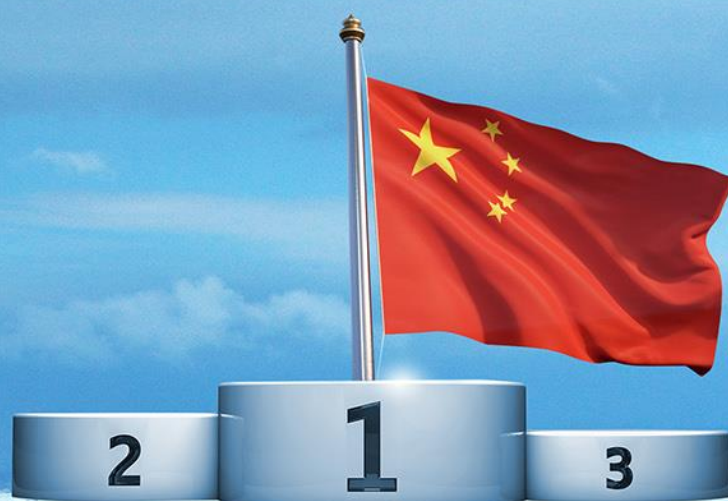


# KOREKTA CZY COŚ WIĘCEJ?



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

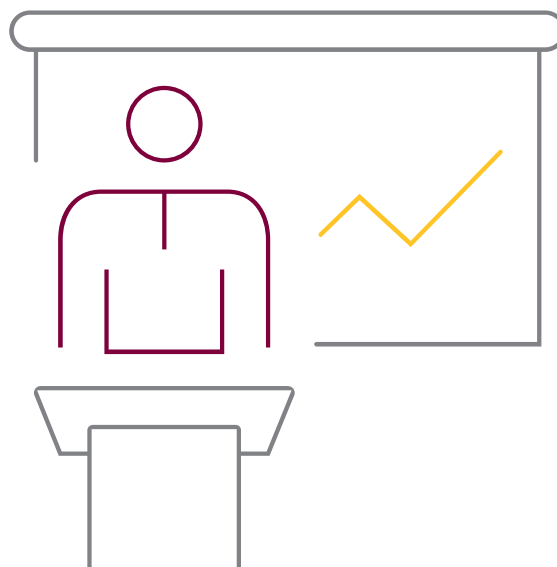
*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

