



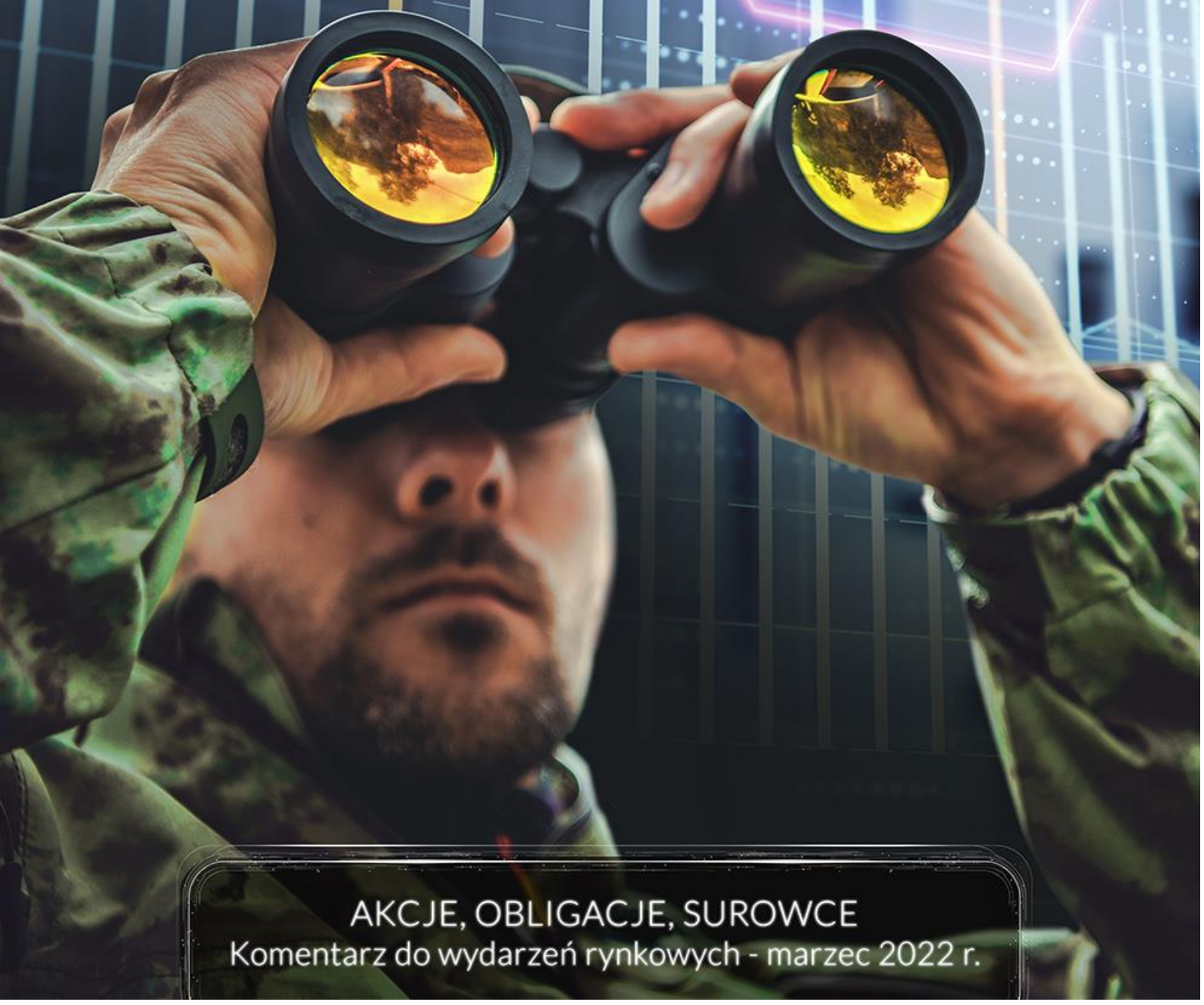
ALIOR
BANK

Biuro Maklerskie

NAVIGATOR RYNKOWY

10/55%

INWESTYCJE W TRUDNYCH CZASACH



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - marzec 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

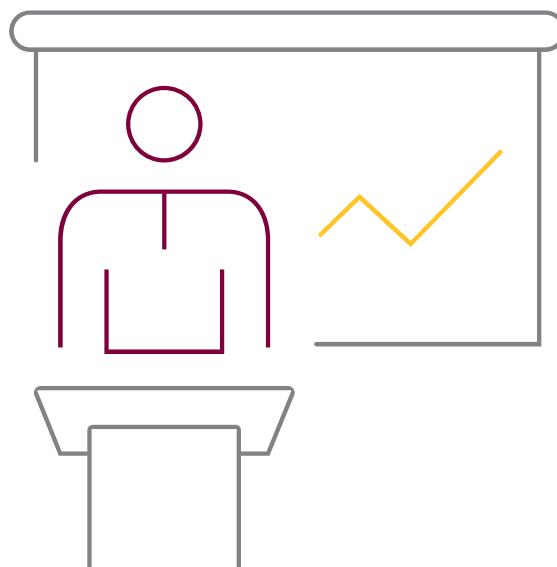
Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

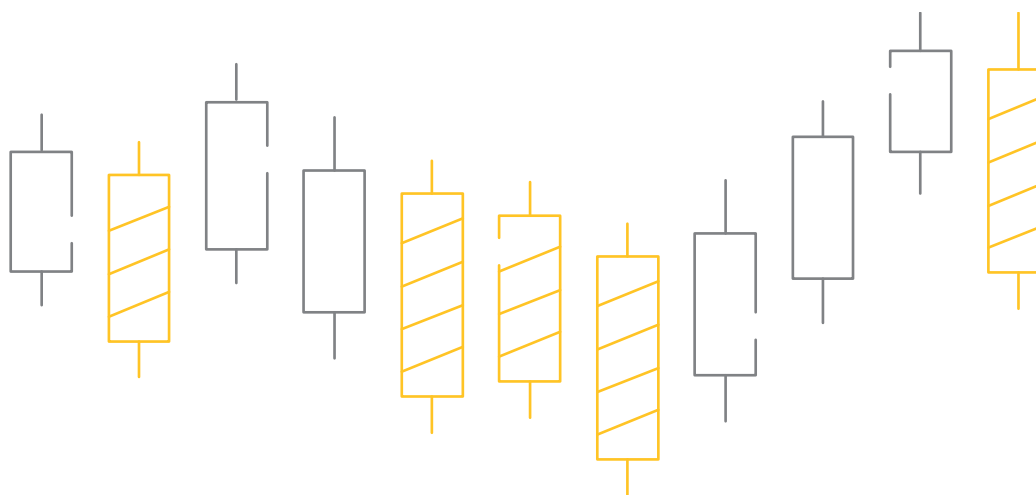
Makler Papierów Wartościowych



18 marca 2022 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	6
Akcje	8
Rynki rozwinięte (DM).....	8
Rynki wschodzące (EM).....	9
Polska	10
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne IG.....	12
Surowce	13
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	16
Ważne informacje	18

