



**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# INFLACYJNE KIERUNKI NOTOWAŃ

**AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE**  
Komentarz do wydarzeń rynkowych - kwiecień 2022 r.

# Lista autorów

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Jakub Szczepaniec**

*Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych*

*Dział Analiz Makroekonomicznych*

## **Marcin Brendota**

*Ekspert ds. Analiz*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Adam Dudoń**

*Ekspert ds. Analiz*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Tomasz Kolarz**

*Ekspert ds. Data Science*

## **Damian Marciniak**

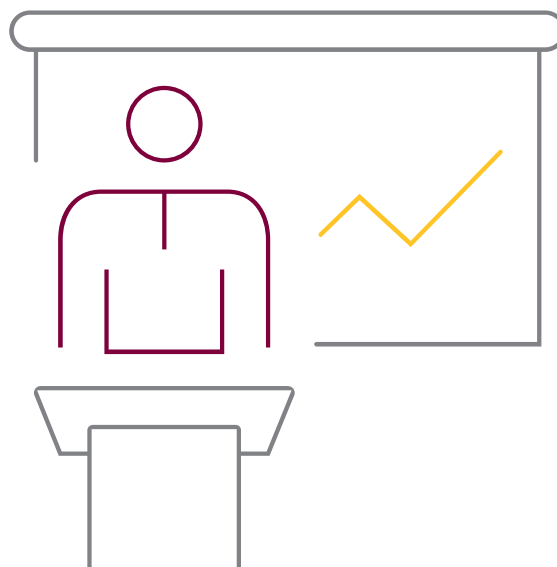
*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*



**13 kwietnia 2022 r.**

# Spis treści

**Wstęp**..... 4

**Opis sytuacji gospodarczej** ..... 5

**Akcje** ..... 7

Rynki rozwinięte (DM)..... 7

Rynki wschodzące (EM)..... 9

Polska ..... 11

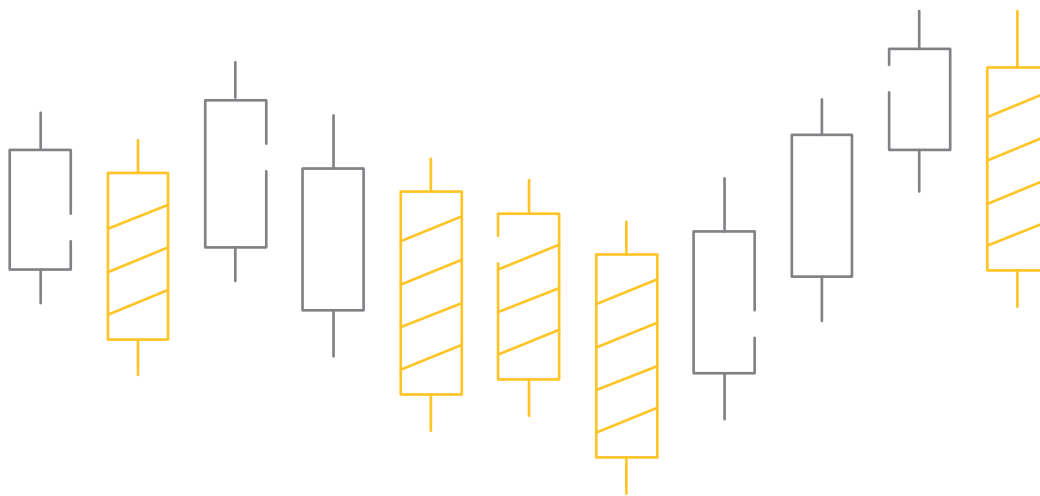
**Obligacje** ..... 13

Zagraniczne korporacyjne IG..... 14

**Surowce** ..... 15

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów ..... 18

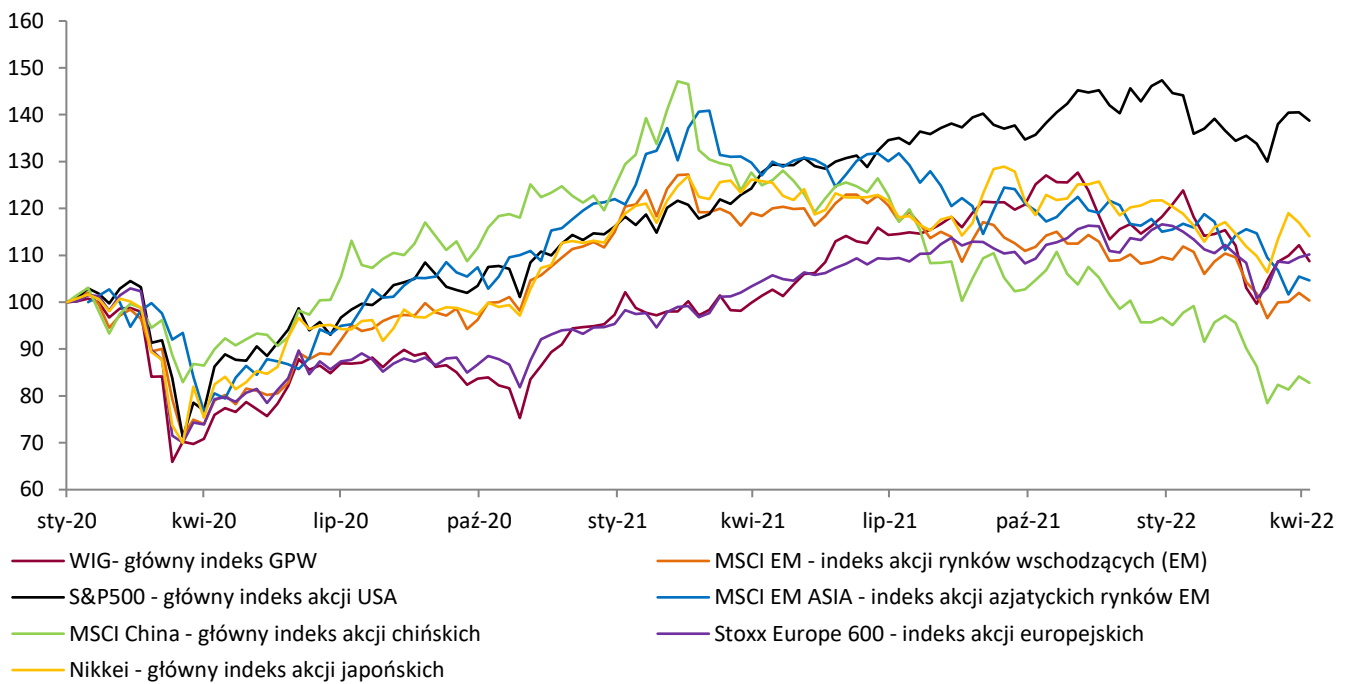
**Ważne informacje**..... 20



# Wstęp

- Inflacja za marzec w Europie pobiła kolejne rekordy dekad – w Polsce ceny konsumpcyjne wzrosły o 10,9% r/r, ale np. w Czechach było to aż 12,7%, a w całej strefie euro 7,5 proc.
- Rezultatem coraz wyższych odczytów inflacyjnych są przede wszystkim kolejne spadki cen obligacji (a wzrosty rentowności). W marcu straciły wszystkie główne segmenty, za wyjątkiem jedynie obligacji europejskich emitentów o najniższym standingu finansowym – high-yield (szczegółowe stopy zwrotu prezentujemy na dwu przedostatnich stronach raportu). W kwietniu spadki te były kontynuowane.
- Jednocześnie z szoku po inwazji Rosji na Ukrainę dość szybko „otrząsnęły się” rynki akcji. Implikacje w postaci zwiększonych deficytów budżetowych, wydatków fiskalnych, w tym na zbrojenie, czy też analogie historyczne wskazywały i wskazują nadal na zasadność utrzymywania znaczącej ekspozycji na rynki akcji, choć wyższe stopy procentowe oznaczają wyższe koszty finansowe przedsiębiorstw zadłużonych oraz mniejszą wartość bieżącą przyszłych zysków (szczególnie cenotwórczy czynnik dla wysokich wycen tzw. spółkach „wzrostowych”, bazujących niekiedy na odległych czasie projekcjach wzrostu przychodów i zysków).
- Po spadkach w lutym, w marcu globalny indeks akcji zyskał 1,9%, a szeroki indeks krajowej giełdy WIG – nawet 6,1%, będąc obok Turcji jednym z najlepszych wśród głównych indeksów regionalnych. Na rynkach rozwiniętych (+2,5%) lepiej zachowywały się spółki z USA (S&P 500 +3,6%), znajdujących się z dala od miejsca konfliktu zbrojnego, czy też Japonii (Nikkei 225 +4,9%), w opozycji do głównych indeksów europejskich (StoxxEurope 600 +0,6%). Europa uzależniła się najmocniej od rosyjskiego gazu i ponowi się też w związku z tym największy ciężar gospodarczy sankcji.
- Obłożenie z kolei przez USA sankcjami rosyjskiej ropy skutkowało dalszymi wzrostami cen tego surowca pochodzącego od innych producentów. Zresztą, w marcu znacząco rosły w zasadzie wszystkie główne grupy surowców (za wyjątkiem kruszców). To w naturalny sposób dokłada do napięć inflacyjnych. W większości krajów EM (za wyjątkiem Azji, gdzie problem inflacji jest najmniejszy), banki centralne są od dawna w cyklach zacieśniania polityki pieniężnej, tj. podnoszenia stóp procentowych. Tymczasem banki centralne krajów DM, jak np. amerykański Fed, w marcu dopiero po raz pierwszy, i to symbolicznie o 0,25 pkt. proc. podniósł główną stopę procentową dla dolara. Jednocześnie cały czas dość beczynny w zakresie reagowania na inflację pozostaje Europejski Bank Centralny (jedynie zapowiedział do końca III kw. zakończenie skupu obligacji).
- W rezultacie powyższych, kolejny miesiąc z rzędu podwyższamy nastawienie do polskich obligacji krótkoterminowych i zmienno-kuponowych skarbowych (z 0 do +1, czyli do umiarkowanie pozytywnego)- wyższa ścieżka inflacji w stosunku do będącej dotychczas konsensusem rynkowym winna wspierać utrzymywanie się wysokich stawek WIBOR6M, a krajowa „krzywa” rentowności w ostatnich tygodniach doznała "inwersji" tzn. nastąpiła sytuacja, w której rentowności obligacji krótkoterminowych i średnio-terminowych (2- i 5-letnich) są wyższe aniżeli długoterminowych (10-letnich), przy jednocześnie znacznie mniejszym ryzyku cenowym (parametr duration). W obligacje tego typu inwestują najczęściej fundusze oszczędnościowe, konserwatywne, obligacji krótkoterminowych itp.
- Jednocześnie na głównym poziomie alokacji tj. akcje vs. obligacje utrzymujemy nastawienie najbardziej zrównoważone dla obu tych klas aktywów tj. neutralne (0). Względem akcji rynków akcji rozwiniętych (DM) preferujemy polski rynek akcji oraz rynki wschodzące ogółem, w szczególności region Azji Wschodzącej. W obrębie rynków DM nie preferujemy ani akcji amerykańskich (większe prawdopodobieństwo wzrostu rynkowych stóp procentowych dla dolara) ani europejskich (struktura sektora giełd z większym udziałem przemysłu i spółek podatnych na spadek marż w obliczu wzrostów cen energii, materiałów, itp.) (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