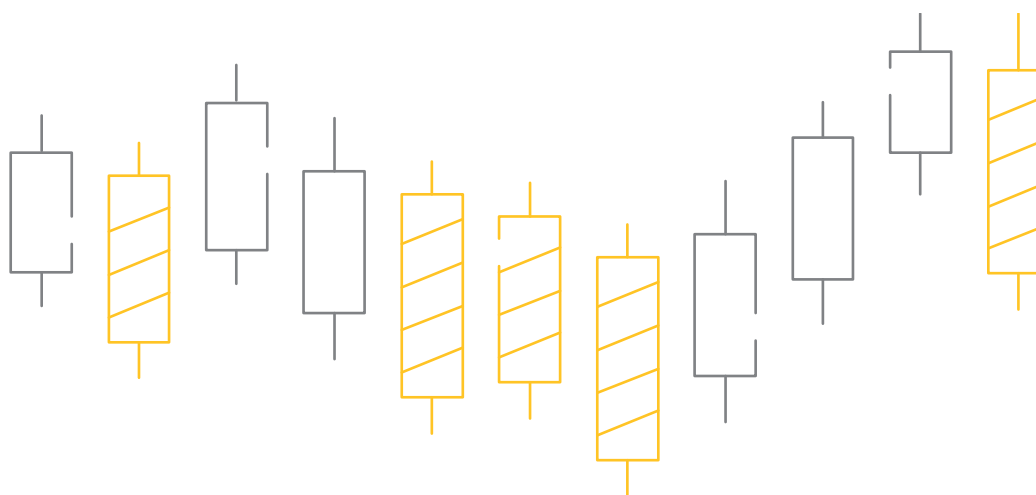
*Makler Papierów Wartościowych*



**17 lutego 2022 r.**

# Spis treści

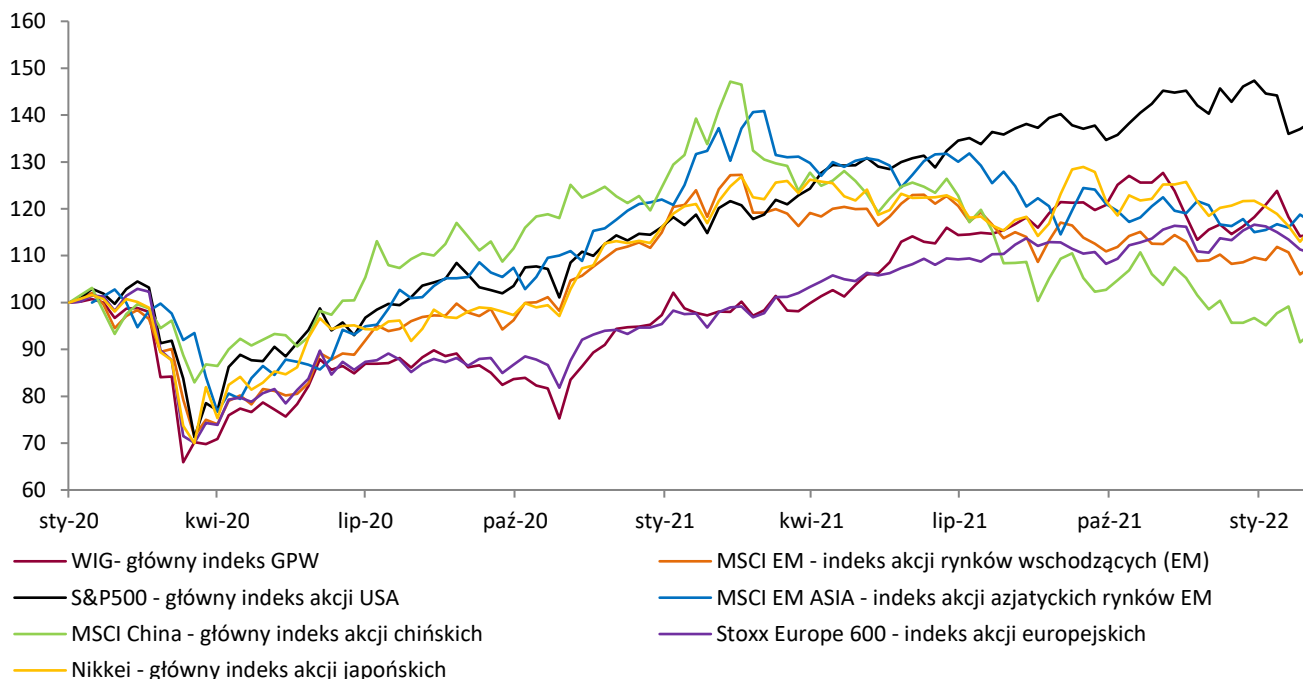
<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>6</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	6
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska .....	9
<b>Obligacje</b> .....	<b>10</b>
Zagraniczne korporacyjne IG.....	11
<b>Surowce</b> .....	<b>11</b>
Surowce energetyczne .....	11
Złoto .....	12
Metale przemysłowe.....	12
Towary rolne.....	13
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	14
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>16</b>



