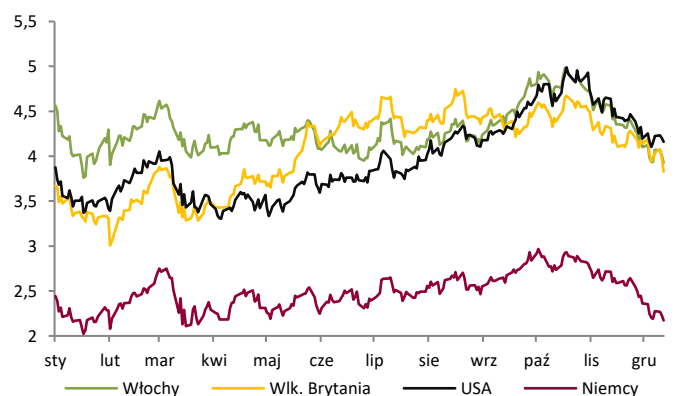
Rentowności nominalne i realne (po uwzględnieniu inflacji) amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych (proc.)



źródło: Bloomberg

Od drugiej połowy października doszło do znaczącego umocnienia rynków bazowych. Rentowność 10-latek amerykańskich spadła z 5% do poniżej 4%, niemieckich z 3,0% do 2,15%.

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



źródło: Bloomberg

Podsumowując, biorąc pod uwagę dodatnie stopy realne na rynkach zagranicznych naszą najbardziej preferowaną pozycją są długoterminowe obligacje zagraniczne DM / IG tj. skarbowe i korporacyjne emitentów o wysokim standingu finansowym (IG – Investment Grade). Wśród emitentów korporacyjnych preferujemy dług europejski w EUR.

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, aniżeli długoterminowych i stałokuponowych. (zo)

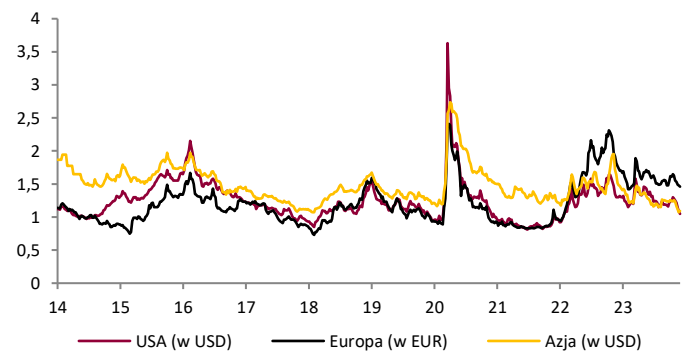
Zagraniczne korporacyjne

Listopad był dla globalnego długu korporacyjnego punktem zwrotnym. Stopa zwrotu wygenerowana przez ten rynek to 6% dla regionu amerykańskiego (Bloomberg US Corporate IG), 2,3% dla regionu europejskiego (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) oraz 3,9% dla regionu azjatyckiego. Podobnie jak w poprzednich miesiącach na całkowity wynik wpływ miały zmiany rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Spreads kredytowe zanotowały niewielkie zmiany (na koniec listopada było to 161 pb. dla regionu europejskiego i 113 pb. dla amerykańskiego). Konsensus analityków w dalszym ciągu zakłada utrzymanie takiego stanu co

najmniej do końca roku. Mimo atrakcyjnych poziomów rentowności dla globalnych obligacji korporacyjnych (region amerykański osiąga już 5,6%, europejski 4,1%) wielu analityków sugeruje, że sektorem, który przyniesie wyższe stopy zwrotu (biorąc pod uwagę zmienność i ryzyko kredytowe) są obligacje skarbowe.

Po obu stronach Atlantyku presja inflacyjna słabnie i perspektywy na kolejne kwartały zakładają obniżki stóp procentowych. Biorąc również pod uwagę niepewność co do wzrostu gospodarczego taka sytuacja promuje obligacje skarbowe o dłuższym terminie zapadalności, które powinny wykazywać relatywnie wyższe stopy zwrotu od innych segmentów obligacyjnych. (dm)