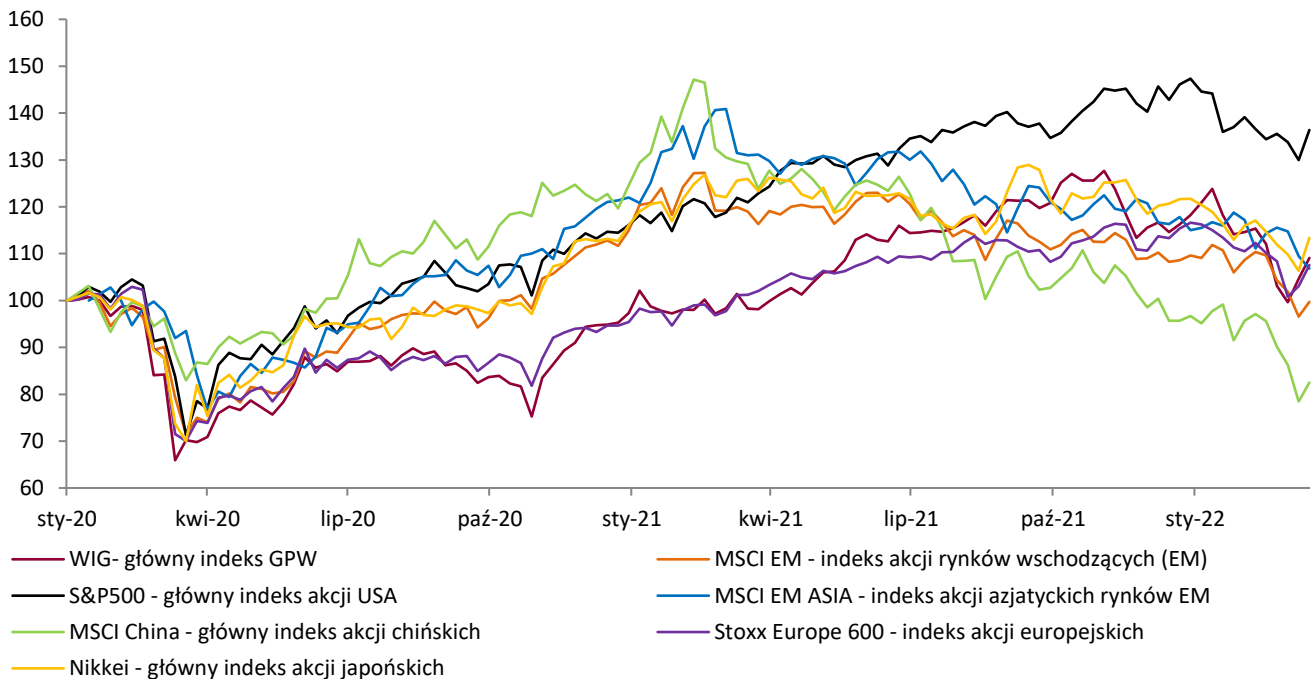


Wstęp

- Jeszcze zamykając poprzedni numer Nawigatora mieliśmy nadzieję, że nie dojdzie do żadnego konfliktu zbrojnego na Ukrainie. Niestety 24 lutego stało się inaczej i od tego dnia codziennie do nas docierają informacje o bombardowaniach, zabitych i rannych. Skalą zaangażowanych środków militarnych jest to największy konflikt w Europie od II wojny światowej i niestety tuż za naszymi granicami.
- W następstwie inwazji świat zachodni nałożył na Rosję pakiet sankcji ekonomicznych, z których najistotniejszą wydaje się zamrożenie aktywów rosyjskiego banku centralnego. W ostatnich latach zgromadził on olbrzymie, bo przekraczające równowartość 600 mld USD, aktywa rezerwowe. O mniejszym znaczeniu ekonomicznym a bardziej wizerunkowym, mającym dać sygnał każdemu obywatelowi Rosji, że jego kraj postępuje wbrew standardom akceptowanym w cywilizowanym świecie, jest wycofanie się szeregu korporacji z oferowania swoich produktów i działalności na rynku rosyjskim oraz zamrażanie aktywów rosyjskich oligarchów w zachodnich jurysdykcjach, jak również wykluczanie reprezentantów i przedstawicieli Rosji ze zdarzeń kulturalnych i sportowych na całym świecie.
- Oczywiście sankcje spotkały się z kolei z retorsjami, z których najważniejszą wydaje się być, wprowadzony dla rosyjskich spółek, zakaz wypłacania dywidend oraz odsetek od długu posiadanego przez inwestorów zagranicznych z tzw. „nieprzyjaznych” państw, czyli zdecydowanej większości. Wg Bloomberg’a na początku marca w posiadaniu zagranicznych inwestorów znajdowały się obligacje rosyjskich spółek o wartości nominalnej około 250 mld USD, z czego obligacje dolarowe to było 92 mld USD, a denominowane we wspólnej unijnej walucie 14,1 mld euro. Powyższe zarządzenie spotkało się gwałtowną wyprzedzą i spadkami cen obligacji rosyjskich spółek handlowanych na zachodnich platformach obrotu. W wielu przypadkach ceny obligacji z jeszcze całkiem niedawno wysoko ocenianym standingiem finansowym spadły do praktycznie zera, podobnie jak kwitów depozytowych na akcje. Od 28 lutego zamknięte są giełdy papierów wartościowych w Rosji. Przypadająca na 16 marca wypłata odsetek dolarowych od długu Rosji została jednak zrealizowana.
- Warto pamiętać, że światowego mocarstwa atomowego, jakim jest Rosja, nie można pokonać militarnie, jedynie próbować odeprzeć atak, a jednocześnie generować okoliczności (głównie ekonomiczne i wizerunkowe), które skłonią ten kraj do zakończenia prowadzonej agresji. Z ekonomicznych oczywiście najważniejszym orężem byłoby odcięcie głównego składnika dochodów budżetowych Rosji, jakim jest eksport surowców, w największym stopniu ropy i gazu. O ile sankcje na rosyjską ropę faktycznie zostały wprowadzone przez administrację Bidena w USA, to kraje europejskie nie są w stanie się do nich przyłączyć (UE z Rosji pozyskuje aż 40% gazu ziemnego), a łączne zyski z eksportu ropy i gazu do Unii stanowiły w 2021 roku 20 proc. budżetu Rosji. Zwłaszcza poziom uzależnienia się od rosyjskiego gazu na przestrzeni ostatnich lat Niemiec, czyli kraju grającego pierwsze skrzypce w Unii Europejskiej, jest absurdalny i stawia ten kraj wśród współodpowiedzialnych za umożliwienie obecnego biegu wydarzeń na Ukrainie.
- Na szybkie wyschnięcie strumienia przychodów budżetowych w Rosji z tytułu braku eksportu gazu nie można zatem liczyć, zresztą kraj ten jest znaczącym eksporterem także innych surowców – w największym zakresie palladu (45% globalnego rynku) i platyny (15%) – używanych między innymi w przemyśle samochodowym. Rosja na przestrzeni ostatnich lat stała się w dużej mierze samowystarczalna, jeśli chodzi o produkcję dóbr podstawowych, a produkty wyższego rzędu z Zachodu mogą być zastępowane produktami z Chin, które do tej pory oficjalnie nie potępiły agresji; przyjęły postawę wyczekującą na dalszy rozwój wydarzeń, zapewniając o przyjaźni rosyjsko – chińskiej.

- Przez 22 lata panowania Putina Rosja stała się państwem totalitarnym z być może bardziej zcentralizowaną władzą niż w okresie ZSRR po Stalinie, z całkowicie stłumionymi mediami. Puczu na najwyższych szczytach władzy raczej nie należy oczekiwać, podobnie jak zmasowanych protestów czy strajków, a UE ma związane ręce w zakresie rezygnacji przede wszystkim z rosyjskiego gazu, zatem najbardziej bazowym scenariuszem obecnie wydaje się niestety utrzymywanie działań militarnych, w tym dalszy choć być może z nieco mniejszym natężeniem napływ uchodźców do naszego kraju.
- Jak na to wszystko reagują rynki finansowe? Generalnie oczywiście: 1) wzrostem awersji do ryzyka (częściowo mitygowanym w drugiej dekadzie marca), skutkującym spadkami akcji (choć już akurat w przypadku polskich akcji – to raczej miła niespodzianka – na 17 marca polska giełda odrobiła całość strat od 24-ego lutego), 2) wzrostem premii kredytowych na rynku obligacji korporacyjnych oraz krajów EM, 3) zwiększonymi oczekiwaniami inflacyjnymi, a więc wyższymi rentownościami, a spadkami cen obligacji skarbowych, zwłaszcza kraju frontowego NATO, jakim jest Polska, 4) wzrostami cen surowców (choć po ogłoszeniu embarga przez USA na rosyjską ropę częściowo już skorygowanymi).
- Z kolei spadek awersji do ryzyka na rynkach finansowych w połowie marca to pokłosie informacji Financial Timesa odnośnie wyartykułowania żądań strony rosyjskiej, które strona ukraińska musiałaby spełnić jako warunek zawieszenia broni. Żądania te są mniej zaporowe dla ukraińskiego rządu niż dotychczas, negocjacje jednak trwają nadal, a rzeczywiste stanowiska obu stron nie są jasno komunikowane w przestrzeni publicznej (przesądzonym wydaje się rezygnacja ze starań o członkostwo Ukrainy w NATO).
- Na marginesie powyższych wydarzeń mieliśmy do czynienia z pierwszą od 2018 roku podwyżką stopy procentowej w USA przed Fed i kontynuacją podwyżek stóp procentowych w Polsce. Jedną z podstawowych implikacji gospodarczych inwazji Rosji na Ukrainę będzie wzrost cen nie tylko transportu, ale także żywności. Ukraina i Rosja odpowiadają za ponad 1/4 światowego handlu pszenicą i blisko 1/3 globalnego handlu jęczmieniem. Mają ponad 80-proc. udział w światowym eksporcie oleju i śrutu słonecznikowej. Zablokowane porty i brak obsiewów w odpowiednim okresie roku mogą mieć zatem bardzo dalekosiężne skutki w przypadku tych towarów rolnych.
- Jak zatem konstruować portfel inwestycyjny przy powyższych okolicznościach i scenariuszu bazowym kontynuowania działań militarnych na terenie Ukrainy i wyłącznie tam? W szczególności nie rezygnować zgodnie ze swoim profilem ryzyka z utrzymania ekspozycji na rynki akcji w zdywersyfikowany geograficznie i produktowo sposób. Zwiększone wydatki fiskalne, deficyty budżetowe czy analogie historyczne z okresu poprzednich „lokalnych” konfliktów zbrojnych wskazują na zasadność utrzymywania ekspozycji w akcje (nasze nastawienie na tym najważniejszym poziomie alokacji akcje vs. obligacje niezmiennie pozostaje neutralne). Rosja i Ukraina choć stanowią pokaźny rezerwuwar światowego rynku zbóż, to na poziomie wkładu w globalną gospodarkę nadal stanowią margines, w związku z czym wyceny większości najważniejszych rynków akcji/spółek stały się po ostatnich spadkach atrakcyjniejsze, zarówno względem bieżących (wskaźnik P/E), jak i konsensusowych oczekiwanych zysków (*P/E forward*).
- Z kolei kolejny raz gwałtowne przesunięcie się w górę całej krzywej dochodowości na polskim rynku papierów skarbowych spowodowało rentowności portfeli nawet najbardziej konserwatywnych funduszy inwestycyjnych do poziomu powyżej 5 proc. brutto, a stawka WIBOR6M, będąca bazą do oprocentowania większości obligacji zmienno-kuponowych, czyli części obligacji skarbowych oraz większości obligacji korporacyjnych na polskim rynku – 4,75%- dokładnie 4,5 pkt. proc. wyżej niż jeszcze w sierpniu ubiegłego roku.
- Oczywiście w części dłużnej nie należy także zapominać o dywersyfikacji geograficznej. W bardziej defensywnych strategiach wskazane jest posiłkowanie się rozwiązaniami absolute return z obszaru obligacji zagranicznych DM/IG, w bardziej agresywnych – długiem EM oraz zagranicznymi obligacjami HY (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