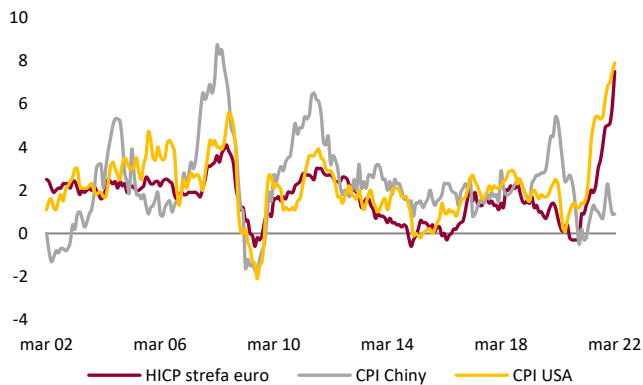
## Opis sytuacji gospodarczej

W USA gospodarczym tematem numer jeden pozostaje polityka monetarna Fed. Amerykański bank centralny szok wojenny wstępnie zidentyfikował głównie w kontekście zagrożeń inflacyjnych i zaostrzył retorykę. Na chwilę obecną dojsię stóp procentowych w USA w okolice 2% (do marca były w przedziale 0%-0,25%) wydaje się obecnie scenariuszem minimum. Ewolucja nastawienia Fed odbywa się w otoczeniu wciąż mocnych danych z rynku pracy oraz inflacji najwyższej od lat 80-tych. Należy oczekiwać, że szybkie zacieśnienie warunków finansowania schłodzi koniunkturę w USA i już widać powolną redukcję prognoz dynamiki PKB dla tego kraju na ten i przyszły rok. Marcowe badania nastrojów przedsiębiorców sugerują, że wpływ samej wojny w Ukrainie na gospodarkę USA będzie nieznaczny, z kolei dane bieżące (do lutego) wskazują na postępujące przesuwanie strumienia wydatków konsumentów z dóbr w kierunku usług, wraz z poprawą sytuacji epidemicznej.

W strefie euro po niezłym początku roku, marzec jest miesiącem pogorszenia koniunktury. Ożywienie wynikające z lepszej sytuacji epidemicznej jest w ocenie biznesu, generalnie rzecz biorąc, przesłonięte przez negatywne perspektywy konsekwencji wybuchu wojny w Ukrainie. Szczególnie niepokojące są sygnały znacznego pogorszenia nastrojów przedsiębiorców z Niemiec i Francji. Jednocześnie Europejski Bank Centralny (EBC) w pierwszej reakcji na nowy szok znacznie bardziej zaczyna dostrzegać ryzyka inflacyjne niż te wynikające z sygnałów hamowania niekompletnego postpandemicznego ożywienia i w marcu, podobnie jak Fed, również zaostrzył retorykę, przy czym jest znacznie w działaniach względem niego opóźniony. Dopiero w III kw. 2022 EBC planuje zakończyć skup aktywów (QE), a rozpoczęcie powolnych podwyżek stóp procentowych możliwe byłoby w kw. IV. Obecnie stopa depozytowa EBC – główna stopa procentowa w strefie euro wynosi nadal minus 0,5%, przy inflacji w

marcu (wskaźnik HICP) na poziomie 7,6% (najwięcej w historii funkcjonowania wspólnej waluty).

### Inflacja konsumencka (% r/r)

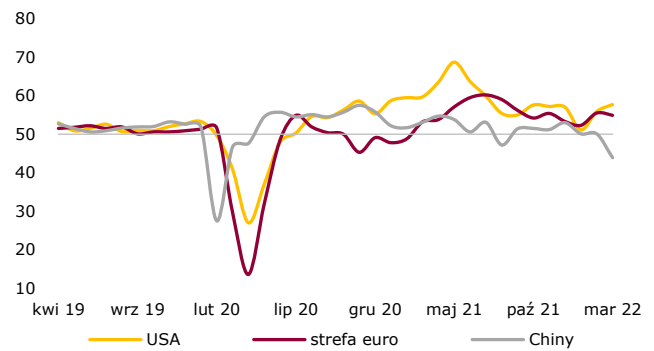


źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

Wg opublikowanych dotychczas danych za pierwsze dwa miesiące br., w trzecim najważniejszym obszarze gospodarczym świata – w Chinach, wejście tamtejszej gospodarki w '22 było względnie udane. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w okresie styczeń-luty rosły mocniej od prognoz, odpowiednio o 6,7% r/r oraz o 7,5% r/r. Pomimo tych pozytywnych niespodzianek konsensus oczekiwań względem gospodarki pozostaje pod presją, gdyż Chiny właśnie przechodzą przez najmocniejszą falę C-19 od początku pandemii. Państwo Środka stara się nadal utrzymywać dotychczasową politykę „zero Covid”, która przy bardziej zaraźliwych wariantach (Omikron) jest coraz większym wyzwaniem i prowadzi do dezorganizacji życia społecznego i gospodarczego. Negatywne ślady implementowanych lokalnie lockdown-ów znajdujemy już w indeksach koniunktury. Marcowe wskaźniki wyprzedzające PMI (badania ankietowe wśród menedżerów ds. zakupów w firmach) cofnęły się wyraźnie, w przypadku przemysłu z 50,4 do 48,1, a usług z 50,2 do 42 pkt., i tym samym znalazły się na najniższych poziomach od lutego'20, tj. od wybuchu pandemii.



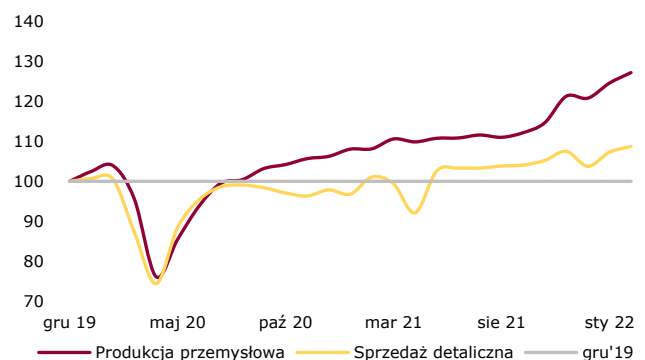
### Indeks wyprzedzający koniunktury PMI composite



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

W krajowej gospodarce w lutym obserwowaliśmy kontynuację silnego ożywienia. Do kompletu „twardych”, tj. faktycznie zrealizowanych danych miesięcznych za I kw. 2022 brakuje jeszcze tych marcowych, ale już teraz widzimy duże szanse na wzrost PKB w tym okresie powyżej 7% r/r. Tym niemniej, badania wyprzedzające koniunktury z poprzedniego miesiąca wskazują na ryzyko wyraźnego hamowania ożywienia w kolejnych kwartałach. Po wybuchu wojny w Ukrainie doszło do znacznego pogorszenia nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców. Do tego dochodzi agresywne zacieśnianie polityki monetarnej (wzrost stóp NBP), które schłodzi pokryzysowe ożywienie, kanałem wyższych kosztów kredytu. Decydująca o stopach Rada Polityki Pieniężnej (RPP), jak do tej pory identyfikuje główne zagrożenia dla stabilności gospodarki po stronie wysokich presji cenowych, a bardzo dobre dane z początku roku traktuje jako sygnał, że przestrzeń do zacieśniania polityki monetarnej jest znaczna.

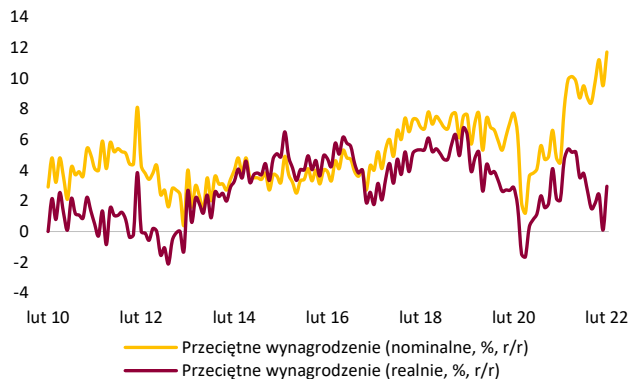
### Polska – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (gru'19=100, wyrównanie sezonowe, ceny stałe)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

Wracając jeszcze do danych makro za luty, najważniejsze z nich były isticie imponujące: produkcja przemysłowa wzrosła o 17,6% r/r, produkcja budowlano-montażowa o 21,2% r/r, a sprzedaż detaliczna o 8,1% r/r. Do tego doszły mocne dane z rynku pracy, ze wzrostem zatrudnienia o 2,2% r/r i płac o 11,7% r/r w sektorze przedsiębiorstw na czele. Stopa bezrobocia w marcu cofnęła się z 5,5% do 5,4%.

### Polska – dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

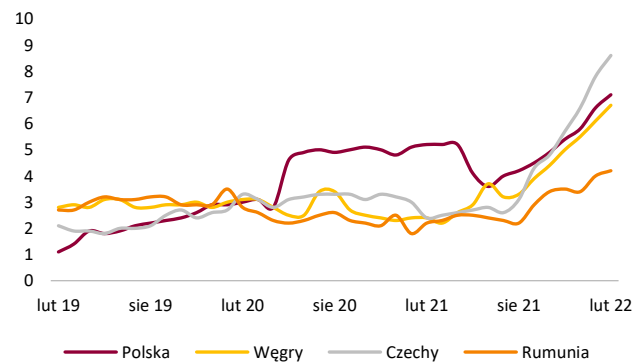
Rozgrzana koniunktura sprzyja rozwijaniu się tendencji inflacyjnych. W podobnym kierunku oddziałują skutki agresji Rosji na Ukrainę, poprzez wzrost cen kluczowych surowców (energetyczne, zboża, metale), czy też wydłużanie kłopotów w łańcuchach dostaw. W marcu inflacja CPI przyspieszyła z 8,5% r/r do 10,9% r/r, głównie właśnie na skutek wybuchu wojny, co m.in. skokowo podbiło ceny paliw (28% m/m).