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



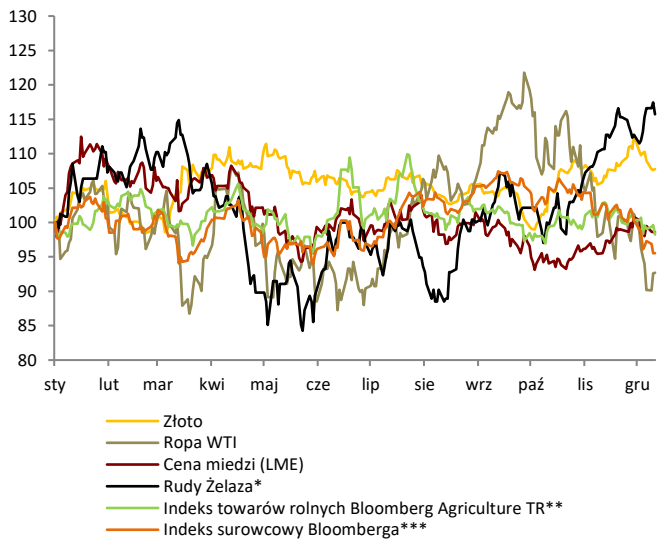
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Surowce

- Rynek surowcowy rozpoczął dyskontowanie potencjalnie szybszych obniżek stóp procentowych w USA.
- Znacznym obciążeniem dla wyniku indeksów surowcowych było słabe zachowanie ropy, której cena spadała w obawie o przyszłoroczny popyt.
- Słabszy dolar napędzał zamykanie spekulacyjnych pozycji krótkich na złocie i wspierał jego wzrost.
- Na rynku metali działania stymulacyjne władz chińskich spowodowały umiarkowany optymizm.
- Drożały surowce rolne, z wyjątkiem pszenicy, której zbiory były wyjątkowo udane.

Zagregowany wynik rynku surowcowego, mierzony stopą zwrotu z indeksu Bloomberg Commodity Index wyniósł w listopadzie -2,7%. Podstawową przyczyną słabego wyniku było zachowanie surowców energetycznych, szczególnie ropy naftowej. Na rynek węglowodorów zawitało rozczarowanie, po tym jak Arabii Saudyjskiej i Rosji nie udało się utrzymać wyższych cen pomimo ograniczeń produkcji. Po informacjach dotyczących stymulacji z Chin, lepiej zachowywała się za to miedź i ruda żelaza. Podobnie złoto kontynuowało wzrost, napędzane słabnącym dolarem i słabymi informacjami z gospodarki USA, dającymi nadzieję na szybsze łagodzenie polityki monetarnej w Stanach. Podstawowy czynnik niepewności to obecnie koniunktura w gospodarce w przyszłym roku.

Wybrane surowce od początku roku (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%

Bazowy scenariusz konsensusowych analiz makroekonomicznych to „soft landing”, czyli łagodne przejście gospodarki przez fazę spowolnienia. W takiej sytuacji sektor surowcowy dawałby szanse na godziwy zarobek w najbliższych kwartałach. Jednak przy tak wysokim koszcie pieniądza w USA i strefie euro nagłe znaczące pogorszenie odczytów ekonomicznych nie jest niemożliwe. **Sporo optymizmu wprowadziły także próby stymulacji gospodarki w Chinach, które z każdym miesiącem są bardziej zdecydowane.** Nabrało to szczególnego znaczenia także w związku ze spotkaniem Joe Bidena z Xi Jinpingiem, które odebrano jako wstęp do łagodzenia sporów handlowych w relacjach dwustronnych.

Surowce energetyczne

W listopadzie ropa naftowa zachowywała się bardzo słabo (gatunek Brent potaniał o 4,3%). Warto jednak pamiętać, iż między czerwcem a wrześniem jej cena wzrosła o jedną trzecią, w reakcji na cięcia produkcji OPEC+ i w obliczu utrzymujących się, pomimo podwyżek stóp procentowych, dobrych danych gospodarczych z USA (szacowano wówczas dzienny deficyt ropy na poziomie nawet 3 mln baryłek). **Od tego czasu jednak w dół poszły prognozy dotyczące popytu.** Nadal istnieje obecnie