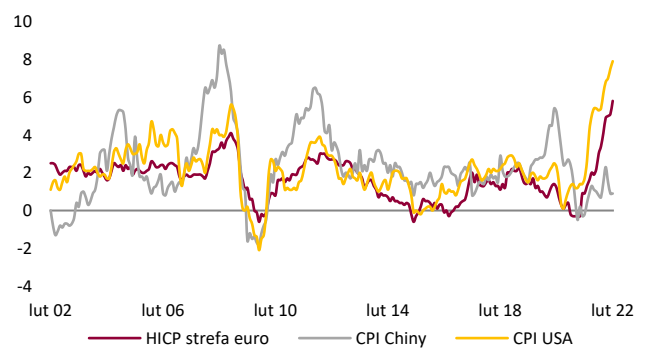
W USA początek roku to przede wszystkim względnie pozytywne informacje dotyczące rozwoju epidemii oraz nasilające się oczekiwania na szybkie i duże podwyżki stóp procentowych w odpowiedzi na narastającą presję inflacyjną. Poza tym styczeń i luty przyniosły pozytywne niespodzianki w danych z rynku pracy. Negatywny wpływ wojny w Ukrainie na gospodarkę amerykańską powinien być per saldo relatywnie niewielki, ponieważ powiązania handlowe z Rosją są nieznaczne, a do tego Stany Zjednoczone są eksporterem netto gazu, a importerem (aczkolwiek drugim największym po Chinach) ropy naftowej. Oczywiście bardziej kompletna ocena skutków szoku na tym etapie jest trudna, gdyż nie znamy jeszcze jego pełnego wymiaru. Zgodnie z oczekiwaniami na posiedzeniu 16 marca Rezerwa Federalna (amerykański bank centralny) rozpoczęła cykl podwyżek stóp procentowych oraz zakończyła skup aktywów (QE).

Koniunktura w strefie euro przed wybuchem wojny w Ukrainie była nieco lepsza od oczekiwań. Po pierwsze fala epidemii spowodowana przez Omikrona była mniej szkodliwa dla gospodarki niż tego oczekiwano, a po drugie widać pewne ożywienie w Niemczech, m.in. dzięki lekkiemu poluzowaniu napięć w łańcuchach dostaw, w tym w sektorze motoryzacyjnym. Agresja Rosji na Ukrainę wprowadza jednak sporo niepewności w obraz trwającego ożywienia. Unia Europejska, na czele z Niemcami, snuje ambitne plany uniezależnienia od rosyjskiego gazu, tymczasem krótkoterminowo jako importer netto węgłowodorów, gospodarka strefy euro będzie pod podwyższoną presją znacznych wzrostów cen gazu i ropy. Szeroko zakrojone sankcje nakładane na Rosję również stanowią o ryzyku hamowania ożywienia. Europejski Bank Centralny znajduje się w trudnej sytuacji wyboru pomiędzy walką z nasilającą się presją inflacyjną a obawami o wpływ ewentualnego zacieśniania polityki monetarnej na spowolnienie

gospodarcze. W scenariuszu bazowym EBC zakłada stopniową redukcję QE i zakończenie programu w III kw. 2022, a następnie rozpoczęcie powolnych i stopniowych podwyżek stóp procentowych. Eskalacja wojny w Ukrainie może te plany odsunąć w czasie.

Chiny z początkiem marca ogłosiły dość ambitny cel wzrostu gospodarczego na '22. Wg decydentów z Pekinu PKB w tym roku powinien osiągnąć dynamikę ok. 5,5%. Cel jest wyższy niż powszechne oczekiwania, zbliżone bardziej do 5% (konsensus Bloomberg'a 5,2%, prognoza MFW 4,9%). Wybuch wojny w Ukrainie dodatkowo utrudni realizację planów Pekinu, głównie kanałem droższych surowców energetycznych. Można się zatem spodziewać, że rząd chiński będzie uzupełniał lukę pomiędzy osiągnięciami gospodarki a swoimi założeniami poprzez stymulację inwestycji infrastrukturalnych oraz luzowanie polityki w obszarze finansowania inwestycji mieszkaniowych. W kwestii epidemii C-19 pojawiają się plany odejścia od polityki zerowej tolerancji, ale póki co są odległe w czasie (dopiero 2023 rok).

Inflacja konsumencka (% r/r)

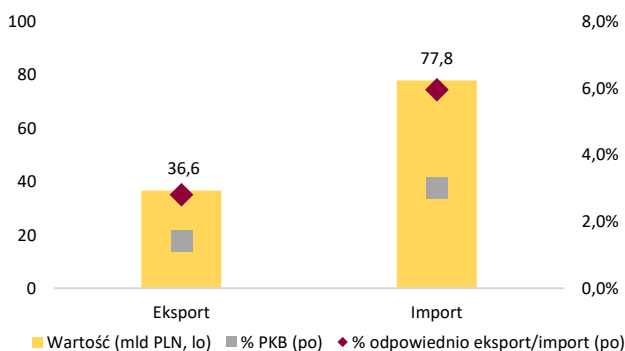


źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

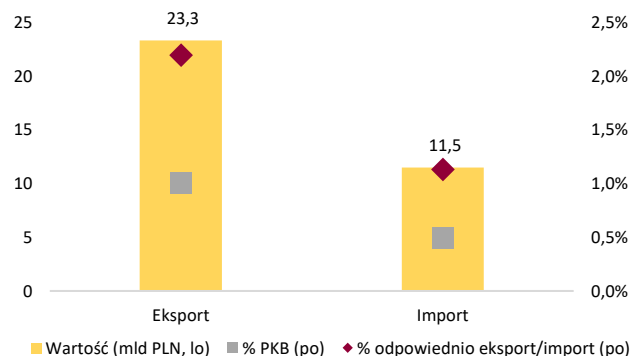
Początek bieżącego roku był bardzo mocny w wykonaniu krajowej gospodarki. Kluczowe dane styczniowe wyraźnie przebiły oczekiwania, redukując pewne negatywne sygnały widoczne w grudniu. Spodziewamy się (DAM), że w lutym koniunktura nadal dopisywała. Wiadomości z frontu epidemii, póki co, są zaskakująco pozytywne. Po pierwsze fala związana z Omikronem była znacznie słabsza od obaw, a po drugie cofa się w szybkim tempie. Jednocześnie krajowemu ożywieniu towarzyszy bardzo wysoka inflacja i znaczna poprawa na rynku pracy. W takim otoczeniu RPP pozostaje na kursie szybkiego zacieśniania polityki monetarnej i na marcowym posiedzeniu podniosła stopy o 75 pb., w tym referencyjną do 3,5%. Wg słów prezesa NBP wojna w Ukrainie stanowi o ryzyku konieczności mocniejszych podwyżek stóp. Oczekiwany jest ich dalszy wzrost, z górnym pułapem obecnie widzianym (przez prezesa NBP) powyżej 4,5%.

Szok związany z wojną w Ukrainie negatywnie oddziałuje na perspektywę krajowej gospodarki. Wzrosną koszty funkcjonowania firm i gospodarstw domowych (przede wszystkim ceny energii), pogorszy się wymiana handlowa ze wschodem, a także obniżą się nastroje biznesu i konsumentów. Do pozytywnych aspektów zaliczamy napływ imigrantów, co powinno być korzystne dla rozładowania napięć na rynku pracy. Wstępnie zdecydowaliśmy się (DAM) na obniżenie prognoz gospodarczych na najbliższe lata. W 2022 rewidujemy prognozę dynamiki PKB z 4,3% do 3,8%. Oczywiście ocena skutków wojny jest obarczona na obecnym etapie bardzo dużą niepewnością i będzie zależała nie tylko od jej dalszego przebiegu, ale również od kształtowania relacji na linii Rosja – Zachód. (js)

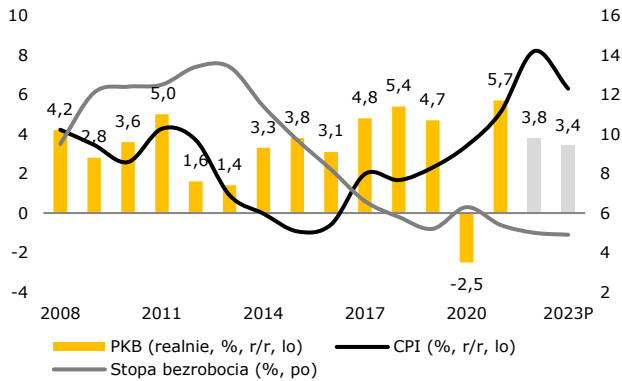
Polska – handel towarami z Rosją (2021)