# Wstęp

- Dobiegające zewsząd informacje o możliwym wtargnięciu wojsk rosyjskich na teren Ukrainy i potencjalny konflikt zbrojny na linii Rosja-NATO wpływały pod koniec stycznia na obniżenie wycen aktywów finansowych (akcji i obligacji). W połowie lutego (i ostatnim tygodniu Zimowej Olimpiady w Pekinie 2022) dało się jednak odczuć pewne oznaki deeskalacji sytuacji, co doprowadziło do umocnienia złotego, polskich obligacji długoterminowych oraz indeksów akcji.
- Krajowa Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje podwyżki stóp procentowych. Na ostatnim posiedzeniu w lutym główna stopa procentowa NBP została podwyższona 5. raz z rzędu (3. raz o kolejne 0,5 pkt. proc.) do 2,75%. Jednocześnie konsensus rynkowy zakłada dalsze podwyżki stóp, przy jednoczesnym szczyście dynamiki rocznej inflacji w styczniu na poziomie 9,2 proc.
- Już do 3,8 proc. wzrosła natomiast rynkowa stopa procentowa WIBOR6M, która ma wpływ na bieżącą rentowność obligacji zmienno-kuponowych, czyli większości polskich obligacji korporacyjnych oraz części obligacji skarbowych, tzw. "WZ-ek", stanowiących główną klasę inwestycji funduszy konserwatywnych, o charakterze oszczędnościowym. Większość tych obligacji oprocentowana jest w formule WIBOR6M + premia (w przypadku obligacji nieskarbowych). Rynek kontraktów terminowych na przyszłą stopę procentową rynku międzybankowego (Forward Rate Agreement - FRA) dyskontuje dojście stopy głównej NBP do ok. 4,25 proc. w II połowie br., a stóp WIBOR 3M/6M do ponad 4,5 proc.
- Banki centralne krajów rozwijających się (za wyjątkiem Chin i innych krajów azjatyckich, których gospodarki znajdują się w nieco innej fazie cyklu), kontynuują politykę podwyżek stóp procentowych, ale dołączają do nich już co poniektóre banki centralne krajów wysoko-rozwinętych (DM), np. Bank Anglii (druga podwyżka st. proc. – do 0,5%, nadal jednak mało jak na poziom inflacji, który także w Wlk. Brytanii jest najwyższy od kilkunastu lat – 5,4% za styczeń).
- W ostatnich tygodniach wzrosły mocno oczekiwania na zakres ruchu na stopach procentowych najważniejszego banku centralnego – czyli amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Obecnie rynek wycenia dojście stopy funduszy federalnych (*fed funds rate*) z obecnego przedziału 0-0,25 proc. do nawet 1,75% do końca roku (najbliższa zmiana na posiedzeniu Fed 15-16 marca). Gwałtowne przeszacowanie oczekiwań związanych z poziomem stóp w USA, a i częściowo także w strefie euro, oraz wysokie poziomy inflacji na rynkach rozwiniętych stoją też za spadkowym początkiem roku dla obligacji zagranicznych, na czele z charakteryzującymi się kombinacją średnio niskich rentowności i odległych terminów zapadalności obligacji skarbowych krajów DM oraz korporacyjnych IG (Investment Grade – o wysokim standingu finansowym emitentów).
- Jedynie w Chinach, póki co jako jednej z niewielu liczących się w skali globalnej gospodarek, inflacja nie stanowi problemu (ta konsumencka – CPI w styczniu nawet spadła do raptem 1,0% r/r), a Państwo Środka nie uciekało się w ostatnim czasie do niekonwencjonalnej polityki monetarnej w postaci zerowych stóp procentowych. Wręcz przeciwnie, główna stopa przez niemal dwa ostatnie lata pozostawała na dość wysokim poziomie 3,85%, przewyższając bieżące odczyty inflacyjne. Po „przykręceniu” w ubiegłym roku „śruby” zadłużonym deweloperom, chińska administracja stabilizuje obecnie sytuację, zwiększając dostępność kredytów i obniżając delikatnie stopę procentową.
- Początek roku przynosi kontynuację hossy surowcowej. W styczniu rosły wszystkie główne grupy surowców, za wyjątkiem kruszców, ale w lutym także i one zyskały na wartości. Wieloletnia stymulacja monetarna w krajach DM przekłada się na popyt na aktywa realne, do których wytworzenia potrzeba surowców, a koszty produkcji surowców (jednostkowe) rosną (w poprzedniej dekadzie często spadały) (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

## Opis sytuacji gospodarczej

Początek roku w największych gospodarkach świata stał pod znakiem zmagania z falą epidemii spowodowaną przez Omikrona. Ta pociągnęła za sobą pogorszenie koniunktury zarówno w USA, Chinach, jak i strefie euro. Przyhamowanie ożywienia wynikające z nasilenia zachorowań na Covid-19 jest jednak dość powszechnie uważane za przejściowe, również w ocenie biznesu. Siła oddziaływania pandemii na gospodarkę zatem wydaje się być w fazie schyłkowej.

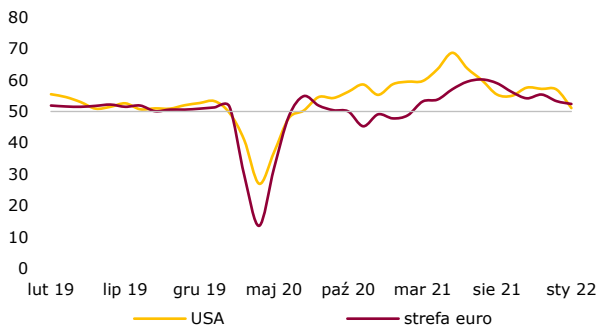
W świecie „zachodu” jednym z kluczowych tematów gospodarczych jest nadal wysoka inflacja. Adresując ten problem bank centralny Stanów Zjednoczonych (Fed) rozpoczął zmianę polityki monetarnej z końcem ubiegłego roku a z początkiem 2022 potwierdził obrany kierunek, sugerując nawet możliwość przyspieszenia działań. Wg styczniowych zapowiedzi skup aktywów prowadzony przez Fed (QE) ma zostać zakończony jeszcze w marcu i w tym miesiącu prawdopodobnie

będzie miała miejsce także pierwsza podwyżka stóp procentowych. Jeden i drugi ruch ma na celu zacieśnianie warunków finansowania, poluzowanych na czas pandemii. Wg powszechnych oczekiwań podwyżki stóp procentowych mają być kontynuowane w późniejszym okresie. Wypadkowa oczekiwań członków Fed (z grudnia) sugeruje, że główna stopa banku może sięgnąć ok. 2,5% w przeciągu dwóch lat. To poziom dość wysoki. Przed „pandemicznymi” obniżkami stopa Fed była w przedziale 1,5-1,75%.