## Akcje

### Rynki rozwinięte (DM)

W marcu szeroki indeks rynków rozwiniętych MSCI World wzrósł o 2,5% odrabiając dużą część lutowego spadku, aczkolwiek w całym pierwszym kwartale stracił łącznie ponad 5%. Lepiej zachowywały się akcje japońskie (indeks Topix +3,2%) i amerykańskie (indeks S&P 500 +3,6%), natomiast słabsze wzrosty objęły akcje przedsiębiorstw europejskich (indeks Stoxx Europe 600 +0,6%). Można założyć, że pierwszą gwałtowną reakcją skutkującą przeceną na głównych rynkach akcji powodowaną

### Polska - inflacja bazowa HICP (bez energii, żywności i napojów) na tle krajów Europy Śr.-Wschodniej (% r/r)

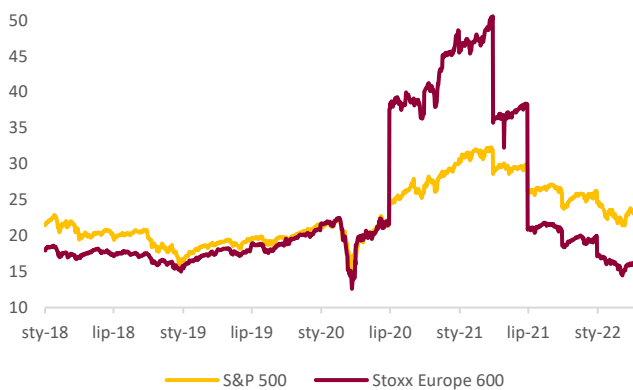


źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

W rezultacie, na kwietniowym posiedzeniu RPP zdecydowała się na znaczne zaostrzenie polityki monetarnej i podniosła stopy procentowe o 100 p.b., a więc najmocniej od początku trwającego cyklu. Główna stopa znalazła się na poziomie 4,5%, najwyższym od 2012 r. Można wstępnie założyć, że identyfikacja ryzyk przez RPP jest niezmienna i zbliżona do tego co mówi m.in. Fed – głównym problemem jest inflacja, a dobra bieżąca kondycja gospodarki stwarza sporą przestrzeń do podwyżek stóp. W kolejnych miesiącach można się spodziewać kontynuacji podwyżek stóp procentowych. Spodziewamy się (DAM), że główna stopa może dojść do 5,5% do połowy roku. Ryzyka dla takiego scenariusza są skierowane w górę. (js)

12 miesięcy) kilkuletniemu minimum i po pierwszym tygodniu marca wynosiły odpowiednio 14,5 i 12,6. Dla porównania na początku lutego to były poziomy 16,6 i 14,9. Na koniec doświadczonego lockdownem 2020 r. te wskaźniki osiągnęły wartości 45,5 i 17,5. W odniesieniu do akcji amerykańskich trudno jednak mówić o istotnym wzroście atrakcyjności. Co prawda analogiczne wskaźniki dla indeksu S&P500 w ostatnim marcowym dołku (21,4 i 18,0) są na wyraźnie niższych poziomach w porównaniu do ostatnich maksimów przypadających na przełom 2020 i 2021 (30,7 i 22,6) oraz w porównaniu do początku lutego (23,4 i 20,0), ale wyżej od wielu lat poprzedzających „covidowy” okres (średnia 5-letnia dla P/E indeksu S&P500 na koniec 2019 wynosiła 19,8).

#### Wskaźniki P/E dla rynku amerykańskiego (S&P500) i europejskiego (Eurostoxx 600)



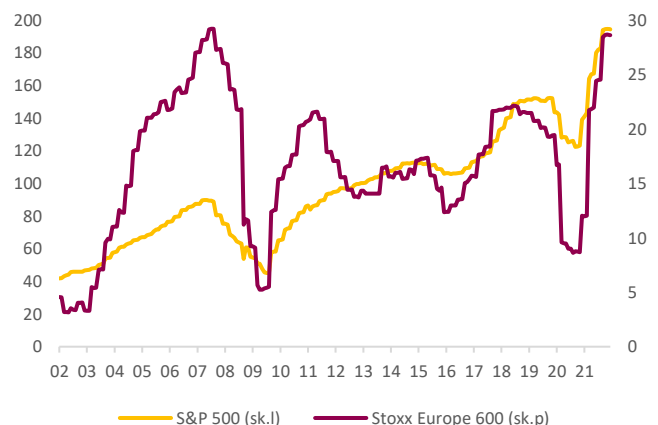
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Niewątpliwie na plus na obu regionów była dotychczasowa polityka pieniężna, poskramiająca rynkowe stopy procentowe wyrażone np. w rentownościach obligacji, które są wciąż grubo poniżej ostatnich odczytów inflacyjnych, zarówno w USA jak i w Europie Zachodniej (nawet dla najbardziej „rentownych” obligacji włoskich lub greckich). Podstawowa dochodowość akcji liczona jako stopa dywidendy powiększona o inne transfery do akcjonariuszy lub działania wspierające wzrost wycen (np. skup akcji własnych), jest wciąż powyżej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla obu regionów. Jednak ta różnica, zwłaszcza w odniesieniu do akcji amerykańskich, zaczyna się kurczyć i wynosi niespełna 1 pp., a więc powstaje pytanie czy ryzykowne aktywa są warte tak niewielkiej przewagi. Notowany ostatnio wzrost rentowności obligacji skarbowych nie dotyczy już tylko długoterminowych papierów dłużnych, ale obejmuje

również obligacje o krótszym 2-letnim okresie zapadalności, które stanowią poważniejszą konkurencję dla rynku akcji. Dodatkowo, jak pokazują dane historyczne, sytuacje w których wyrównywały się rentowności krótko- i długoterminowych papierów skarbowych rządu amerykańskiego niejednokrotnie stanowiły ostrzeżenie przed pogorszeniem koniunktury rynkowej.

Nie jest to jednak zjawisko samoistne i raczej towarzyszy innym zdarzeniom ściślej powiązanych z sytuacją fundamentalną notowanych spółek. Wyceny rynkowe spółek w długim terminie zazwyczaj podążają za wynikami finansowymi lub ich prognozami, jeżeli np. dotyczy to spółek we wczesnej fazie rozwoju, ale dynamicznej ekspansji. Dopiero obserwowane lub prognozowane rozbieżności w generowanych wynikach finansowych i towarzyszących temu wycenach mogą bardziej trwale pogorszyć obraz rynku. Dla akcji amerykańskich w perspektywie ostatnich 10 lat jedynie 2 roczne okresy cechowały spadki zysków zagregowanych w szerokim indeksie S&P500, z czego jeden z okresów przypadał na początek pandemii.

#### Zagregowany wskaźnik zysku na akcję dla spółek z indeksu amerykańskiego (S&P500) i europejskiego (Eurostoxx 600)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W ubiegłym roku, na fali powszechnej stymulacji pieniężno-fiskalnej, wyniki spółek po słabym 2020 r. wystrzeliły z podwójną siłą w górę, i wg konsensusów prognoz wzrosty wyników finansowych spółek amerykańskich i europejskich mają być kontynuowane w 2022 i 2023 r. Oprócz prognozowanego wzrostu sprzedaży szacowane jest umocnienie marż



operacyjnych, co ostatecznie ma się przekuć w ok. 16% wzrosty zysków dla akcji amerykańskich (indeks S&P500) oraz europejskich (indeks Stoxx Europe 600). Szacunki na 2023 zakładają w obu tych grupach spowolnienie dynamiki do wartości jednocyfrowych. Można więc założyć, że szacowane dalsze wzrosty zysków spółek stanowią mocne wsparcie dla wycen rynkowych, a więc oprócz podstawowej dochodowości wyrażonej np. w wypłacanych dywidendach, można liczyć na wzrost kursów zwiększających całkowitą stopę zwrotu z akcji.

Jednakże tutaj również dostrzegamy pewne ryzyka. Utrzymująca się wysoka presja inflacyjna może ograniczyć zdolności nabywcze gospodarstw domowych. Już teraz wybrane wskaźniki nastrojów konsumentów wykazują mocne osłabienie spowodowane najczęściej obawami o wysoką inflację, dodatkowo badania ankietowe wskazują na mniejszą skłonność do zakupów dóbr trwałego użytku w perspektywie najbliższych 12 miesięcy. Dotychczas wzrost kosztów firmy przerzucały na konsumenta z nadwyżką, co pokazuje wzrost marż operacyjnych. Jednak w przypadku spadku akceptacji kupujących dla coraz wyższych cen pojawi się spore ryzyko osłabienia marż, a co za tym idzie, optymistyczne prognozy wyników finansowych będą coraz trudniejsze w realizacji. W sytuacji niemałych wycen, napięć geopolitycznych i niestabilnych cen surowców, dodatkowa „cegiełka” w postaci osłabienia wyników finansowych jest w stanie zainicjować mocniejszą korektę wycen giełdowych. Zwracamy tutaj jeszcze uwagę na oczekiwany wzrost kosztów finansowych związanych z wyższymi stopami procentowymi, a przynajmniej dla przedsiębiorstw i konsumentów amerykańskich.

Uwzględniając powyższe argumenty, nadal podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne do akcji rynków rozwiniętych ogółem. To akcje w środowisku podwyższonej inflacji przy obecnym poziomie stóp procentowych są w stanie wygenerować dodatnie realne stopy zwrotu, ale jednocześnie ryzyko dla wyników finansowych, niespokojny rynek surowców, a także perspektywa zmian w dotychczasowych ultrałagodnych politykach pieniężnych, jest argumentem przeciw wyższemu nastawieniu. W perspektywie najbliższych kwartałów będziemy nadal poddawać uważnej obserwacji rynek obligacji ze zjawiskiem wyrównania rentowności krótko i długoterminowych amerykańskich obligacji skarbowych oraz wszelkie ryzyka dla realizacji

ambitnych prognoz wyników finansowych. Utrzymujemy jednakowe nastawienie dla akcji amerykańskich i europejskich, dostrzegając oczywiście niższe wyceny akcji europejskich i związaną z tym wyższą premię za ryzyko rynkowe (teoretyczny potencjał dodatkowej stopy zwrotu ponad stopę wolną od ryzyka), zwłaszcza przy niemal zerowych stopach w strefie euro, ale też bliskość konfliktu zbrojnego i silne uzależnienie od surowców z wschodniej granicy nakazuje dodatkową ostrożność, wyrażoną również w nastawieniu umiarkowanie negatywnym do akcji europejskich. (mb)

## Rynki wschodzące (EM)

W marcu indeks rynków wschodzących MSCI EM odnotował 2,5%-ową stratę. Regionalnie występowały jednak spore różnice – liderem wzrostów został region Ameryki Południowej, która zadaje się być najmniej narażona na bezpośrednie konsekwencje konfliktu militarnego w Ukrainie, a czerpie korzyści na rosnących cenach surowców. MSCI EM Latin America zyskał aż 12,2%. Po mocnej wyprzedaży z końcówki lutego odbił także krajowy rynek akcji (MSCI Poland +5,2% w dolarze). Z kolei wagowo najważniejszy na rynkach EM region Azji Wschodzącej (indeks MSCI EM Asia) stracił 3,3%, głównie za sprawą wyprzedaży chińskich spółek (MSCI China - 7,8%). W Azji dość dobry miesiąc odnotowały Indie (+4,1%). W walucie lokalnej najsilniejszy rynkiem wschodzącym był turecki indeks XU100 (+14,8%).