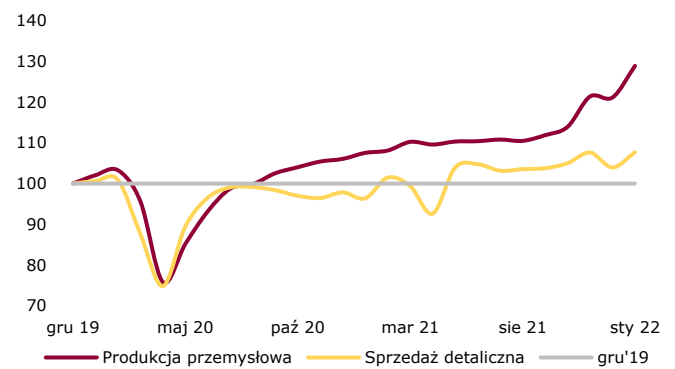
Polska – handel towarami z Ukrainą (2020)



Polska – PKB, inflacja CPI i stopa bezrobocia (prognozy własne Alior Banku)



Polska – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (gru'19=100, wyr. sez., ceny stałe)



Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

Bandycki napad wojsk rosyjskich na Ukrainę odbił się szerokim echem na globalnych rynkach kapitałowych, nawet tych pozostających terytorialnie w dużej odległości od źródła konfliktu. Główne indeksy rynków rozwiniętych w lutym odnotowały spadek. Dla akcji amerykańskich przez pryzmat indeksu S&P500 3,1%, dla akcji europejskich i indeksu Stoxx Europe 600 3,4%. Lepsze zachowanie wykazywały akcje japońskie, ze zniżką TOPIX jedynie o 0,5% oraz akcje brytyjskie, które zakończyły miesiąc blisko styczniowego zamknięcia. W ujęciu globalnym mniej podatne na spadek były spółki value (-1,8%) w porównaniu do *growth* (-3,6%). W odniesieniu do tej kategoryzacji ponawia się i potwierdza teza, że w otoczeniu wyższej inflacji i oczekiwań wzrostu przyszłych stóp procentowych lepiej radzą sobie spółki o możej i niższej dynamice wzrostu przychodów i zysków, ale za to mocnych bilansach z majątkiem zasilanym stabilnymi przepływami operacyjnymi oraz skłonności do szerszego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (oczekiwane dywidendy). I zanim w drugiej dekadzie marca przyszło odreagowanie, przecena na rynkach DM pogłębiła się.

W ostatnich tygodniach, kiedy to konflikt zbrojny cały czas się utrzymuje, a rynki dyskontują ograniczenia podaży surowców energetycznych i przemysłowych ze strony wschodniej, mocno rosną ceny ropy i produktów

ropopochodnych oraz metali przemysłowych. Nietrudno sobie wyobrazić, że wzrost surowców bazowych będących podstawą produkcji przemysłowej i usług transportowych będzie nasilał krótkoterminowe oczekiwania dalszego wzrostu inflacji oraz presji na podwyżki stóp procentowych. To oczywiście byłby argument za większą ekspozycją na spółki *value*, zarówno cykliczne (szeroki sektor wytwórczy i finansowy), jak i te mniej wrażliwe na koniunkturę rynkową (np. dobra podstawowe, farmacja, spółki użyteczności publicznej). Ale też w obecnej sytuacji znacznego wzrostu ryzyka geopolitycznego raczej błędne byłoby pozbawianie się spółek *growth*, które niejednokrotnie, a na ostatnich *lockdown*-ach pandemicznych nawet dobitnie, udowodniły swoją wartość. Większość spółek sektora IT, telekomunikacyjnego, usług internetowych lub powiązanych ze społeczną siecią, przeszła ten okres niemal suchą stopą. Duża część tych podmiotów oferuje produkty lub usługi przypisane do tzw. dóbr wyższego rzędu, ale jednak będących w powszechnym użyciu (telefony, usługi komunikacyjne, płatne dostępy do pewnych usług, rozrywka domowa, itd.), i wykazujących mniej wrażliwe marże na globalną koniunkturę oraz trudniejsze w identyfikacji ryzyka.

W odniesieniu do akcji amerykańskich utrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne. O ile jednak wcześniej determinowane to było wysokimi wycenami, rosnącą inflacją oraz ryzykiem wzrostu stóp procentowych, o tyle teraz to działania zbrojne uzasadniają to stanowisko. Jednocześnie nie decydujemy się na dalsze obniżenie nastawienia, ponieważ wysokie wyceny spółek po wskaźnikach P/E istotnie się schłodziły - spadki cen akcji oraz wzrosty zysków obniżyły wyceny P/E dla indeksu S&P500 z 26x pod koniec grudnia do 22x obecnie (wg. notowań z 4 marca). Uważamy, że rosnące napięcia inflacyjne (wzrosty cen ropy i żywności) przy kurczących się ostatnio rentownościach obligacji skarbowych będących ucieczką do bezpiecznych aktywów, mogą odwrócić przepływy pieniężne do rynku akcji, który przy owych niższych wycenach oferuje wyższą premię za ryzyko rynkowe niż miało to miejsce jeszcze 2-3 miesiące wcześniej. A w sytuacji pogłębienia ujemnych realnych stóp procentowych (kombinacja wyższej oczekiwanej inflacji i niższych rentowności) jest to zachęta do utrzymywania alokacji w rynku akcji, zwłaszcza jeżeli pojawią się szacunki wyciszenia działań zbrojnych.

Ze względu na bliskość powiązań gospodarki europejskiej z rosyjską indeksy europejskie mocniej doświadczyły spadków niż w USA (ale też mocniejsze odbicie w połowie marca). Wskaźnik P/E dla indeksu Stoxx Europe 600 jest na poziomie 14,6x, podczas gdy jeszcze pod koniec grudnia to było ponad 20x. Względem wskaźnika P/E forward wiele regionalnych indeksów europejskich jest notowanych przy bardzo już niskich poziomach 11-12x, ale też bliskość konfliktu zbrojnego wraz z dużym uzależnieniem gospodarki zachodnioeuropejskiej od surowców importowanych z Rosji powstrzymuje przed przypisaniem większej preferencji dla akcji europejskich. Podsumowując zarówno dla rynków akcji rozwiniętych (DM), akcji europejskich, jak i amerykańskich utrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

W lutym przecena szerokiego indeksu MSCI EM (-3,1%) była porównywalna z przeceną na rynkach rozwiniętych (MSCI World -2,7%). Regionalnie jednak za sprawą Rosji fatalnie wyglądał region MSCI EM Europe (-43%), w którym większościowy udział miały właśnie rosyjskie

spółki. Pozostałe regiony EM zachowywały się dość dobrze, MSCI EM Asia stracił zaledwie 2,4%, a rynki Ameryki Łacińskiej, wyrażone indeksem MSCI EM Latin America zyskały 4,7%.

Aktualne P/E dla rynków wschodzących oscyluje w granicach 12 i pozostaje wyraźnie niższe niż na rynkach rozwiniętych, gdzie znajduje się na poziomie ok. 18. Same akcje rosyjskie w indeksach akcji EM stanowiły mniej niż 3 proc. i zostały już usunięte. Najważniejszy na rynkach EM parkiet chiński po dwu miesiącach relatywnie lepszego zachowania, w pierwszej połowie marca ponownie zanurkował.

W trzecim tygodniu marca na chińskim rynku nastąpiła dynamiczna wyprzedaż akcji, zwłaszcza określanych jako technologiczne, po czym odnotowano gwałtowne odbicie. Główną przyczyną tak gwałtownej wyprzedaży, już i tak bardzo mocno przecenionych spółek zdają się być to, że amerykański SEC (odpowiednik polskiego KNF) nakazał 5 chińskim spółkom notowanym na amerykańskich giełdach o przekazanie informacji z audytu organom regulacyjnym – wzbudziło to u inwestorów obawy o delisting. Wśród spółek znalazł się operator sieci fast food Yum China Holdings, który prowadzi KFC i Taco Bell w Chinach, a także biotechnologiczna firma specjalizująca się w opracowywaniu leków w leczeniu raka BeiGene. Obawy wpłynęły również na kluczowe chińskie korporacje takie jak Tencent i Alibaba. Ponownie odgrzany wątek ryzyka delistingu chińskich spółek podwyższył ogólną niepewność związaną z najazdem na Ukrainę i rolę Chin w tym konflikcie. Przedstawiciele USA ostrzegali stronę chińską, że jeżeli zaangażują się w pomoc militarną lub ekonomiczną to również zostaną objęci sankcjami. Obecnie chińskie spółki technologiczne są bardzo mocno przecenione (Alibaba od szczytu potaniała o ok. 80%), a fundamentalnie ciężko znaleźć powody do aż tak znaczącej przeceny. Być może wspomniana przecena jest już ostatnią falą w trendzie spadkowym. Chiński rząd tuż po tej gwałtownej dwudniowej wyprzedaży wydał komunikat o podjęciu kroków w celu wsparcia rynków i gospodarki, a także i przede wszystkim o dążeniu do osiągnięcia porozumienia ze Stanami Zjednoczonymi ws. wymogów regulacyjnych dla notowanych tam firm. Po tym chińskie spółki odbiły jeszcze szybciej niż spadły. Dla przykładu od dołka notowania Alibaby wzrosły o ok. 40%.