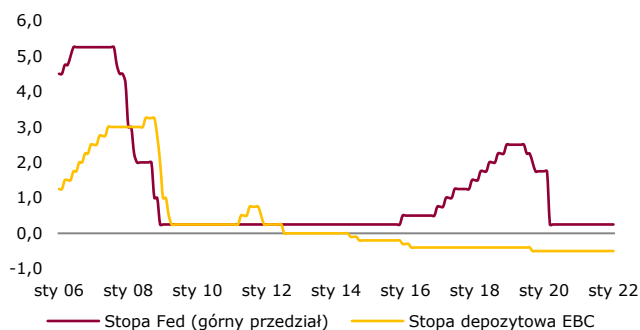
Bank centralny strefy euro (EBC) do tej pory stał na uboczu globalnych trendów zaostrzania polityki monetarnej. Jedynym ruchem, jaki bank wykonał w celu odejścia od luźnej polityki jest wdrażana obecnie powolna redukcja skupu aktywów (QE). Po lutowym posiedzeniu banku zaznaczyła się jednak wyraźniejsza zmiana w komunikacji. Do tej pory większość przedstawicieli EBC niemal wykluczała możliwość

podwyżek stóp procentowych przed 2023 r. Teraz już takiej pewności wśród władz banku nie widać. Stopa depozytowa EBC jest ujemna od 2014 r. i obecnie wynosi -0,5%. Scenariusz podwyżek stóp procentowych w strefie euro już w '22 jest coraz bardziej prawdopodobny.

### Indeks koniunktury PMI Composite, USA i strefa euro



### Stopy procentowe Fed i EBC (%)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

W wykonaniu krajowej gospodarki końcówka ubiegłego roku była mocna. Tak sugerowały już dane wyższej częstotliwości z października i listopada, a wstępny szacunek PKB za 2021 tylko to potwierdził. Polski PKB wzrósł w IV kw. '21 o wysokie 7,3% r/r i w całym ubiegłym roku o 5,7%. Wysokiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy silna presja inflacyjna oraz rozgrzany rynek pracy, przy płacach w sektorze przedsiębiorstw rosnących o przeszło 11% r/r w grudniu.

Bardzo silne dane z końca roku nie umknęły uwadze Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Szczególne wrażenie mogła zrobić dynamika płac sugerująca wzrost ryzyka spirali płacowo-cenowej. Bezprecedensowo szybki cykl zacieśniania polityki monetarnej był kontynuowany w styczniu i lutym (podwyżki stóp po 50 pb.) i wg dość klarownej obecnie komunikacji Rady będzie kontynuowany w najbliższym czasie. Aktualnie spodziewamy się (DAM Alior), że obecny cykl podwyżek stóp zamknie się w połowie '22, gdy stopa referencyjna osiągnie poziom 3,75%. Ponieważ czynniki globalne (perspektywy cen surowców, w tym głównie energetycznych i żywności, zawirowania geopolityczne) i lokalne (przede wszystkim rozgrzany rynek pracy) przemawiają na rzecz utrzymywania wysokich presji cenowych, ryzyka dla tak zarysowanej ścieżki stóp są nadal skierowane w górę. (js)

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

Styczeń była bardzo słabym miesiącem dla akcji głównych rynków rozwiniętych. Indeks akcji amerykańskich S&P500 zniżył się o 5,3%, a akcji europejskich - Stoxx Europe 600 obniżył się o 3,9%. Zdecydowanie słabsze zachowanie notowały akcje tzw. spółek wzrostowych *growth*, dla których globalny indeks MSCI World Growth spadł o 9,3% w porównaniu do raptem 1,4% spadku dla indeksu MSCI World Value, grupującego spółki postrzegane wyceniane przy niższych wskaźnikach P/E i niższych dynamikach wyników. Skąd ta różnica? Uważa się, co zresztą dowodziły badania korelacji stóp zwrotu z danymi makro,