Chińskie spółki, należące do liderów marcowych spadków, od przeszło roku znajdują się w trendzie spadkowym, którego ostatnie tchnienie mogło zrealizować się właśnie w połowie marca, gdy w obliczu nawarstwiających się problemów i awersji do ryzyka inwestorzy panicznie w ciągu dwóch-trzech sesji wyprzedawali technologiczne spółki. Jeden z najbardziej rozpoznawalnych ETF spółek internetowych Kraneshares CSI China Internet przecenił się w tym czasie o ok. 25%. Natomiast główne indeksy regionalne, zarówno indeks Hang Seng (gromadzi blue chipy notowane na giełdzie w Hong Kongu, zawiera przeszło 60 spółek, w które swobodniej mogą inwestować zagraniczni inwestorzy), jak i MSCI China (szeroki indeks reprezentuje ok. 85% chińskiego rynku akcji, uwzględnia przeszło 700 podmiotów) mocno przebiły covidowe dołki, po czym szybko nastąpił powrót powyżej ich. Na być może ostatnią falę wyprzedaży złożyło się kilka czynników, w

tym globalny „risk-off” wywołany najazdem Rosji na Ukrainę. Oportunistyczna postawa Chin wobec rosyjskiego najazdu zaczęła budzić obawy o nałożenie sankcji również na nie, jeżeli te będą wspierać Rosję militarnie lub ekonomicznie – swoje ostrzeżenie w tym temacie bezpośrednio wyraził prezydent USA Joe Biden, tuż przed dynamicznymi spadkami.

W czasie, kiedy w naszej części świata, kwestia pandemii Covid-19 zeszała na dalszy tor, w Chinach liczba diagnozowanych zakażeń bije rekordy, jednak oficjalnie zgonów od kwietnia 2020 r. (po opanowaniu pierwszej fali zakażeń) w zasadzie nie odnotowano. Mimo tego, chińska polityka „zera tolerancji” dla wirusa przejawia się w stosowaniu ostrych lockdownów, które skutkują ograniczaniem produkcji i świadczenia usług. Chińczycy wprowadzili m.in. ostry lockdown w Szanghaju - centrum obecnej fali zakażeń (83% wszystkich potwierdzanych obecnie przypadków). Najpierw zamknięto jedną część miasta, po kilku dniach drugą, a obecnie całe 26 milionowe miasto objęte jest surowymi restrykcjami. Niektórzy mieszkańcy objęci są lockdownem już od przeszło 3 tygodni. Ograniczenia w Chinach są mocniejsze niż w pozostałych częściach świata – mieszkańcy często nie mogą wychodzić z domu, ewentualnie raz na kilka dni jedynie po zakup żywności. Obecnie największą zmartwieniem dla mieszkańców miasta staje się głód, rządowa pomoc jest niewystarczająca, występują spore problemy logistyczne, półki w supermarketach świecą pustkami. Fatalna sytuacja w Szanghaju (który odpowiada za 4% chińskiego PKB) ma implikacje również dla całego globu. Najważniejsze miasto portowe w Chinach (odpowiada za 20% chińskiego eksportu) nie jest w stanie obsługiwać dostaw terminowo, przez co zaburzeniu ulegają globalne łańcuchy dostaw. Jeśli lockdown będzie dalej utrzymywany, ciężko będzie Chinom osiągnąć oficjalny cel wzrostu PKB o 5,5% w tym roku. Chińczycy jednak coraz mocniej sprzeciwiają się polityce zero tolerancji dla koronawirusa. Model, który jeszcze niedawno był powszechnie uznawany przestaje działać, jednak chiński rząd może być niechętny wprowadzeniu zmian w swojej polityce, zwłaszcza w kluczowym roku dla przewodniczącego ChRL Xi Jinpinga, którego druga kadencja kończy się w przyszłym roku, jednak nie kończą się jego ambicje. Przywódca Chin przygotowuje grunt pod trzecią pięcioletnią kadencję (starania się o nią muszą być

zaakceptowane w tym roku przez Komitet Centralny Komunistycznej Partii Chin).

Wracając jeszcze do poturbowanych wycen chińskich spółek technologicznych wśród ich powodów przewija się temat potencjalnego delistingu ich akcji z giełdy w USA, na której spora część jest notowana, mianowicie do 2024 roku mają one obowiązek poddać się przeglądowi amerykańskich audytorów. Jednocześnie w okresie apogeum spadków ich cen zareagował słownie chiński rząd. Pekin ogłosił zobowiązanie się do pobudzania gospodarki, wprowadzenie korzystnych polityk dla rynków finansowych, chińska władza zobowiązała się do utrzymywania stabilności rynków kapitałowych oraz przede wszystkim do wspierania akcji notowanych za granicą, w dodatku zapowiedziano rychły koniec regulowania Big Techów. W ostatnich 1,5 roku wprowadzono szereg regulacji i kar, zaczęto się od wstrzymania debiutu Ant Group, później w ramach działań antymonopolowych nakładano kary pieniężne m.in. 2,8 mld USD wobec Alibaby za nadużywanie pozycji dominującej, niektórym spółkom nakazano zaprzestanie rejestracji nowych użytkowników ze względu na cyberbezpieczeństwo, co uderzyło m.in. w Didi – chińskiego odpowiednika Ubera, a aplikacje Didi chiński regulator nakazał usuwać ze sklepów internetowych. Zabroniono również prowadzenia działalności dla zysku w sektorze edukacji. Po wspomnianej deklaracji indeks Hang Seng zaliczył największy jednodniowy wzrost od 2008 r., sięgający 9%. Silne odbicie jeszcze mocniej widoczne jest na poszczególnych spółkach – dwie kluczowe Alibaba i Tencent znajdują się już odpowiednio o 50% i 30% powyżej marcowych dołków.

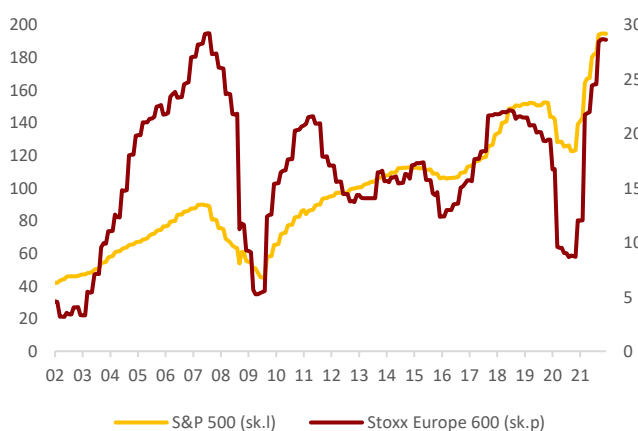
Uważamy, że jest spora szansa na to, że chińska władza dotrzyma słowa i rzeczywiście wprowadzi w życie ogłoszone zmiany. Na początku kwietnia potwierdzono prace nad kompromisowym rozwiązaniem dla chińskich spółek, które umożliwi im zgodność z amerykańskimi regulacjami w sprawie audytu i w konsekwencji umożliwi im pozostanie na tych amerykańskich giełdach. Marcowy pik wyprzedaż już skrajnie przecenionych chińskich aktywów może być dobrym momentem do zmiany trendu, mającym podłoże w zmianie fundamentów i zmniejszeniu ciężących ryzyk (tym samym zmniejszeniu premii za ryzyko w wycenach chińskich spółek). Fundamentalnie, pod względem wskaźnika P/E, atrakcyjnie wygląda zarówno MSCI China (12), a tym

bardziej Hang Seng (8,2), biorąc pod uwagę strukturę sektorową giełd i gospodarek oraz wskaźnik P/E (9,6), atrakcyjnie naszym zdaniem obecnie na EM region Ameryki Łacińskiej.

Podsumowując, za neutralnym nastawieniem do akcji EM (wyższym aniżeli dla DM) przemawiają przede wszystkim niższe wyceny wskaźnikowe spółek z EM vs. tych DM, jak również pozytywne prognozy wzrostu wyników finansowych spółek (P/E dla indeksu MSCI EM to 13,2 vs MSCI World 20,1). W 2022 r. prawdopodobnie to rynki wschodzące odnotują największą dynamikę wzrostu zysków na akcję (powyżej 10%). Do tego dochodzą: bardziej zbilansowana struktura sektorowa głównych indeksów rynków wschodzących, mniejsze zadłużenie gospodarek oraz wyższe tempo wzrostu gospodarczego.

W minionym, 2021 r. znacząco przecenił się kluczowy chiński rynek w Azji, istotnie przeceniły się rynki Ameryki Łacińskiej, po inwazji Rosji na Ukrainę znacząco przecenił się region Europy Środkowo-Wschodniej. Region Ameryki Łacińskiej jako pierwszy zaczął odbijać w 2022 r., a wzrost ryzyka geopolitycznego i idące w następstwie wzrosty cen surowców są korzystne dla wspomnianego regionu, który również w wyniku globalnie nakładanych sankcji może stracić najmniej. Obecnie praktycznie wszystkie kluczowe rynki wschodzące są względnie tanio wyceniane, za wyjątkiem indyjskiego indeksu Sensex, choć i tu wskaźnik cena/zysk spadł w okolice 25 z ok. 30 jeszcze kilka miesięcy temu. (ad)

**Zagregowany wskaźnik zysku na akcję dla spółek z indeksu amerykańskiego (S&P500) i europejskiego (Eurostoxx 600)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Polska

Mimo sporej zmienności nastrojów ostatnich kilku tygodni w wyniku wojny w Ukrainie, marzec okazał się jednak udanym okresem dla GPW. W ciągu miesiąca wszystkie główne krajowe indeksy giełdowe wzrosły. Najszerzy WIG zyskał 6,1%, WIG20 skupiający największe spółki o 6,7%, a sWIG80 (małe spółki) zwiększył kapitalizację o 8%. Najwolniej wzrósł indeks mWIG40 (4,1%), skupiający średnie podmioty. Perturbacje przetoczyły się również w indeksie MSCI All Countries, który w efekcie w ciągu miesiąca wzrósł o jedynie 1,9%, a więc na tym tle krajowy rynek akcji zaprezentował się jeszcze bardziej okazale.