konsensus co do wzrostu popytu na czarne złoto w przyszłym roku, jednak pojawiły się rozbieżności w ocenie tego, czy będziemy mieli do czynienia z dalszym deficytem surowca (tu OPEC jest bardziej optymistyczny, jeśli chodzi o popyt niż Międzynarodowa Agencja Energii). **Jest to szczególnie istotne w obliczu najniższych od wielu lat, szacowanych przez OPEC ma 3 400 mln baryłek, globalnych zapasów ropy, które pokrywają obecnie tylko nieco ponad miesiąc typowego zapotrzebowania.** Sporą niewiadomą jest zarówno przyszłoroczny popyt na ropę (i to jak na niego wpłynie sytuacja gospodarcza w Chinach, USA i w Europie), oraz podaż (czy Arabia Saudyjska, Rosja oraz inni znaczący producenci z OPEC+ będą kontynuowali w 2024 r. dobrowolne cięcia wydobycia). **Na posiedzeniu OPEC z 30 listopada, podjęto decyzje o dalszych ograniczeniach wydobycia, o skali 900 tysięcy baryłek dziennie (choć mają one dobrowolny charakter).** Dodatkowo Arabia Saudyjska przedłużyła jednostronne ograniczenie dostaw w wysokości 1 mln baryłek, na kolejny 2024 rok. W obecnym i poprzednim roku, w łagodzeniu efektów tego typu działań, pomagała rosnąca produkcja w USA (obecnie najwyższa w historii) oraz uwalnianie przez amerykańców rezerw strategicznych. Jednak obecnie nie będzie to możliwe, ponieważ już od ponad roku liczba aktywnych odwiertów w USA spada, a poziom wykorzystania istniejących zbliża się do maksimum. Równocześnie Strategiczne Rezerwy Ropy (SPR), po upłynięciu 400 milionów baryłek są na poziomie z początku lat 80-tych. Tymczasem prognozy Energy Information Administration mówią o wzroście globalnego popytu na ropę w latach 2024-2025 w przedziale między 2-3 miliony baryłek dziennie. Obecne prognozy analityków dla cen ropy WTI na koniec 2023 r. zebrane przez agencję Bloomberg kształtują się w przedziale od 67 USD do 97,1 USD za baryłkę. Ich mediana jest na poziomie 85 USD za baryłkę. Natomiast prognozy na rok przyszły w przedziale od 72 USD do 104 USD za baryłkę. **W związku z tym zakładamy, że jeśli nie nastąpi nagłe załamanie gospodarcze, spadki cen ropy, jak obecnie, należałoby traktować jako okazje do budowania długiej pozycji.**

Złoto

Po tym jak złoto zapoczątkowało w październiku rajd wzrostowy, którego katalizatorem był wzrost ryzyka geopolitycznego po niespodziewanym ataku Hamasu na

Izrael, w listopadzie kontynuowało wzrosty (+2,6%). Kontynuację ruchu napędzały spekulacje, że stopy procentowe w USA osiągnęły wartości szczytowe i w przyszłym roku zostaną obniżone. Równocześnie znacząco osłabiał się dolar amerykański, co współgrało z obranym trendem. Obecnie większość analityków zakłada łagodny cykl obniżek stóp w USA, co i tak wspierałoby ceny kruszcu. Jednak warto mieć na uwadze, że w ostatnich cyklach monetarnych obniżki były znacznie bardziej dynamiczne niż zakładane obecnie. W przypadku takiego scenariusza istnieje pole do znacznych zaskoczeń in plus, jeśli chodzi o wycenę metalu. **Warto zauważyć, że nadal intensywnie złoto kupują banki centralne. W 2022 roku nabyły one 1082 ton złota, najwięcej od 56 lat i wiadomo już, że tegoroczne zakupy będą większe.** Równocześnie inwestorzy detaliczni wycofywali przez ostatnie 5 miesięcy środki z ETF-ów inwestujących w kruszec, podczas kiedy złoto jest w pobliżu historycznych maksimumów. Ich przebiecie może spowodować nagły powrót tego kapitału na rynek, na zasadzie fear of missing out (FOMO - obawa, że coś istotnego nam umknie). **Napływy do ETF-ów zawsze były elementem silnie skorelowanym ze wzrostowymi rajdami metalu, a obecnie potencjał powrotu kapitału jest znaczny.**

Warto dodać także, że nadal aktualna i sensowna wydaje się być strategia utrzymywania surowców, szczególnie złota, w portfelu jako zabezpieczenia (hedge) przed ewentualnymi wstrząsami geopolitycznymi.