Podejście Chin do rosyjskiej inwazji nie jest jednoznaczne. Rosja dla Chin nie jest kluczowym partnerem w handlu, jednak jednostkowo dla Rosji to Chiny są najważniejsze zarówno dla eksportu (16%) jak i importu (20%). Jednak regionalnie skala zarówno eksportu jak i importu z Azją i Europą jest na podobnym poziomie.

Ostatnie rewizje prognoz na rynkach wschodzących wskazują na największy wzrost oczekiwań względem spółek z Ameryki Południowej. Przecenione spółki z regionu Europy Środkowo-Wschodniej też mają spory potencjał do odbicia, zwłaszcza gdy konflikt będzie już na schyłkowym etapie. Obecnie P/E dla Ameryki Łacińskiej, Polski i Turcji znajduje się w okolicach swoich 10-letnich minimów. Chiński rynek jeszcze głębiej się przecenił, indeks MSCI China dochodzi już do minimów z covidowego dołka, po którym indeks na przestrzeni kilku miesięcy zyskał niemal dwukrotnie.

Podsumowując, ze względu m.in. na niższe wyceny spółek podtrzymujemy neutralne nastawienie do akcji spółek z rynków EM – czyli nieco wyższe nastawienie aniżeli DM, i utrzymujemy preferencję azjatyckich rynków wschodzących (Asia EM). (ad)

Polska

Dynamika wydarzeń z ostatnich dni burzy porządek świata zarówno polityczny, jak i gospodarczy oraz szczególnie dotyka Ukrainę oraz jej społeczeństwo. Początki rosyjskiej agresji na Ukrainę odbiły się szerokim echem na warszawskim parkiecie. W lutym najszerzy indeks giełdowy WIG przecenił się o 9,3%, natomiast WIG20, skupiający największe podmioty – zniżył o 9,5%. Z głównych indeksów giełdowych najmocniej tracił jednak mWIG40 (skupiający średnie spółki), który spadł o 10,1%, natomiast indeks sWIG80 najlepiej chronił swoją kapitalizację, zniżkując jedynie o 6,3%. Ze względu na geograficzną bliskość trwającej wojny, warszawski parkiet zachowywał się zdecydowanie słabiej na tle globalnych rynków akcji, reprezentowanych przez indeks MSCI All Countries, który zniżył o jedynie -2,7%. Niemniej już 17 marca WIG odrobił całość strat.

Wracając jeszcze do podsumowań za luty, subindeks WIG-Banki był jednym z tych, który najmocniej tracił (spadek o 13,7%), przy jednoczesnym lekkim wzroście oczekiwań na przyszłe 12-miesięczne wyniki (+1,8%). Na drugim

biegunie znalazł się indeks WIG-Górnictwo, który zyskał 19%. W tym przypadku rynek podniósł oczekiwania na przyszłe 12-miesięczne zyski o 10,6%, co wynikało ze strony rosnących cen surowców na rynkach globalnych, reagujących na zapowiedzi sankcji uderzających w rosyjską gospodarkę, w tym w eksport surowców energetycznych. W przypadku pozostałych sektorów GPW inwestorzy nie dokonali istotnych rewizji oczekiwanych przyszłych wyników, co może być związane z wysoką dynamiką wydarzeń ostatnich dni lutego oraz krótkim czasem na reakcję po stronie fundamentalnych prognoz. Bardziej dokładne uchwycenie przez rynek efektu sankcji wprowadzanych z wielu kierunków przeciwko Rosji będzie mogło zostać zrobione dopiero najbliższych tygodniach. Warto jednak zwrócić uwagę, że pozostałe krajowe kluczowe sektory energetyczny oraz paliwowy nie ucierpiały w lutym i obok górnictwa były jedynymi, które odnotowały wzrosty kursu.

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 przekaże 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.

Ze statystycznego punktu widzenia relacja kursu giełdowego do oczekiwanych wyników (czyli oczekiwane P/E) oraz obserwacja tego wskaźnika w dłuższym horyzoncie czasowym – wskazują, że atrakcyjnie wyceniane są główne indeksy GPW: WIG, WIG20, mWIG40, sWIG80 (wszystkie P/E w okolicy 10) oraz subindeksy sektorowe: banki (9,5), energia (7,1), górnictwo (6,3), nieruchomości (7,9) i paliwa (6,4). Z kolei nadal drogo przez pryzmat oczekiwanego P/E wyceniany jest sektor IT (15), a sektor gier (18,6) jest trudny do jednoznacznej oceny przez pryzmat tego wskaźnika, gdyż w obrębie swojej historii staje się powoli tani, natomiast jest drogi w porównaniu do innych sektorów GPW.

W dalszym ciągu pozostajemy przy neutralnym nastawieniu do polskiego rynku akcji jako całości, utrzymując preferencję akcji sektora bankowego. W

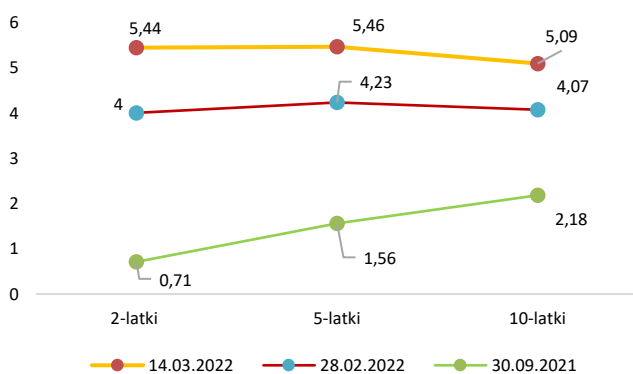
marcu Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe mocniej niż zakładał konsensus rynkowy z poziomu 2,75% do 3,50%. Trwający cykl wzrostu stóp procentowych NBP powinien więc nadal wspierać spółki finansowe, które w 10-letnim oknie czasowym wyceniane

są coraz bardziej atrakcyjnie przez pryzmat wskaźnik P/E *forward* (opartego o konsensus prognoz wyników finansowych za najbliższy rok). (tk)

Obligacje

Impuls inflacyjny wynikający ze wzrostu cen benzyny na stacjach do powyżej 7 zł i diesla do prawie 8 zł, kalkulacja przez inwestorów wyższej premii za ryzyko, w końcu publikacja nowej projekcji inflacji NBP przy okazji ubiegłotygodniowych obrad RPP i decyzji o podwyżce głównej stopy procentowej NBP z 2,75% do 3,5%, oraz „jastrzębi” komentarz prezesa Glapińskiego, iż docelowy poziom stopy to będzie na pewno powyżej 4,5% wpłynęły łącznie na gwałtowne przesunięcie się w górę całej krzywej dochodowości oraz dodatkowo inwersję, tj. wyższe rentowności na krótkim końcu krzywej (2-letnia obligacja PS0424 notowana była przy 5,44%) i średnim końcu (5-letnia PS0527 przy 5,46%) vs. 10-letnia (DS0432 5,09%).

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



źródło: Bloomberg

W rezultacie po dość „płaskim” lutym, w pierwszych 2 tygodniach marca benchmark Bloomberg dla polskich obligacji skarbowych (stało i zmienno-kuponowych) o okresie zapadalności powyżej 1 roku stracił na wartości powyżej 4% i był to największy spadek tego wskaźnika w tak krótkim okresie w historii tego indeksu. Oczywiście skalę jego spadków w mniejszym stopniu odzwierciedliły

fundusze operujące na „krótkim” końcu krzywej rentowności i wśród obligacji zmienno-kuponowych (oszczędnościowe, konserwatywne, obligacji krótkoterminowych itp.), a większym stopniu fundusze skarbowe uniwersalne. Jest to po części efekt także niekorzystnego sprzężenia zwrotnego polegającego na tym, że fundusze postrzegane przez nabywców jako „bezpieczne” tracą, w rezultacie klienci decydują się umarzać jednostki, a zarządzający wystawiając obligacje na sprzedaż, spychają ceny itp. Sprzężenie to jednak z czasem powinno ustępować, zwłaszcza jeśli trafi się jakaś dłuższa korekta rentowności, a taka właśnie przyszła w połowie marca – rentowności spadły o 30-40 pb. na polskiej krzywej, co powinno dać się pozytywnie odczuć w wycenach funduszy.