W przekroju sektorowym inwestorzy najmocniej docenili energetykę (+11,3%) oraz górnictwo (+10,7%). Na uwagę zasługują również wzrosty w IT (9,2%) oraz w paliwach (8,6%). PKN Orlen i Lotos podały znakomite wyniki finansowe za IV kw. i cały ubiegły rok, w rezultacie czego wyceny tych spółek spadły do abstrakcyjnie niskich poziomów, mianowicie pomiędzy 3- a 4-krotnością zysków za ostatni rok. Ten pierwszy ponadto zadeklarował dość sporą, bo w granicach 4,5% bieżącego kursu - dywidendę.

Bardzo dobre wyniki za ostatni okres raportowy odnotowywały też spółki energetyczne. Gigantyczny wzrost produkcji energii elektrycznej w kraju w IV kw. '21, zwłaszcza z elektrowni opalanych węglem brunatnym, których PGE jest w Polsce głównym właścicielem, kontynuowany był także w I kw. '22. Warto natomiast zauważyć, że poza wstępnymi deklaracjami oficjeli Komisji Europejskiej w sprawie konieczności uniezależnienia się od rosyjskich surowców, w tym węgla energetycznego, nie ma żadnych konkretnych planów legislacyjnych w sprawie np. zawieszenia handlu uprawnieniami do emisji CO2 w Unii Europejskiej, ani większej puli uprawnień dla Polski, która w największym stopniu w UE na energetyce węglowej cały czas bazuje.

Jedynym sektorem, który stracił w marcu był sektor bankowy (- 2,7%; w pierwszych dniach marca strata mtd wynosiła niemal 16%). Banki na wroście stóp procentowych NBP systematycznie zwiększają wynik odsetkowy, a rozgrzana koniunktura gospodarcza oddała moment pojawienia się większej liczby bankructw przedsiębiorstw i związanych z tym odpisów na „złe”

kredyty. Tym niemniej, są też one potencjalnie najbardziej wyeksponowanym sektorem na ewentualne spowolnienie gospodarcze w przyszłości i to zdaje się próbował częściowo zdyskontować rynek. Wyższe stopy procentowe już teraz spowalniają akcję kredytową (za wyjątkiem kredytów obrotowych dla firm). Od 1 kwietnia z powrotem do poziomów przedcovidowych (3,5% vs. dotychczasowe 2,0, a wcześniej jedynie 0,5 proc.) wróciła też stopa rezerwy obowiązkowej, co w połączeniu ze spadkiem nadpłynności w krajowym systemie bankowym (wartość zgłaszanego popytu na przetargi bonów skarbowych NBP) spowoduje konieczność większego zabiegania przez banki o depozyty i wyższe oprocentowanie lokat i kont oszczędnościowych.

W sektorze energetycznym na początku marca rząd poparł projekt wydzielenia aktywów węglowych i transformacji sektora elektroenergetycznego. Wg niego spółki energetyczne z udziałem Skarbu Państwa, które obecnie kontrolują około 70% bloków węglowych, zintegrują te aktywa, które następnie Skarb Państwa odkupi i prześle do spółki Narodowa Agencja Bezpieczeństwa Energetycznego. Według tego planu aktywa węglowe mają pracować na rzecz bezpieczeństwa energetycznego do czasu, aż powstaną wystarczające moce w źródłach odnawialnych i energetyce jądrowej.

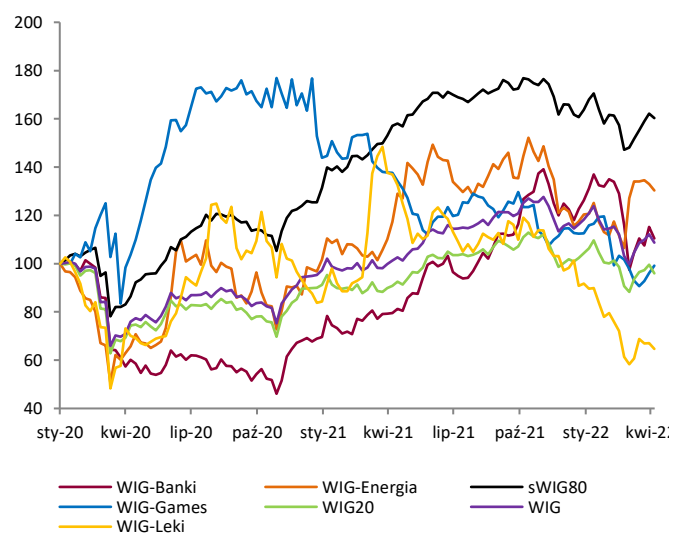
Jeśli chodzi o prognozy wyników finansowych to największy wzrost indeksu sWIG80 można tłumaczyć silną rewizją oczekiwań dla przyszłych wyników: konsensus prognoza zagregowanego zysku spółek z tego indeksu na najbliższe 4 kwartały został podwyższony o 13,2% w porównaniu do konsensusu przed miesiącem. Z kolei dla indeksu mWIG40 oczekiwania na przyszłe wyniki zostały skorygowane w górę o 5,4%. Dla WIG20 korekta była symboliczna in plus. Całościowo dla WIG oczekiwania rynkowe wskazały na wzrost wyników o 2,2%.

Sektorowo najmocniej w górę rynek skorygował oczekiwania na przyszłe wyniki dla górnictwa (26,5%), co ma związek z cenami surowców oraz nadal możliwymi sankcjami, odcinającymi lub ograniczającymi eksport z Rosji ropy, gazu i węgla. Niestety mimo zabiegów dyplomatycznych Polski, w Europie nie ma jedności w tej sprawie. W przypadku paliw rynek w zasadzie nie zmienił oczekiwań na przyszłe wyniki, a decyzja USA o uruchomieniu strategicznych zapasów ropy uspokoiła nieco sytuację na rynku. Na drugim biegunie oczekiwań

odnośnie przyszłych wyników znalazły się branża deweloperska (-4,2%) oraz banki (-2,1%). Wyzwaniem dla deweloperów są rosnące koszty materiałów oraz ich dostępność, a także wysoka inflacja, stopy procentowe i w efekcie oprocentowanie kredytów hipotecznych.

Patrząc przez pryzmat relacji kursu giełdowego do oczekiwanych wyników (czyli oczekiwane P/E) oraz obserwacji tego wskaźnika w dłuższym horyzoncie czasowym, nadal atrakcyjnie (w pierwszym kwartalu miesięcznych obserwacji z 10 ostatnich lat) wyceniane są główne indeksy GPW: WIG, WIG20, mWIG40, sWIG80 (wszystkie P/E w okolicy 10 lub niżej) oraz subindeksy sektorowe: banki (9,5), górnictwo (5,5), paliwa (7,4) i nieruchomości (8,4). Z kolei nadal drogo przez pryzmat oczekiwanego P/E wyceniany jest marginalny pod względem znaczenia na GPW sektor IT (16,8), a znacznie ważniejszy sektor gier (18,8) jest trudny do jednoznacznej oceny przez pryzmat tego wskaźnika, gdyż co prawda jest tani do swojej, ale dość krótkiej historii, natomiast drogi w porównaniu do innych sektorów GPW. Ostatnim sektorem, na który warto zwrócić uwagę jest energetyka (forward P/E = 7,9 powyżej swojej mediany historycznej) względem 7,1 przed miesiącem (spadła zatem atrakcyjność tego sektora).

**Notowania wybranych subindeksów sektorowych na GPW (2020.01=100)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Dla polskiego rynku akcji jako całości w dalszym ciągu pozostajemy przy neutralnym nastawieniu, utrzymując jego preferencję względem rynków rozwiniętych (DM) ogółem, za czym przemawiają: 1) w większości dotychczas

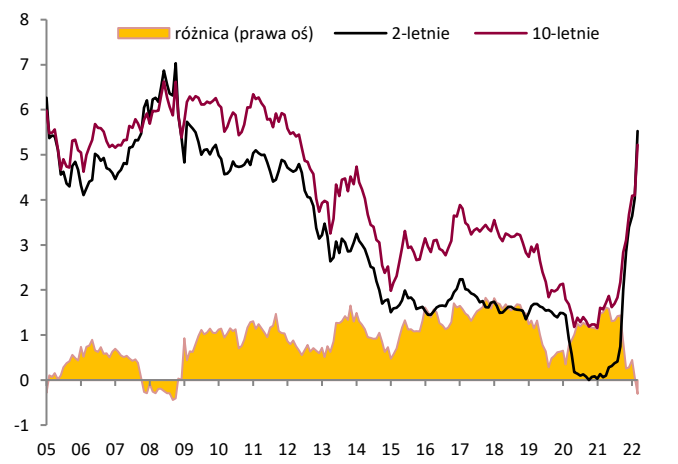
pozytywne zaskoczenia wynikowe spółek z GPW za IV kw., 2) wysokie momentum gospodarcze - blisko 20%-owe dynamiki produkcji przemysłowej w okresie styczeń – luty), 3) prawdopodobny wysoki wzrost konsumpcji w marcu i w rezultacie wzrost PKB za I kw. przekraczający z

pewnością 7% r/r, 4) korzystna na okres wysokiej inflacji struktura sektorowa emitentów z GPW (duży udział banków, sektora finansowego, spółek paliwowych, energetycznych, surowcowych), 5) niskie wyceny spółek. (tk)

# Obligacje

Po 1,5 miesiąca od rozpoczęcia inwazji Rosji na Ukrainę okazuje się, że największe żniwo (nie licząc wycen aktywów rosyjskich) zbiera ona na obligacjach skarbowych w regionie krajów frontowych NATO, a więc także Polski. Benchmark Bloomberg dla polskich obligacji skarbowych (stała i zmiennie-kuponowych) o okresie zapadalności powyżej 1 roku stracił na wartości w marcu rekordowe w historii tego wskaźnika 4,6% i kontynuuje spadki w pierwszych dwu tygodniach kwietnia, po dość odważnym ruchu Rady Polityki Pieniężnej, tj. największym w XXI wieku pojedynczym wzrostem stopy procentowej NBP na posiedzeniu 6 kwietnia (o 1 pkt. proc.).

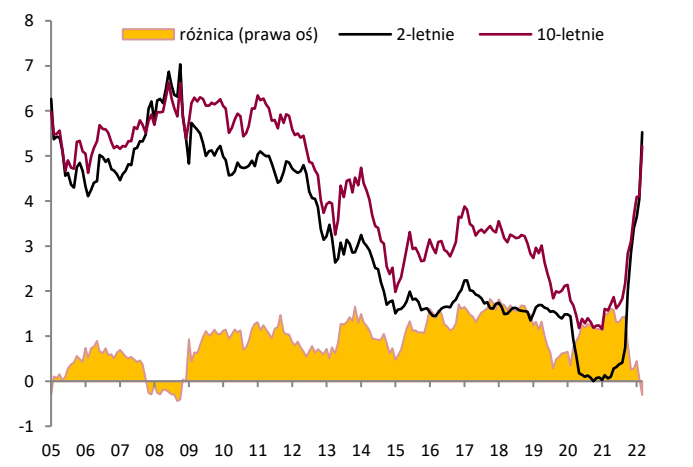
## Stopy procentowe banków centralnych krajów CEE



źródło: Bloomberg

Oczywiście w znacznie mniejszym stopniu spadku cen polskich obligacji skarbowych odzwierciedlają fundusze operujące na „krótkim” końcu krzywej rentowności i wśród obligacji zmiennie-kuponowych (oszczędnościowe, konserwatywne, obligacji krótkoterminowych itp.)