Metale przemysłowe

Metale przemysłowe zanotowały udany miesiąc. Szczególnie dobrze zachowywała się ruda żelaza (+9,7%) i miedź (+4,9%). Nastroje na rynku uległy poprawie w efekcie złagodzenia napięć pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami, osłabienia dolara i silniejszego popytu w Chinach w związku z wdrożeniem dalszych bodźców wspierających wzrost gospodarczy. Obietnica chińskiego banku centralnego dotycząca zapewnienia

wsparcia finansowego dla sektora nieruchomości, będącego głównym konsumentem metali przemysłowych, wzbudziła nadzieje na zauważalnie większy popyt w przyszłości. Równocześnie gwałtownie spadały zapasy miedzi i rudy żelaza w portach i na giełdzie w Szanghaju (w przeciwieństwie do zapasów w USA i UE, które rosły), co spowodowało podwyższony import do Państwa Środka. Obok słabego całego czasu rynku nieruchomości, stabilnie rośnie tam popyt ze strony sektora pojazdów elektrycznych, paneli słonecznych i sektora energetycznego, co zachęca chińskich producentów do odbudowy zapasów. W związku z faktem, że ceny metali wykazują większość wrażliwość na zmiany koniunktury w przemyśle, w obecnej fazie cyklu gospodarczego istnieje nadal ryzyko dalszego osłabienia się popytu. **Jednak w obliczu niskich zapasów, zmian technologicznych (zielona transformacja) i niechybnej przyszłej poprawy koniunktury, długoterminowe perspektywy przed metalami kolorowymi, w tym w szczególności miedzią, są bardzo dobre.**