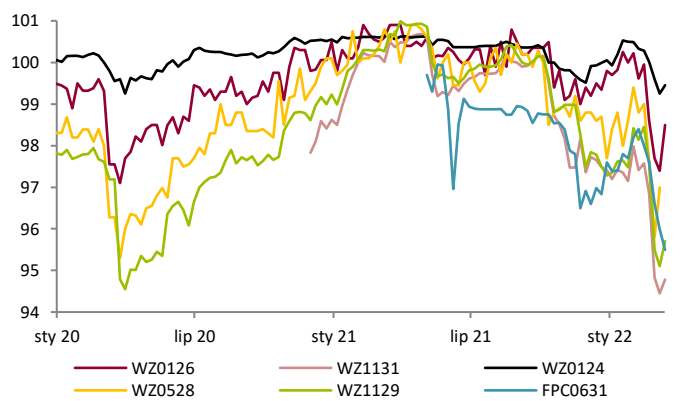
Ponadto o ile Instytut Ekonomiczny NBP w dotychczasowych projekcjach z reguły niedoszacowywał inflację, o tyle w tej ostatniej bazował na założeniach, które te prognozy zawyżają (10,8% CPI w 2022 r. i 9,0% w 2023 r.), mianowicie nie założono przedłużenia tarczy inflacyjnej poza lipiec, co obecnie wydaje się dość pewne, projekcja sporządzana była przy WIBOR-ach poniżej 3 proc. (a obecnie 3M i 6M wynoszą odpowiednio 4,37 i 4,75%, więc już mechanizm oddziaływania polityki pieniężnej na ograniczenie popytu jest większy) oraz przy wyższych kursach walut w stosunku do PLN (po konferencji prezesa Glapińskiego złoty umocnił się po ok. 30 gr do głównych walut). Także ceny ropy skorygowały większość wzrostów od początku inwazji.

Wszystko powyższe powoduje, że faktyczne realne stopy procentowe w ciągu najbliższego roku (dochód z obligacji minus inflacja) mogą być wyższe (a precyzyjniej - mniej ujemne) niż przeszacował rynek. Ponadto na skutek funkcjonowania w systemie bankowym jeszcze obniżonej stopy rezerw obowiązkowych do końca marca, oferta

depozytowa czy kont oszczędnościowych banków jest dużo mniej atrakcyjna aniżeli bieżące rentowności portfeli opartych na polskich obligacjach skarbowych czy korporacyjnych najbardziej wiarygodnych emitentów (banki, energetyka, spółki Skarbu Państwa, itp.)

Będąca bazą do oprocentowania obligacji zmienno-kuponowych stopa WIBOR6M 17 marca wyniosła już 4,75 proc. (przy jeszcze jedynie 0,24 proc. w sierpniu ub.r.) i z takim właśnie kuponem, plus specyficzna dla danego emitenta i serii premia wchodzi tego typu obligacje w nowe okresy odsetkowe. Po ostatniej wyprzedży wiele obligacji notowanych jest dodatkowo z dyskontem względem cen nominalnej (wykupu), co zwiększa dochód dla posiadaczy.

Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmienno-kuponowych skarbowych



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

Od marca zmieniliśmy nastawienie do polskiego długu krótkoterminowego i zmienno-kuponowego z umiarkowanie negatywnego do neutralnego a obniżyliśmy z neutralnego do umiarkowanie negatywnego dla polskiego długu skarbowego stałokuponowego długoterminowego. 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, i całkowite usunięcie ich z portfela było naszym zdaniem nieuzasadnione. Są w stanie w większym stopniu korzystać na wyższych rentownościach w regionie (nie tylko w Polsce). (zo)

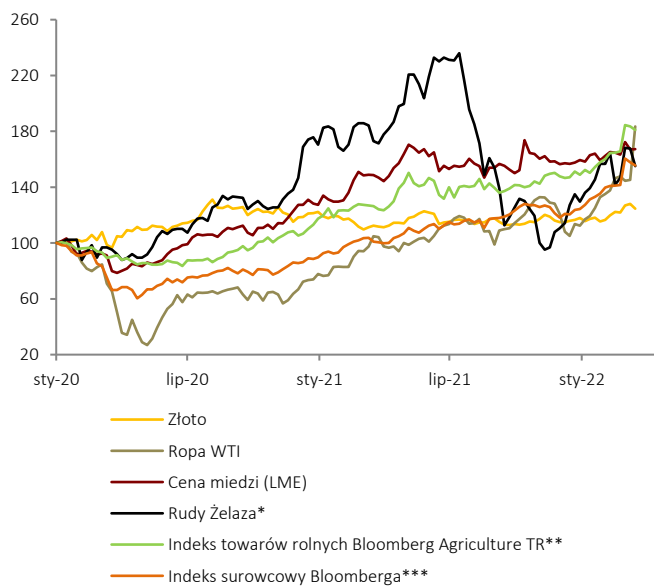
Zagraniczne korporacyjne IG

Luty, podobnie jak styczeń 2022 r., przynosi solidne przeceny również w segmencie obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (IG). Całkowicie natomiast różnią się czynniki wpływające na wyceny tej klasy aktywów. Stopy zwrotu za luty wyniosły odpowiednio -2% dla regionu amerykańskiego (Bloomberg US Corporate IG), -2,5% rynek Europejski (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) oraz -1,6% dla tej klasy aktywów w Azji (Bloomberg Asia USD IG Bond). Na taki wynik oczywisty i największy wpływ miała agresja zbrojna w Ukrainie. Spready kredytowe we wszystkich regionach rozszerzyły się do poziomów przekraczających prognozy na koniec roku. Najgorzej w całej stawce wypadł region europejski, gdzie spready powiększyły się z poziomów 113 pb. w styczniu do 165 pb na koniec lutego (dla porównania spready w marcu 2020 r. poszybowwały do 300 pb.). Rynek w USA, podobnie jak azjatycki zanotowały podobne wzrosty odpowiednio z poziomów 94 pb. i 119 bp. do 124 pb. i 138 bp. Pełne konsekwencje konfliktu ukraińsko-rosyjskiego dla rynku obligacji IG pozostają wysoce niepewne, zwłaszcza że dotyczą potencjalnych dodatkowych zakłóceń w łańcuchach dostaw i produkcji przemysłowej. Na razie sytuacja finansowa emitentów na poziomie zagregowanym pozostaje stabilna. Duża niepewność dotyczy również działań banków centralnych, które muszą wziąć pod uwagę nie tylko wzrost gospodarczy i sytuację inflacyjną, ale także działania geopolityczne i kończące się programy popandemiczne. Na obecnym etapie zacieśnianie polityki pieniężnej i redukcja bilansów poprzez sprzedaż aktywów może być dla rynku zagranicznych obligacji korporacyjnych IG problematyczna, dlatego ważne jest, aby w obszarze zagranicznych rynków dłużnych poszukiwać się ewentualnie rozwiązaniami niekierunkowymi, a o strategiach absolute return. (dm)

Surowce

Po kolejnym miesiącu wzrostów w lutym, hossy na rynkach surowcowych w marcu, w miarę rozwoju działań wojennych na Ukrainie jeszcze przyspieszyła. Nie od wczoraj piszemy o tym, że niedoinwestowana branża surowcowa nie jest w stanie wytworzyć takiej ilości surowców, jakiej potrzebuje gospodarka do zielonej transformacji, a tu na raz wojna z kluczowym globalnym eksporterem prawie wszystkich podstawowych surowców...

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



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

Oczywiście ceny nie są niskie, Bloomberg Commodity Index po tym jak w lutym wzrósł o 6,2% i do połowy marca dołożył 9,7%, znalazł się na poziomach najwyższych od

2014 roku. Jednak pytanie brzmi, czy w obliczu wojny najwyższa od 16 lat średnia cena surowców, wyrażonych w coraz bardziej rozwodnionych dolarach, nie może być wyższa? Jedno jest pewne, jeśli jest się inwestorem, w którego portfelu akcje stanowią znaczny udział, posiadanie surowców lub spółek surowcowych jest na pewno rozsądnym rozwiązaniem.

Surowce energetyczne

W lutym ropa Brent zdrożała o 10,7%, a ropa WTI o 8,6%, przebijając poziom 100 USD za baryłkę. Jednak marzec zafundował inwestorom prawdziwy roller coaster, windując cenę w okolice 140 dolarów. Natomiast w momencie pisania tekstu cena powróciła w okolice 104 USD. Wszystko to wydarzyło się w przeciągu 2 tygodni. Zmiany w sytuacji geopolitycznej spowodowały także istotne przeszacowania w prognozach największych banków inwestycyjnych. Analitycy Bank Of America, którzy zaszokowali świat w połowie zeszłego roku prognozą na poziomie 100 USD za baryłkę, obecnie zakładają, że w sytuacji embarga na ropę z Rosji i braku porozumienia z Iranem i Wenezuelą, cena może dojść do 200 dolarów. Nieco bardziej zachowawczy jest JP Morgan, który zakłada, że ropa w takich okolicznościach kosztowałaby 185 dolarów za baryłkę, ale to nadal jest kilkanaście złotych za litr benzyny..., a to nie pozostanie bez wpływu na popyt. Decyzja kartelu OPEC +, który na posiedzeniu w zeszłym tygodniu, ponownie podniósł limit produkcji ropy o 400 tysięcy baryłek dziennie, zdecydowanie nie była w stanie wpłynąć na spadek cen. Większe wrażenie na inwestorach zrobiła informacja z 9 marca o tym, że Zjednoczone Emiraty Arabskie i Irak są w stanie indywidualnie podjąć decyzje o zwiększeniu produkcji oraz informacja o tym, że kraje należące do Międzynarodowej Agencji Energetycznej postanowiły uwolnić z rezerw 61,71 mln

baryłek ropy. Nie jest to zatrważająca ilość, biorąc pod uwagę dzienną światową konsumpcję na poziomie około 100 mln baryłek.