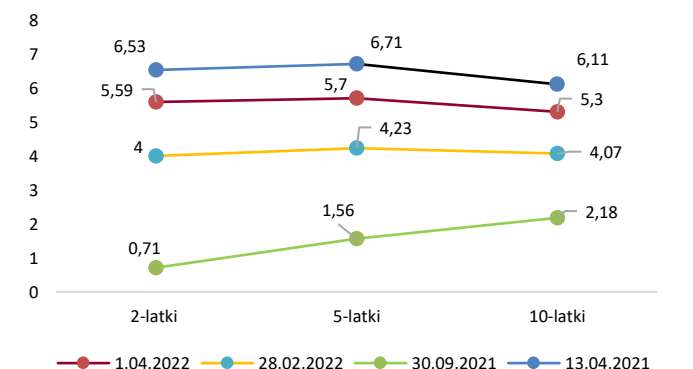
## Różnica rentowności polskich papierów skarbowych 2- i 10-letnich.



źródło: Bloomberg

Jednocześnie na krajowym rynku obligacji doszło do niespotykanej od 2009 roku „inwersji” krzywej, polegającej na tym, że papiery skarbowe krótko- i średnioterminowe są notowane z rentownością wyższą niż długoterminowe. Te drugie z kolei mają znacznie wyższe ryzyko cenowe (parametr duration).

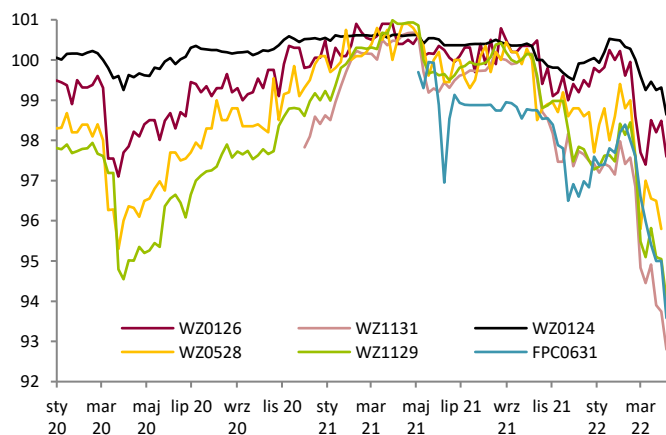
## Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach



źródło: Bloomberg

Dodatkowo stopa WIBOR6M, będąca bazą do oprocentowania obligacji zmienno-kuponowych, a więc większości polskich obligacji korporacyjnych i części obligacji skarbowych (WZ) przekroczyła już 5,7 proc., co oznacza, że z takim kuponem (plus ewentualnie premia w przypadku obligacji nie skarbowych) obligacje te będą po najbliższych odnowieniach kuponów „pracować”. Ponadto odpływy z funduszy dłużnych z ostatnich miesięcy spowodowały, że spora część obligacji jest notowana z dyskontem względem ceny nominalnej (wykupu).

### Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmienno-kuponowych skarbowych



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

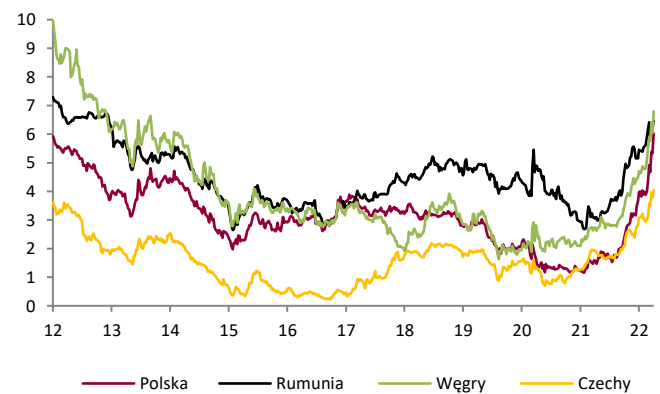
Wszystko powyższe powoduje, że w kwietniu **drugi kolejny miesiąc z rządu podnieśliśmy nastawienie do polskiego długu krótkoterminowego i zmiennokuponowego, z neutralnego do umiarkowanie pozytywnego (+1)**. Oceniamy, że przy obecnych uwarunkowaniach tj. inwersji krzywej dochodowości polskich papierów skarbowych, dużym prawdopodobieństwem kontynuacji podwyżek stóp procentowych w dotychczasowym tempie przez RPP, krótkoterminowe obligacje skarbowe, a także skarbowe papiery zmiennokuponowe oraz obligacje korporacyjne emitentów o najwyższej wiarygodności finansowej oferują najatrakcyjniejszy profil zysku do ryzyka.

Oczywiście dołka cenowego nie można zagwarantować, gdyż głównym ryzykiem jest całkowicie niekwantyfikowalna ewentualna eskalacja konfliktu militarnego w Ukrainie oraz geopolitycznego na linii USA vs. Rosja z ewentualnym udziałem Chin, co w przypadku kraju frontowego NATO, jakim jest Polska skutkowałoby żądaniem przez inwestorów większej premii za ryzyko kraju i prawdopodobnie dalszymi spadkami cen (a

wzrostem rentowności), aczkolwiek efekt cenowy miałoby to większy na obligacje długoterminowe. Obecnie średnia rentowność portfeli funduszy „krótkiej” stopy procentowej tj. obligacji krótkoterminowych, dłużnych konserwatywnych i oszczędnościowych, uwzględniając komponent obligacji nie skarbowych, dochodzi do poziomu 7 proc. brutto, i przy niskim poziomie ryzyka stopy procentowej (duration), jej poziom jest już na tyle duży, że daje nawet pewien bufor na dalsze spadki cen.

Dla polskiego długu skarbowego stałokuponowego długoterminowego utrzymujemy natomiast obniżone z początkiem marca do -1 nastawienie umiarkowanie negatywne, ale nie skrajnie negatywne (-2). Fundusze z ekspozycją nań nie mają niskiego limitu na *duration* (poziom ryzyka stopy procentowej wynikający m.in. ze średniej zapadalności portfeli obligacji), a więc w większym stopniu aniżeli fundusze obligacji krótkoterminowych mogą też inwestować w „koronaobligacje” BGK i PFR o wyższej rentowności niż „skarbówki”, a takim samym ryzyku kontrahenta. Są w stanie także w większym stopniu korzystać na wyższych rentownościach w regionie (nie tylko w Polsce). (zo)

### Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych krajów CEE w walutach lokalnych



źródło: Bloomberg

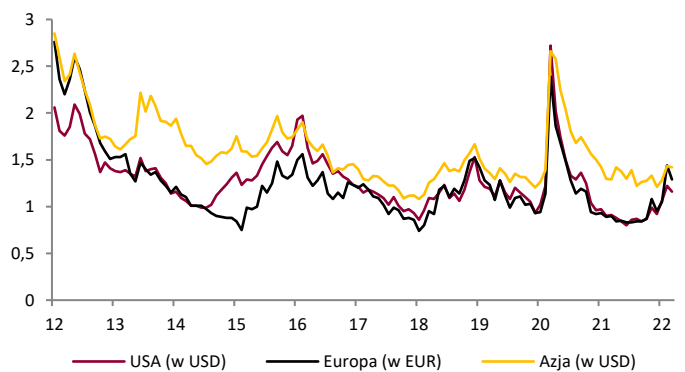
## Zagraniczne korporacyjne IG

Rynek obligacji zagranicznych o ratingu inwestycyjnym (IG) zamyka pierwszy kwartał solidnymi przecenami. W marcu obligacje te, charakteryzujące się średnio długimi terminami zapadalności, stałym kuponem, a tym samym wysokim ryzykiem stopy procentowej (duration) traciły na wartości w związku ze wzrostem oczekiwań inflacyjnych oraz przeszacowaniem konsensusu rynkowego co do

ścieżki wzrostu stóp procentowych w USA (rynek obligacji korporacyjnych IG wartościowo ok. 70% stanowią emitenci amerykańscy).

Stopy zwrotu wyniosły odpowiednio -2,5% (za marzec) oraz -7,7% YTD (od początku roku) dla regionu amerykańskiego (Bloomberg US Corporate IG), -1,2% (za marzec) oraz -5% YTD rynek Europejski (Bloomberg Euro Aggregate Corporate), -2,4% (za marzec) oraz -6,1% YTD dla tej klasy aktywów w Azji (Bloomberg Asia USD IG Bond). Na taki wynik oddziaływały zarówno wzrosty rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, jak i skokowy wzrost spreadów kredytowych we wszystkich regionach. Najmocniejszy wzrost spreadu zanotowano w regionie azjatyckim (z poziomów 117 do 163 pb.). Prognozy Goldman Saschs dla wszystkich regionów na koniec roku zakładają utrzymanie spreadów na zbliżonych do obecnych poziomach (jednocześnie są to poziomy zbliżone do 10-letnich średnich).