Podsumowując, pomimo że rynek surowcowy pozostaje nadal pod dominującym wpływem wysokich stóp procentowych dla dolara, coraz bardziej gra pod zmianę polityki monetarnej w kierunku jej łagodzenia. Powinno to wspierać ceny złota. Szczyt „jastrzębiej” polityki na świecie niebawem będzie za nami, a czołowe gospodarki z dużym prawdopodobieństwem zaliczą „miękkie lądowanie”. Popyt na ropę cały czas będzie rósł, pomimo przyspieszania zielonej transformacji w krajach Zachodu. Otoczenie makroekonomiczne dla surowców powinno poprawiać się. Spore nadzieje rynek wiąże w pomysłami stymulacji gospodarki przez władze chińskie, co może poprawić popyt w szczególności w obszarze metali. Dodatkowo mamy do czynienia nadal z niskimi stanami magazynowymi, szczególnie ropy, a nagłe zwroty geopolityczne mogą szokowo wpływać na ceny surowców. Dlatego podtrzymujemy opinię, że sektor surowców stanowi wartościowe uzupełnienie klasycznego portfolio akcyjno-obligacyjnego. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI (indeks globalny)	USD	9,1%	0,9%	6,4%	10,1%	12,3%	41,5%
MSCI World (DM)	USD	9,2%	1,1%	7,0%	11,1%	17,1%	48,1%
MSCI Emerging Markets (EM)	USD	7,9%	-0,1%	1,7%	1,5%	-18,1%	-0,8%
MSCI EM Asia	USD	7,5%	0,0%	0,5%	1,4%	-21,1%	4,7%
MSCI EM Latin America	USD	13,0%	1,8%	10,2%	10,7%	12,5%	-4,9%
MSCI EM Europe. Middle East & Africa	USD	6,5%	-1,3%	5,4%	0,1%	-7,0%	-7,5%
MSCI Poland	PLN	3,8%	7,9%	13,4%	26,7%	16,5%	-13,6%
MSCI Frontier Markets	USD	6,9%	-3,1%	2,8%	2,6%	-9,0%	-7,4%
S&P500 - USA	USD	8,9%	1,2%	8,6%	12,0%	26,1%	65,5%
Russell 2000	USD	8,8%	-4,9%	2,4%	-4,1%	-0,6%	18,0%
MSCI Europe	EUR	6,3%	0,5%	1,0%	4,9%	20,0%	28,1%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	6,4%	0,5%	1,1%	4,9%	18,6%	29,1%
DAX - Niemcy	EUR	9,5%	2,0%	1,9%	12,6%	22,0%	44,0%
CAC40 - Francja	EUR	6,2%	-0,7%	1,4%	8,5%	32,5%	46,1%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	11,5%	5,3%	9,7%	20,3%	24,5%	10,8%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	7,2%	2,8%	11,9%	20,8%	34,8%	55,0%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,8%	-0,3%	-0,9%	-1,6%	19,0%	6,8%
FTSE Nordic 30	SEK	3,6%	-1,0%	1,5%	10,2%	37,7%	73,4%
Nikkei - Japonia	JPY	8,5%	3,6%	6,9%	19,7%	26,7%	49,8%
TOPIX - Japonia	JPY	5,4%	2,7%	10,0%	19,6%	35,3%	42,4%
MSCI China	HKD	2,3%	-5,7%	-3,8%	-6,3%	-45,6%	-24,2%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-0,4%	-7,8%	-8,4%	-8,4%	-35,3%	-35,7%
Kospi - Korea Pld.	KRW	11,3%	-1,0%	-1,9%	2,5%	-2,2%	20,9%
SENSEX - Indie	INR	4,9%	2,9%	6,4%	6,2%	51,7%	85,1%
MSCI Turkey	USD	7,8%	-4,8%	14,1%	5,2%	48,3%	12,8%
BOVESPA - Brazylia	BRL	12,5%	8,3%	16,9%	13,2%	16,9%	42,3%
WIG	PLN	3,7%	7,7%	16,4%	32,5%	41,1%	27,6%
AKCJE - segmenty	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	9,2%	-2,5%	3,5%	2,1%	3,7%	24,0%
MSCI ACWI Large Cap	USD	8,9%	1,3%	6,8%	11,3%	14,2%	44,4%
WIG20	PLN	3,0%	8,1%	13,8%	27,6%	21,0%	-3,3%
WIG20 total return	PLN	3,0%	8,8%	17,2%	31,4%	31,6%	9,1%
mWIG40	PLN	7,2%	6,5%	19,5%	34,8%	48,5%	40,4%
sWIG80	PLN	3,1%	2,2%	0,2%	21,2%	44,7%	96,5%
AKCJE - sektory	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	5,6%	-3,2%	1,5%	-3,1%	11,6%	35,3%
MSCI World Energy	USD	-0,2%	-2,4%	9,7%	-4,2%	96,3%	20,7%
MSCI World Financials	USD	10,5%	3,6%	10,3%	4,0%	23,1%	23,3%
MSCI World Metals&Mining	USD	8,5%	0,7%	5,5%	-3,0%	17,9%	51,8%
MSCI World Industrials	USD	10,2%	-0,2%	6,8%	10,4%	13,5%	40,4%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	10,7%	-0,1%	8,1%	16,0%	3,4%	53,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	4,1%	-3,7%	-2,4%	-4,1%	1,9%	17,4%
MSCI World IT	USD	13,6%	5,3%	11,0%	34,3%	36,9%	147,9%
Nasdaq	USD	10,7%	1,5%	9,3%	24,1%	16,6%	94,1%
Nasdaq100	USD	10,7%	3,1%	11,1%	32,6%	30,0%	129,5%
Philadelphia Semiconductor	USD	15,8%	2,2%	4,9%	31,8%	39,8%	200,5%
S&P Global Clean Energy	USD	9,4%	-12,2%	-23,5%	-32,4%	-39,8%	58,5%
Eurostoxx Banks	EUR	7,8%	3,0%	15,8%	22,4%	57,3%	20,0%
WIG-Games	PLN	0,6%	-20,1%	-11,9%	-7,5%	-51,6%	52,0%
WIG-Energia	PLN	11,5%	-2,4%	25,7%	36,0%	58,6%	4,3%
WIG-Banki	PLN	9,9%	26,9%	46,8%	71,9%	140,4%	39,1%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	11,1%	2,2%	8,3%	22,2%	15,6%	78,9%
MSCI World Value	USD	7,1%	-0,1%	5,6%	0,6%	16,2%	18,1%