Złoto

W naturalny sposób w obecnej sytuacji uwaga inwestorów nakierowana jest na kruszce. Wojna i ewentualny stagflacyjny scenariusz dla globalnej gospodarki, który wielu zaczęło na poważnie rozważać, w oczywisty sposób wspierają ceny metali szlachetnych. W lutym złoto drożało o 6,2% a w marcu (artykuł zaktualizowany 11.03) o kolejne 3,5% a srebro 5,5%. Kruszce to doskonały sposób na zdywersyfikowanie portfela i ograniczenie ryzyka portfela akcyjnego. Pytanie czy warto je trzymać w portfelu w kolejnych miesiącach? Czy pomogą w uzyskaniu pozytywnej stopy zwrotu? Czy złoto może kosztować 2500 dolarów za uncję? Ta sześciomiesięczna prognoza Goldman Sachs wydaje się być może bycza, w końcu od wielu miesięcy ten bank ma bardzo optymistyczne view na surowce. Jednak rzeczywistość potrafi zaskoczyć. W poprzednich wydaniach Nawigatora, pisanych w sytuacji, kiedy nie było wojny, rozważaliśmy jaki jest wpływ kursu dolara i rentowności amerykańskich 10-latek na cenę złota, ale powiedzmy sobie szczerze, bandyta kopnął w stolik i niektóre zasady przestały obowiązywać. Obecnie niezwykle trudno przewidzieć jaka będzie cena szlachetnego kruszcu. Z jednej strony strach przed wojną powodujący naturalnie silny popyt na metal, z drugiej mocny dolar i FED niechętny drogiemu złotu... Inwestorzy spekulacyjni, których interesuje krótki termin inwestycji, powinni pamiętać o ryzyku wynikającym z ewentualnej normalizacji stosunków rosyjsko-ukraińskich oraz mieć na uwadze możliwie zaskakujące działania Rezerwy Federalnej, która podnosząc stopy procentowe mocniej, niż oczekuje rynek, mogłaby wyrzucić sporą presję spadkową na ceny.

Metale przemysłowe

Konflikt za naszą wschodnią granicą musiał wyrzucić silne piętno na sektorze metali przemysłowych. Rosja to istotny eksporter długiej listy surowców z tej grupy. Udział tego kraju w globalnym eksporcie wacha się od kilku procent, jak w przypadku miedzi, aluminium czy niklu, do nawet kilkudziesięciu, jeśli chodzi o pallad (wg. szacunków JP Morgan to nawet 46%).

Naturalną konsekwencją są więc wzrosty cen. Bloomberg Base Metals Index w lutym zyskał 6,3% i kontynuował dynamiczne wzrosty w pierwszych dniach marca, kulminując je w „dzień kobiet”. Kolejne dni przyniosły zniżki na większości metali, jednak rynek nadal pozostaje bardzo napięty. Towary w przeciwieństwie do akcji, nie antycypują przyszłości. Dla ich ceny ważny jest dzisiejszy popyt i podaż. Towaru do fizycznej dostawy nie da się pożyczyć na rynku, jeśli go nie ma. W takiej sytuacji może osiągać chwilowo bardzo wysokie ceny, jeśli tylko znajdzie się ktoś kto go pilnie potrzebuje.

Cena miedzi, która w lutym zwykowała o 2,8% a przez pierwsze jedenaście dni marca dołożyła jeszcze 4,4%. Jednak również i tutaj mieliśmy do czynienia z rekordami cenowymi, kiedy to w trakcie sesji 7 marca cena wyrównała historyczne szczyty na poziomie ponad 10700 USD za tonę. Co prawda zapasy miedzi rosną od grudnia na wszystkich głównych giełdach (na COMEX to obecnie 74 tysiące ton, SHFE 40 tysięcy ton a na LME 90 tysięcy), jednak nadal pozostają w okolicach kilkunastoletnich minimów. Podobnie jak w przypadku innych metali, poza ryzykami dla podaży, warto również zastanowić się nad skutkami zapowiadanych istotnie większych nakładów na zbrojenia, które jak do tej pory nie były brane pod uwagę.

Ruda żelaza luty zakończyła ceną 8,3% wyższą niż styczeń. Ruch wzrostowy kontynuowała także w marcu, osiągając na dzień 11.03 wynik na poziomie +7,7%. Również w tym przypadku prognozowanie ceny w najbliższej przyszłości jest utrudnione. Rosja i Ukraina są bardzo ważnymi dostawcami rudy do Europy. W ubiegłym roku Ukraina wysłała za granicę 44,46 mln ton rudy żelaza, której duża część trafiła do Europy Wschodniej (Polska to trzeci największy odbiorca ukraińskiej rudy). Dostawy ze Wschodu bardzo trudno byłoby zastąpić, także ze względów logistycznych. Dodatkowo w 2021 roku import samej stali do Polski z Rosji wyniósł 1,36 mln ton, a z Ukrainy 1,37 mln ton. W skali globalnej dodatkową zmienną jaką należy brać pod uwagę, jest zachowanie Chin. Kraj ten w drugiej połowie zeszłego roku, celowo, z przyczyn ekologicznych ograniczył produkcję wielu metali, w tym stali. Warto pamiętać, że „Państwo Środka” odpowiada za ponad połowę globalnej produkcji stali, a nie znamy odpowiedzi na pytanie, czy w nowej sytuacji dotychczasowa linia działań będzie kontynuowana...

Towary rolne

Rosja była w 2020 r. największym na świecie eksporterem pszenicy. Jej udział w globalnym eksporcie tego zboża wynosił 17,7 %. Ukraina znajdowała się wówczas na piątym miejscu, z udziałem w rynku wynoszącym 8%. Jeśli chodzi o kukurydzę w tym samym roku Ukraina odpowiadała za 13,4% eksportu surowca a Rosja za 1,1%. Kraje są również znaczącymi eksporterami jęczmienia (odpowiednio 12,1% Rosja i 11,8% Ukraina). Jeśli po obu stronach frontu mamy kraje odpowiadające za około 1/4 globalnego eksportu tych zbóż to ceny nie mogły stać w miejscu. W lutym pszenica drożała o 21,9%, kukurydza o 10,6% a soja o 9,5%. Co więcej wszystkie te surowce kontynuowały dynamiczny wzrost w pierwszych dniach marca. Ceny pszenicy przekroczyły w pewnym momencie 1350 dolarów za tonę, pobijając historyczne maksima. Warto także pamiętać, że Rosja to ważny globalny eksporter nawozów. Do 1 kwietnia obowiązuje nałożony