**Spready (premie kredytowe) obligacji IG w poszczególnych regionach emitentów (w pkt. proc.)**



źródło: Bloomberg

W ślad za dużymi odpływami z całego rynku Fixed Income (inwestycji o stałym dochodzie) wysokie odpływy dotyczą

## Surowce

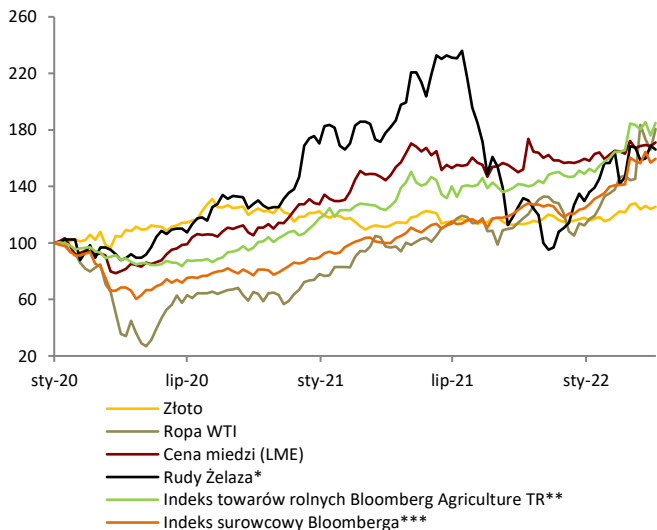
Rosyjska inwazja na Ukrainę, a szczególnie stanowcza i jednomyślna reakcja Zachodu na nią w postaci dotkliwych sankcji wywołała szok na rynkach surowcowych, w efekcie Bloomberg Commodity Index zakończył marzec silnym 8,6%-owym wzrostem. Jeszcze przed konfliktem rynek surowcowy pozostawał w stabilnym trendzie wzrostowym

też globalne fundusze inwestujące w obligacje IG. Nominalnie w USA jest to 17 mld USD (0,9% wszystkich aktywów funduszy IG), w Europie 23 mld EUR (3,4% wszystkich funduszy IG). Obecnie kluczową kwestią dla inwestorów inwestujących w obligacje korporacyjne, jest ocena wpływu na dochody firm i zdolności kredytowe rosnące ceny energii, braki materiałów i surowców. Ze względu na bliskość napięć geopolitycznych wiele europejskich korporacji będzie musiało zmierzyć się z konsekwencjami w wyniku sankcji nałożonych na Rosję. Do całego obrazu rynku dotożyć należy politykę banków centralnych, które (aby walczyć z inflacją) mocno zacieśniają swoją politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe (wyższe koszty finansowe dla korporacji) oraz redukując swoje bilanse (zmniejszony popyt na obligacje korporacyjne). FED już zasignalizował, że jest gotowy do rozpoczęcia redukcji swojego bilansu o wartości 9 bln USD. Od maja tempo redukcji wynosić ma około 95 mld USD miesięcznie. Największy wpływ będzie miało to na rynek MBS (papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie) oraz skarbowych Treasuries.

Podsumowując, ze względu na nadal niskie rentowności obligacji skarbowych krajów DM i prawdopodobieństwa dalszego wzrostu ich cen a powiązania z nimi atrybutami średniego okresu zapadalności oraz ryzyka stopy procentowej (duration) obligacji IG, nie preferujemy obecnie omawianego segmentu obligacji (IG). Dla części strategii natomiast, jako element dywersyfikacji ekspozycji, uzasadnione mogą być rozwiązania operujące na tym rynku, ale powinny być to takie, które podążają polityką absolute return, a więc mogące zarabiać zarówno na wzrostach, jak i spadkach cen w wybranych segmentach obligacji na globalnym rynku. (dm)

intensyfikacji bądź ograniczenia działań wojennych na Ukrainie. Od strony popytowej istotne pozostają też losy koniunktury gospodarczej na świecie, szczególnie w Chinach – największego konsumenta surowców.

### Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, \* 62% Australia offshore export price, \*\* 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, \*\*\* 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

W obszarze surowców energetycznych napięcia wynikające z konfliktu, trafiły na już wcześniej napiętą sytuację popytowo-podażową. Po pandemii (pomimo jej nowych ognisk w Chinach), popyt na ropę nadal się odbudowuje. W konsekwencji obaw o ciągłość dostaw cena doszła ropy w pierwszej dekadzie marca dotarła do okolic 130 USD. Ostatecznie gatunek WTI skończył miesiąc na poziomie 100,3 USD (+4,8%), a Brent 107,9 (+6,9%). Wg prognoz Międzynarodowej Agencji Energii (IEA) światowe zapotrzebowanie na surowiec zbliży się w 2022 r. do poziomów przedpandemicznych (+2,1 mln b/d do 99,7 mln b/d). Po stronie podażowej nadal konserwatywne podejście utrzymuje blok OPEC+, który do końca roku planuje podnosić limit produkcyjny jedynie o 400 tys. b/d co miesiąc. Dodatkowo przyznaje, że część krajów (m.in. Angola czy Nigeria) nie jest w stanie wykorzystać swoich limitów produkcyjnych z powodu problemów z infrastrukturą i produkcja łączna grupy jest

na poziomie ok. 1 mln baryłek poniżej limitu. Również amerykańscy producenci z łupków nie są w stanie dojść do poziomu produkcji z 2019 r., kiedy wydobywali ok. 13 mln b/d – obecnie produkcja nieznacznie przekracza 11 mln b/d.

Efektom tego są spadające zapasy. Ostatnie dane z USA pokazały spadek zapasów nie tylko komercyjnych, ale także strategicznych (Strategic Petroleum Reserve, SPR) do 571,3 mln baryłek- najniższego poziomu od maja 2002 r., czyli od 20 lat. W krótkim terminie ryzyka wynikające z konfliktu spychają na dalszy plan wszystkie inne czynniki, jak ew. rozmowy z Iranem, czy nawet planowane uwolnienie do 180 mln baryłek z rezerw krajów skupionych w Międzynarodowej Agencji Energii (MAE) (z czego połowa miałaby pochodzić z rezerw amerykańskich). W średnim terminie fundamenty dla cen ropy pozostają jednak „bycze”. Zapasy spadają, a bieżąca produkcja nie pokrywa zapotrzebowania. Dopiero dłuższy okres wysokich cen doprowadzić mógłby do powstrzymania wzrostu popytu (na razie jeszcze tego nie obserwujemy) i skokowego wzrostu inwestycji w nowe moce wydobywcze. Pozytywnie wygląda sytuacja finansowa spółek z branży notowanych na giełdach zachodnich, które doświadczają rosnących przepływów operacyjnych (cashflow), spadku zadłużenia, przy niskich nakładach inwestycyjnych (CAPEX).

## Złoto

Jeśli chodzi o metale szlachetne, to w marcu ich ceny tylko nieznacznie wzrosły (złoto +1,5%, srebro +1,4%). Jednak należy pamiętać, że jednocześnie miało miejsce w sytuacji rosnących rentowności długu i silnie umacniającego się dolara. Warto pamiętać o tym, że historycznie złoto bardzo dobrze radziło sobie w sytuacjach, kiedy w USA dochodziło do spowolnienia gospodarczego i zaczynał się cykl podwyżek stóp procentowych banku centralnego. Pozostawało zazwyczaj także w tych okresach nisko skorelowane z akcjami.

Z każdym kolejnym cyklem wzrostowym na rynku kruszców, ceny są również mocniej skorelowane z napływami/odpływami do etf-ów na fizyczny kruszec, a te od listopada znowu są dodatnie. Równocześnie na świecie doszło do odbudowania się popytu fizycznego (np. W 2021 r. nastąpił wzrost konsumpcji złota w Chinach o 56% r/r, co oznacza powrót do poziomów



przedpandemicznych) i stałym wzrostem zainteresowania inwestycjami w monety i sztabki. W sektorze spółek wydobywających złoto, mamy też obecnie do czynienia z wysokimi marżami. Złoto jako jeden z niewielu głównych surowców, można rzec, że od 1,5 roku znajduje się nie w trendzie wzrostowym a bocznym. Rynek bojąc się wzrostu stóp procentowych (zwłaszcza w USA), jest bardziej zachowawczy w wycenach. Ze względu na wysoką inflację, silnie ujemne realne stopy procentowe, niestabilność geopolityczną i duże zapotrzebowanie generowane przez popyt fizyczny, w naszej opinii bardzo prawdopodobny jest dalszy wzrost ceny. Pozytywnie nastawieni pozostajemy także do sektora spółek wydobywających „żółty” metal.

## Metale przemysłowe

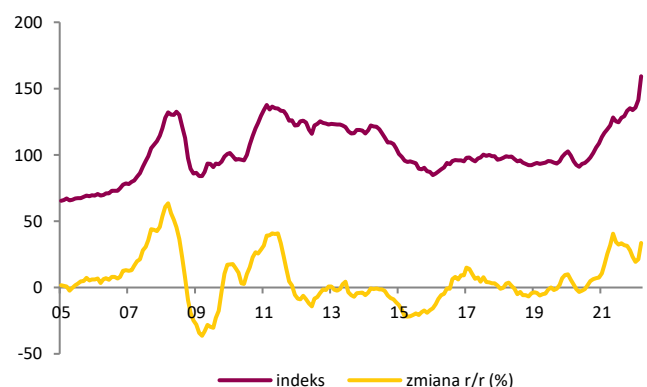
Metale przemysłowe zanotowały bardzo udany miesiąc. Bloomberg Base Metals Index w marcu rósł o 12%, miedź o 6,9%, aluminium o 2,7%. Jeszcze przed konfliktem ceny były wysokie, co było efektem solidnego popytu z odbudowujących się gospodarek, który z trudem zaspokajało niedoinwestowane od lat wydobywanie. Skutkowało to rekordowo niskimi zapasami metali takich jak miedź czy aluminium, coraz bardziej potrzebnych w procesach dekarbonizacji gospodarki. Obecnie namacalnym ryzykiem stało się zwieszenie handlu metalami z Rosją w efekcie sankcji/kontr sankcji. Odsuwa to na drugi plan Covid w Chinach i obawy o koniunkturę. Poziom cen metali i sytuacja geopolityczna sprzyja zachodnim spółkom wydobywczym z sektora World Mining, które korzystają z wysokich cen surowców, posiadając jednocześnie główne projekty wydobywcze poza Rosją (i Chinami). Sprzyja im też „samosankcjonowanie” się odbiorców rosyjskich surowców (np. największy w Europie producent wyrobów miedzianych – niemiecka spółka Aurubis – próbuje obecnie wyjść z umów na zakup rosyjskiego koncentratu miedzi), oraz trudności z finansowaniem zakupu metali z Rosji.

## Towary rolne

Ze względu na fakt, iż wojna wybuchła w „spichlerzu Europy” siłą rzeczy musiały eksplodować ceny towarów rolnych. Szczególnie dotyczy to kukurydzy (+8,4%) i pszenicy (+8,4%). Rosja i Ukraina odpowiadają łącznie za

ok. 25% globalnego eksportu zbóż. Dodatkowo Ukraina jest największym na świecie eksporterem pasz. Ukraińskie ministerstwo rolnictwa zakłada, że obsiać uda się ok. 50% normalnego areału, a porty czarnomorskie Ukrainy są zablokowane lub w rękach Rosjan, nie należy więc zakładać, że uda się jej wyeksportować jakiegokolwiek znaczące ilości produktów rolnych w tym roku. Sytuację pogarsza fakt, że w 2020 r. Rosja odpowiadała za ok. 14% światowego eksportu nawozów azotowych i ok. 14% potasowych (Białoruś 19% nawozów potasowych) natomiast europejczy i azjatyccy producenci już od jesieni notują przestoje wywołane wysokimi cenami gazu. To kolejny czynnik wspierający wzrost cen żywności, która jak obrazuje indeks FAO już jest najdroższa w historii odczytów i będzie destabilizująco działać na szeroko rozumiane kraje Południa, z których pochodzi duża część innych surowców.