SUROWCE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-4,3%	-3,5%	12,2%	-2,0%	65,2%	30,6%
Miedź	USD	4,9%	1,2%	4,5%	2,7%	11,9%	37,9%
Aluminium	USD	-3,8%	-0,3%	-4,3%	-11,9%	5,9%	10,1%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	1,9%	-0,9%	6,2%	1,6%	61,6%	69,3%
Rudy żelaza	USD	9,7%	19,3%	24,0%	39,9%	4,7%	80,5%
Węgiel koksujący	CNY	13,8%	38,5%	69,3%			
Złoto	USD	2,6%	4,8%	3,9%	15,1%	14,6%	66,8%
Srebro	USD	10,6%	2,7%	9,0%	13,9%	11,6%	77,9%
Bloomberg Commodity Index	USD	-2,7%	-4,1%	3,5%	-12,3%	36,9%	23,3%
OBLIGACJE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	4,9%	0,4%	-0,9%	0,6%	-21,9%	-8,7%
USD Korporacyjne IG	USD	6,0%	1,4%	1,5%	3,6%	-12,9%	10,7%
EUR Korporacyjne IG	EUR	2,3%	2,2%	2,9%	3,4%	-9,8%	-1,5%
USD azjatyckie IG	USD	3,9%	1,6%	1,0%	4,6%	-7,3%	12,2%
USD Korporacyjne HY	USD	4,5%	2,2%	5,4%	8,7%	4,2%	22,5%
EUR Korporacyjne HY	EUR	3,0%	3,1%	5,2%	8,7%	2,4%	15,4%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	4,8%	1,8%	2,2%	7,1%	-4,1%	9,6%
EM skarbowe w USD	USD	6,7%	1,4%	4,2%	5,8%	-13,3%	3,1%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,4%	1,4%	5,2%	11,7%	-6,3%	5,3%
POZOSTAŁE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	3,0%	-0,3%	1,4%	4,6%	-8,7%	-3,8%
EUR/PLN	PLN	-2,2%	-2,5%	-4,0%	-6,7%	-2,8%	1,5%
CHF/PLN	PLN	-1,1%	-1,8%	-2,0%	-3,7%	10,6%	20,4%
USD/PLN	PLN	-5,0%	-2,2%	-5,3%	-10,9%	6,5%	5,5%
USD/JPY	JPY	-2,3%	1,3%	6,0%	7,3%	42,1%	30,5%
Bloomberg USD Index	USD	-2,9%	0,2%	-0,5%	-2,4%	8,2%	2,5%
MSCI EM Currency Index	USD	2,8%	2,3%	2,5%	5,2%	1,5%	6,8%
JP Morgan EM Currency Index	USD	2,0%	-0,6%	-3,7%	-4,2%	-15,0%	-23,4%
Europe REITS	EUR	11,5%	3,5%	7,4%	3,0%	-4,2%	-22,8%
US REIT's	USD	10,2%	-3,4%	1,5%	-5,9%	3,5%	-1,2%
USA - Magnificent 7	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	11,4%	1,4%	7,4%	29,0%	62,4%	343,3%
Amazon	USD	9,8%	8,2%	20,1%	51,3%	-7,8%	72,9%
Alphabet (Google)	USD	6,8%	-2,5%	7,2%	31,2%	51,1%	138,9%
Microsoft	USD	12,3%	15,5%	14,9%	49,8%	81,8%	259,8%
Meta Platforms (Facebook)	USD	8,6%	10,9%	24,6%	177,0%	18,1%	132,7%
Nvidia	USD	14,7%	-5,1%	16,6%	176,5%	249,8%	1053,6%
Tesla	USD	19,5%	-6,5%	19,3%	23,3%	26,9%	927,5%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	-1,6%	2,6%	5,7%	5,0%	17,9%	10,0%
Roche	CHF	0,9%	-9,8%	-18,0%	-20,5%	-13,4%	6,4%
ASML	EUR	10,5%	2,3%	-8,4%	12,1%	76,0%	340,3%
Nestle	CHF	1,3%	-6,6%	-8,3%	-9,3%	5,7%	32,3%
Novartis	CHF	0,7%	-0,1%	3,2%	11,9%	23,2%	34,9%
Novo Nordisk	DKK	2,7%	8,0%	25,2%	59,4%	247,3%	398,6%
L'Oreal	EUR	8,8%	5,1%	6,6%	23,2%	46,2%	122,1%
LVMH	EUR	4,2%	-12,6%	-15,9%	-3,3%	51,6%	199,0%
Astrazeneca	GBp	-1,2%	-5,7%	-11,4%	-7,4%	39,3%	89,0%
SAP	EUR	15,4%	13,5%	20,4%	40,4%	52,6%	74,4%
Sanofi	EUR	-0,3%	-13,9%	-9,4%	2,5%	13,0%	29,5%
MSCI EM Asia	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	9,1%	4,5%	3,0%	20,3%	27,5%	191,5%
Tencent Holding	HKD	13,1%	0,4%	3,4%	20,7%	-36,1%	16,0%
Alibaba	USD	-9,3%	-20,0%	-4,8%	-14,5%	-71,6%	-53,5%
Samsung Electronics	KRW	8,8%	9,1%	1,7%	19,7%	18,6%	100,5%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 30 listopada 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.