przez nią zakaz eksportu saletry amonowej (pytanie czy w obecnej sytuacji zostanie przedłużony). Kluczowymi odbiorcami tego surowca są Europa i Brazylia. Równocześnie do czerwca tego roku, obowiązuje chiński zakaz eksportu nawozów fosforowych. Przedłużający się okres wysokich cen i zaburzenia w dostawach, mogą odbić się także echem w innym miejscu. Mianowicie Rosja oraz Ukraina jest jednym z kluczowych dostawców ziarna dla krajów Północnej Afryki i Bliskiego Wschodu. Faktyczna blokada ukraińskich czarnomorskich portów, która nastąpiła po 24 lutego, może mieć potencjalnie dramatyczne konsekwencje dla stabilności niektórych krajów tego regionu. Według danych afrykańskiej wywiadowni gospodarczej Concerto import z Rosji i Ukrainy stanowi 30% całego afrykańskiego spożycia pszenicy. Przykładowo w przypadku samego Egiptu sięga nawet 80%. Po raz kolejny warto w tym miejscu przypomnieć jak podatnym tłem do „Arabskiej Wiosny” był ostatni okres wysokich cen żywności. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	-2,7%	-4,8%	-5,3%	6,2%	38,6%	57,0%
MSCI World	USD	-2,7%	-4,9%	-5,0%	9,2%	42,8%	62,0%
MSCI Emerging Markets	USD	-3,1%	-4,2%	-8,0%	-12,5%	11,5%	25,1%
MSCI EM Asia	USD	-2,4%	-5,8%	-8,1%	-16,4%	18,5%	36,5%
MSCI EM Latin America	USD	4,7%	17,3%	-3,9%	8,1%	-15,2%	-8,0%
MSCI EM Europe	USD	-42,8%	-45,5%	-48,8%	-39,5%	-40,5%	-32,2%
MSCI Poland	PLN	-10,0%	-6,0%	-13,0%	6,4%	-19,7%	-15,0%
MSCI Frontier Markets	USD	-4,4%	-8,0%	-6,9%	6,9%	12,6%	15,7%
S&P500 - USA	USD	-3,1%	-4,8%	-3,0%	14,8%	57,1%	85,1%
Russell 2000	USD	1,0%	-8,8%	-10,1%	-6,9%	30,0%	47,7%
MSCI Europe	EUR	-3,1%	-1,4%	-2,8%	12,9%	20,4%	21,0%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-3,4%	-2,4%	-4,1%	11,9%	21,5%	22,4%
DAX - Niemcy	EUR	-6,5%	-5,2%	-8,8%	4,9%	25,6%	22,2%
CAC40 - Francja	EUR	-4,9%	-1,2%	-0,3%	16,8%	27,1%	37,1%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-1,6%	0,9%	-5,0%	3,1%	-8,6%	-11,3%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-5,2%	-1,7%	-2,3%	11,2%	23,0%	34,4%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-0,1%	5,9%	4,3%	15,0%	5,4%	2,7%
FTSE Nordic 30	SEK	-2,5%	-3,5%	-5,5%	16,0%	41,4%	56,6%
Nikkei - Japonia	JPY	-1,8%	-7,7%	-4,0%	-8,4%	24,0%	38,7%
TOPIX - Japonia	JPY	-0,5%	-4,9%	-2,2%	1,2%	17,4%	22,9%
MSCI China	HKD	-3,7%	-11,0%	-13,9%	-31,7%	-3,9%	21,4%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-4,6%	-5,7%	-10,6%	-21,6%	-20,7%	-4,3%
Kospi - Korea Płd.	KRW	1,3%	-8,1%	-13,9%	-10,4%	22,9%	29,0%
SENSEX - Indie	INR	-3,0%	-1,5%	0,2%	14,6%	56,8%	95,7%
XU100 - Turcja	TRY	-2,8%	9,6%	33,5%	32,3%	86,2%	122,5%
RTS- Rosja	USD	-34,7%	-43,8%	-43,3%	-35,4%	-22,0%	-17,0%
BOVESPA - Brazylia	BRL	0,9%	6,9%	-6,4%	0,8%	16,4%	69,7%
WIG	PLN	-9,3%	-8,0%	-12,4%	7,3%	2,1%	4,9%
AKCJE - segmenty	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-0,2%	-5,8%	-8,3%	-0,7%	31,4%	46,0%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-3,0%	-4,7%	-4,9%	6,9%	39,9%	59,2%
WIG20	PLN	-9,5%	-6,7%	-13,9%	4,9%	-14,3%	-8,7%
WIG20 total return	PLN	-9,5%	-6,7%	-13,0%	7,2%	-9,1%	1,0%
mWIG40	PLN	-10,1%	-12,6%	-10,8%	6,5%	11,0%	-5,2%
sWIG80	PLN	-6,3%	-7,9%	-13,1%	4,1%	56,9%	15,0%
AKCJE - sektory	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-0,6%	-2,9%	-5,8%	10,9%	38,3%	63,6%
MSCI World Energy	USD	4,5%	23,1%	34,2%	37,7%	2,1%	1,6%
MSCI World Financials	USD	-2,8%	-0,2%	-1,8%	13,2%	27,6%	31,7%
MSCI World Metals&Mining	USD	12,5%	21,6%	10,1%	12,9%	51,6%	66,9%
MSCI World Industrials	USD	-1,8%	-5,5%	-7,9%	3,8%	27,4%	43,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-4,4%	-12,6%	-6,7%	2,4%	56,9%	87,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	-0,9%	1,6%	1,0%	14,3%	25,9%	28,2%
MSCI World IT	USD	-4,8%	-9,6%	-6,7%	11,9%	104,8%	183,3%
Nasdaq	USD	-3,4%	-11,2%	-9,1%	4,2%	82,6%	136,1%
Nasdaq100	USD	-4,6%	-11,2%	-7,7%	10,3%	100,6%	167,1%
S&P Global Clean Energy	USD	11,6%	-11,9%	-9,7%	-19,6%	112,0%	139,9%
Eurostoxx Banks	EUR	-11,7%	0,3%	-3,0%	12,1%	-4,2%	-17,5%
WIG-Games	PLN	-8,5%	-16,7%	-21,6%	-32,9%	49,9%	
WIG-Energia	PLN	6,0%	-2,0%	-16,0%	14,7%	-10,9%	-17,0%
WIG-Banki	PLN	-13,7%	-4,4%	7,2%	50,3%	3,9%	8,5%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-3,6%	-10,9%	-9,9%	6,0%	65,1%	101,7%
MSCI World Value	USD	-1,8%	1,1%	-0,2%	11,8%	20,4%	26,6%

SUROWCE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	11,5%	39,2%	42,4%	66,4%	59,5%	71,2%
Miedź	USD	2,8%	3,8%	2,9%	8,5%	50,7%	64,4%
Aluminium	USD	11,1%	29,0%	26,6%	57,6%	79,3%	76,5%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	8,9%	14,1%	20,2%	34,2%	74,6%	33,2%
Rudy żelaza	USD	8,3%	50,0%	-11,0%	-14,3%	62,6%	61,2%
Węgiel koksujący	CNY	13,9%	42,6%	15,7%			
Złoto	USD	6,2%	5,9%	5,0%	10,1%	45,4%	52,9%
Srebro	USD	8,8%	5,6%	1,8%	-8,3%	56,6%	33,5%
Bloomberg Commodity Index	USD	6,2%	14,4%	18,9%	34,3%	40,7%	30,6%
OBLIGACJE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-0,9%	-3,3%	-5,8%	-6,1%	4,6%	10,2%
USD Korporacyjne IG	USD	-2,0%	-5,1%	-6,1%	-3,4%	15,0%	20,6%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-2,5%	-3,9%	-5,2%	-3,9%	2,2%	4,5%
USD azjatyckie IG	USD	-1,6%	-3,7%	-4,5%	-2,9%	12,5%	18,7%
USD Korporacyjne HY	USD	-1,0%	-1,7%	-2,8%	0,6%	16,8%	26,9%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-2,8%	-3,3%	-4,2%	-1,5%	9,1%	14,8%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-0,6%	0,7%	-1,5%	-0,3%	9,7%	18,4%
EM skarbowe w USD	USD	-5,4%	-6,8%	-10,3%	-6,7%	1,7%	8,2%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-0,3%	-3,2%	-10,4%	-10,6%	-1,6%	8,3%
POZOSTALE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-0,1%	-0,9%	-4,9%	-7,1%	-1,3%	6,1%
EUR/PLN	PLN	2,6%	-0,2%	2,7%	4,0%	9,2%	9,2%
CHF/PLN	PLN	3,8%	1,3%	7,3%	10,9%	20,5%	12,9%
USD/PLN	PLN	2,7%	0,6%	8,0%	11,9%	10,7%	2,9%
USD/JPY	USD	0,1%	-1,4%	-4,5%	-7,3%	-3,1%	-1,9%
Bloomberg USD Index	USD	-0,2%	-0,5%	2,9%	4,0%	-0,8%	-4,8%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,5%	0,5%	0,1%	0,7%	4,9%	10,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-2,3%	-1,0%	-7,9%	-9,1%	-18,6%	-23,5%
Europe REITS	EUR	-2,2%	0,3%	-6,1%	12,8%	-8,7%	-10,1%
US REIT's	USD	-3,3%	-3,7%	-1,0%	20,1%	19,7%	19,9%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-5,4%	5,4%	11,4%	37,0%	291,8%	410,7%
Amazon	USD	2,7%	-12,4%	-8,3%	-0,7%	87,3%	263,4%
Alphabet (Google)	USD	-0,2%	-5,0%	-6,2%	33,6%	139,8%	219,7%
Microsoft	USD	-3,7%	-9,2%	0,1%	29,6%	175,2%	400,3%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-32,6%	-36,7%	-43,4%	-18,1%	30,7%	55,7%
Netflix	USD	-7,6%	-40,7%	-29,4%	-26,8%	10,2%	177,6%
Tesla	USD	-7,1%	-19,5%	22,3%	28,9%	1260,6%	1640,9%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	-4,5%	3,8%	7,6%	36,9%	20,7%	22,1%
Roche	CHF	-2,0%	-2,4%	-4,5%	21,0%	38,4%	68,1%
ASML	EUR	0,8%	-12,6%	-14,6%	29,4%	283,1%	449,4%
Nestle	CHF	0,6%	-0,6%	2,9%	29,4%	43,2%	85,4%
Novartis	CHF	0,3%	7,5%	-4,7%	6,7%	11,0%	38,5%
Novo Nordisk	DKK	4,0%	-4,3%	5,8%	58,8%	126,1%	208,9%
L'Oreal	EUR	-5,8%	-11,8%	-9,8%	18,6%	66,6%	118,5%
LVMH	EUR	-8,7%	-4,2%	6,4%	27,1%	127,1%	276,3%
Astrazeneca	GBp	6,9%	9,5%	7,5%	33,6%	60,1%	129,0%
SAP	EUR	-9,5%	-11,8%	-20,1%	-0,3%	11,5%	23,0%
Sanofi	EUR	0,8%	10,0%	6,0%	28,0%	42,6%	39,5%
Chiny - BAT	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	-4,6%	-0,4%	-0,5%	-46,2%	-6,2%	-12,5%
Tencent Holding	HKD	-10,8%	-6,4%	-7,0%	-34,3%	30,3%	112,3%
Alibaba	USD	-16,4%	-21,1%	-34,0%	-55,8%	-42,5%	2,2%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 28 lutego 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.