### Ceny żywności na świecie – zbiorczy indeks FAO



źródło: Bloomberg

Podsumowując, hossa na rynku surowcowym ma się w najlepsze i uważamy utrzymywanie w portfelu funduszy surowcowych i funduszy spółek surowcowych za zasadne (zwłaszcza w strategiach z dużym przedziałem ryzyka). Nie stanowi też w naszej ocenie bieżącego zagrożenia zacieśnianie polityki monetarnej Fed. Surowce historycznie osiągały zazwyczaj lepsze wyniki niż indeks S&P 500 w ciągu pierwszych 12 miesięcy po rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych w USA, wykazując jednocześnie niską korelację z akcjami i obligacjami. Wzmocniona presja geopolityczna, procesy deglobalizacji, szukanie nowych źródeł dostaw i presja na gromadzenie zapasów powinny dodatkowo wspierać ceny. (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	1,9%	-5,7%	0,3%	5,7%	39,9%	58,5%
MSCI World	USD	2,5%	-5,5%	1,5%	8,6%	44,9%	64,7%
MSCI Emerging Markets	USD	-2,5%	-7,3%	-8,9%	-13,3%	7,9%	19,1%
MSCI EM Asia	USD	-3,3%	-8,9%	-10,0%	-16,5%	12,7%	27,9%
MSCI EM Latin America	USD	12,2%	26,1%	20,5%	16,7%	-2,2%	2,9%
MSCI Poland	PLN	5,2%	-6,7%	-7,6%	9,6%	-15,0%	-9,6%
MSCI Frontier Markets	USD	-0,9%	-8,7%	-8,3%	6,1%	10,9%	13,2%
S&P500 - USA	USD	3,6%	-4,9%	5,2%	14,0%	59,8%	91,7%
Russell 2000	USD	1,1%	-7,8%	-6,1%	-6,8%	34,4%	49,4%
MSCI Europe	EUR	0,4%	-5,9%	1,0%	6,9%	18,9%	18,0%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	0,6%	-6,5%	0,2%	6,1%	20,3%	19,6%
DAX - Niemcy	EUR	-0,3%	-9,3%	-5,5%	-4,0%	25,1%	17,1%
CAC40 - Francja	EUR	0,0%	-6,9%	2,1%	9,8%	24,5%	30,0%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-0,4%	-3,1%	-4,0%	-1,6%	-8,6%	-19,3%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-1,6%	-8,5%	-2,6%	1,5%	17,5%	22,1%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	0,8%	1,8%	6,1%	11,9%	3,2%	2,6%
FTSE Nordic 30	SEK	0,6%	-8,1%	-0,9%	9,9%	42,8%	56,6%
Nikkei - Japonia	JPY	4,9%	-3,4%	-5,5%	-4,7%	31,2%	47,1%
TOPIX - Japonia	JPY	3,2%	-2,3%	-4,1%	-0,4%	22,3%	28,7%
MSCI China	HKD	-7,8%	-13,8%	-19,0%	-33,0%	-13,5%	9,4%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-3,2%	-6,0%	-10,5%	-22,5%	-24,3%	-8,8%
Kospi - Korea Płd.	KRW	2,2%	-7,4%	-10,1%	-9,9%	28,8%	27,7%
SENSEX - Indie	INR	4,1%	0,5%	-0,9%	18,3%	51,4%	97,7%
XU100 - Turcja	TRY	14,8%	20,2%	58,8%	60,5%	138,1%	151,1%
BOVESPA - Brazylia	BRL	6,1%	14,5%	8,1%	2,9%	25,8%	84,7%
WIG	PLN	6,1%	-6,3%	-7,7%	11,7%	8,8%	12,1%
<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	0,9%	-6,6%	-4,8%	-1,7%	33,5%	46,2%
MSCI ACWI Large Cap	USD	2,1%	-5,5%	1,0%	6,5%	41,3%	60,9%
WIG20	PLN	6,7%	-5,9%	-7,7%	10,0%	-7,7%	-2,0%
WIG20 total return	PLN	6,7%	-5,9%	-7,6%	12,5%	-2,2%	8,5%
mWIG40	PLN	4,1%	-9,7%	-9,1%	9,6%	15,1%	0,7%
sWIG80	PLN	8,0%	-1,7%	-6,6%	6,3%	65,7%	20,3%
<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	4,5%	-3,8%	3,6%	13,5%	43,8%	71,0%
MSCI World Energy	USD	7,5%	29,5%	34,2%	45,1%	8,8%	9,2%
MSCI World Financials	USD	0,3%	-2,1%	1,2%	8,8%	31,9%	32,4%
MSCI World Metals&Mining	USD	9,7%	22,9%	35,7%	26,7%	63,8%	87,4%
MSCI World Industrials	USD	2,0%	-6,6%	-1,4%	0,1%	30,6%	44,8%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	1,9%	-10,8%	-3,4%	1,0%	57,9%	87,4%
MSCI World Consumer Staples	USD	-0,1%	-4,0%	4,7%	7,5%	20,9%	27,3%
MSCI World IT	USD	2,9%	-10,3%	1,5%	14,4%	102,3%	184,5%
Nasdaq	USD	3,4%	-9,1%	-1,6%	7,4%	84,0%	140,5%
Nasdaq100	USD	4,2%	-9,1%	1,0%	13,3%	101,1%	173,0%
S&P Global Clean Energy	USD	3,8%	1,6%	-0,1%	-10,2%	120,3%	152,8%
Eurostoxx Banks	EUR	-3,4%	-9,6%	-9,5%	3,1%	-2,6%	-28,8%
WIG-Games	PLN	1,1%	-17,1%	-22,7%	-27,1%	28,6%	
WIG-Energia	PLN	11,3%	9,6%	-2,0%	23,2%	13,3%	-8,0%
WIG-Banki	PLN	-2,7%	-11,5%	-0,2%	40,7%	0,8%	9,3%
<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	3,1%	-9,8%	-2,5%	8,6%	66,6%	105,1%
MSCI World Value	USD	2,0%	-1,2%	5,4%	8,2%	23,0%	28,8%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	10,1%	37,1%	40,9%	79,2%	70,5%	88,3%
Miedź	USD	6,9%	6,4%	16,2%	18,9%	61,8%	79,1%
Aluminium	USD	2,7%	24,0%	22,5%	59,1%	83,9%	78,3%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	4,1%	19,9%	27,4%	42,2%	85,9%	47,2%
Rudy żelaza	USD	6,2%	34,1%	26,1%	-9,6%	76,0%	73,7%
Węgiel koksujący	CNY	23,5%	44,2%	21,0%			
Złoto	USD	1,5%	5,9%	10,3%	13,5%	49,9%	55,1%
Srebro	USD	1,4%	6,4%	11,8%	1,5%	64,0%	35,7%
Bloomberg Commodity Index	USD	8,6%	25,5%	23,5%	49,1%	53,4%	45,8%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-3,5%	-6,2%	-7,2%	-7,3%	-0,3%	6,0%
USD Korporacyjne IG	USD	-2,5%	-7,7%	-7,5%	-4,2%	9,4%	17,8%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-1,2%	-5,0%	-5,6%	-5,2%	-0,4%	3,7%
USD azjatyckie IG	USD	-2,4%	-6,1%	-6,0%	-4,3%	7,6%	15,6%
USD Korporacyjne HY	USD	-1,1%	-4,8%	-4,2%	-0,7%	14,4%	25,7%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,0%	-4,1%	-4,1%	-2,2%	8,0%	14,7%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-1,5%	-2,1%	-1,8%	0,0%	8,5%	14,8%
EM skarbowe w USD	USD	-1,4%	-9,6%	-9,7%	-6,5%	-0,8%	6,2%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-4,6%	-5,3%	-13,3%	-14,7%	-6,6%	1,9%
<b>POZOSTALE</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-1,4%	-2,7%	-4,4%	-5,7%	-1,3%	3,9%
EUR/PLN	PLN	-1,1%	1,3%	0,9%	0,3%	8,0%	9,8%
CHF/PLN	PLN	-0,3%	3,0%	6,6%	8,9%	18,2%	15,0%
USD/PLN	PLN	0,2%	4,1%	5,5%	6,3%	9,4%	5,7%
USD/JPY	USD	-5,5%	-5,4%	-8,6%	-9,0%	-8,9%	-8,5%
Bloomberg USD Index	USD	1,0%	1,6%	2,3%	3,4%	-0,6%	-2,6%
MSCI EM Currency Index	USD	0,9%	0,6%	1,3%	2,6%	6,3%	10,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	3,1%	1,6%	-3,3%	-4,6%	-14,7%	-21,6%
Europe REITS	EUR	4,4%	2,4%	8,6%	14,4%	-8,7%	-8,5%
US REIT's	USD	5,9%	-4,8%	9,9%	22,5%	23,4%	30,9%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	5,7%	-1,5%	23,7%	43,8%	277,6%	414,9%
Amazon	USD	6,1%	-2,2%	-0,8%	5,4%	83,1%	267,7%
Alphabet (Google)	USD	3,0%	-4,0%	4,0%	34,9%	136,3%	228,1%
Microsoft	USD	3,2%	-8,1%	9,8%	31,8%	169,7%	401,5%
Meta Platforms (Facebook)	USD	5,4%	-33,9%	-34,5%	-24,5%	33,4%	56,5%
Netflix	USD	-5,1%	-37,8%	-38,6%	-28,2%	5,1%	153,4%
Tesla	USD	23,8%	2,0%	39,0%	61,3%	1825,2%	1836,0%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	6,6%	4,0%	20,6%	34,9%	20,6%	29,3%
Roche	CHF	7,5%	-0,8%	10,0%	23,2%	45,8%	67,5%
ASML	EUR	1,9%	-13,7%	-5,3%	18,6%	276,0%	414,8%
Nestle	CHF	0,4%	-5,7%	6,7%	17,1%	36,8%	79,7%
Novartis	CHF	5,4%	5,5%	10,2%	4,8%	7,7%	48,5%
Novo Nordisk	DKK	10,8%	2,9%	21,7%	76,9%	128,1%	249,3%
L'Oreal	EUR	2,5%	-12,7%	2,0%	12,7%	58,0%	118,2%
LVMH	EUR	-1,6%	-10,7%	5,2%	15,5%	105,8%	240,8%
Astrazeneca	GBP	11,8%	18,7%	15,0%	43,2%	79,2%	142,2%
SAP	EUR	0,2%	-19,5%	-13,9%	-1,9%	2,3%	17,7%
Sanofi	EUR	-1,0%	4,4%	11,4%	14,0%	31,7%	32,7%
<b>Chiny - BAT</b>	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	-13,2%	-11,1%	-14,0%	-39,2%	-19,7%	-23,3%
Tencent Holding	HKD	-11,2%	-15,6%	-16,4%	-36,6%	7,7%	75,3%
Alibaba	USD	3,4%	-8,4%	-26,5%	-52,0%	-40,4%	0,9%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 marca 2022 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.