że spółki *value* znacznie lepiej sobie radzą w otoczeniu rosnącej inflacji i środowiska wyższych stóp procentowych. Jednym z rynkowych wytłumaczeń tego jest tzw. stopa dyskontowa, na której wielkość ma m.in. wpływ stopa wolna od ryzyka, czyli rynkowa stopa procentowa. Dla tzw. spółek wzrostowych, wobec których oczekuje się wysokiej dynamiki przychodów i zysków w przyszłych latach, wyższa stopa dyskonta skutkuje kalkulacją niższej wartości obecnej tych przyszłych zysków. Jeżeli spółka była dotychczas drogo wyceniana przez pryzmat świetlanej przyszłości, to przy wyższej

stopie dyskontowej ta „światlana przyszłość” jest odpowiednio mniej warta, zatem pierwotnie wysoka wycena musi być skorygowana. Dla spółek *value*, które mają bardziej stabilne, przewidywalne i mniej zmienne wyniki finansowe, wycena przez pryzmat np. wskaźników P/E jest niższa niż np. dla spółek *growth*, jako że nie oferują w bieżących prognozach dynamicznego wzrostu. Jednocześnie są one mniej wrażliwe na zmianę stopy dyskontowej. Oczywiście poza implikacją z tytułu wycen, środowisko wyższych stóp procentowych ma również wpływ na wzrost kosztów odsetkowych, które dotyczą większość spółek, a szczególnie wrażliwe na ten komponent mogą być np. branże nisko marżowe, gdzie nawet niewielki wzrost kosztów może je uszczuplić, np. spółki motoryzacyjne.

Ogółem słabsze nastroje niezależnie od segmentacji rynkowej mają przede wszystkim swoje uzasadnienie w zapowiadanych przed FED podwyżkach stóp procentowych. Oczywiście te zapowiedzi mają silne umocowanie w rosnącej inflacji, która w Stanach Zjednoczonych sięgnęła w styczniu 7,5%, co jest poziomem najwyższym od 40 lat. W tej sytuacji arsenał FED w postaci całkowitego ograniczenia skupu aktywów oraz wyższych stóp procentowych jest całkowicie uzasadniony. Rynek instrumentów pochodnych na stopę procentową wycenia na koniec roku poziom nawet 1,75%, co oznaczałoby 7 podwyżek po 25 pb., ale i tak byłby to poziom znacznie poniżej inflacji. Warto tutaj także zaznaczyć, że w okresie ostatnich dwóch kluczowych cykli podwyżek stóp procentowych, tj. w latach 2004-2006 i 2015-2018, indeks S&P500 w obu przypadkach wzrósł w ich trakcie o kilkadziesiąt procent. Tak więc fakt wyłączenia zaostżenia polityki pieniężnej nie musi oznaczać katastrofy w rynkowych wycenach akcji. Oczywiście poziom inflacji był wówczas nieporównywalnie niższy i wzrost stóp stanowił silną prewencję przed jej dalszym wzrostem, natomiast teraz jest to walka już po przekroczeniu alarmującego progu.

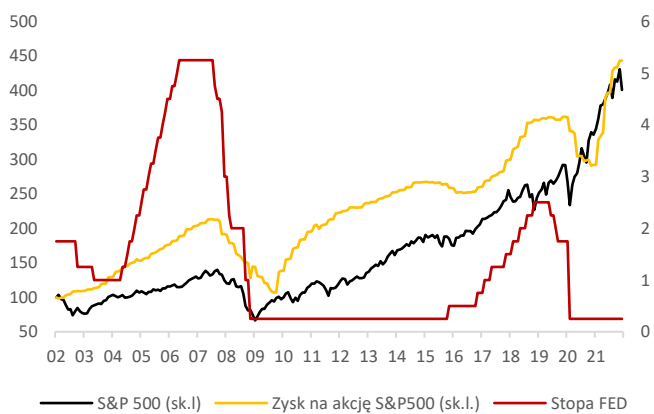
Kwestia inflacji stanowi również spore wyzwanie dla prognoz wyników finansowych, które patrząc po zróżnicowanym tempie szacowanego wzrostu sprzedaży i zysków, są w dużej mierze oparte na utrzymaniu lub wzroście i tak już wyśrubowanych marż operacyjnych. Rosnące koszty operacyjne w postaci drożących surowców, nośników energii lub płac były (patrząc po owych marżach) z dużą nadwyżką przerzucane na klienta.

Jednak w pewnym momencie może zostać osiągnięty próg, gdzie dalszy wzrost cen nie będzie już możliwy, ale dopiero kombinacja jednoczesnego wzrostu stóp procentowych i jednoczesnego obniżenia zagregowanych zysków stanowiłaby naszym zdaniem niebezpieczną mieszankę dla rynkowych wycen.

Ryzyko zacieśnienia marż jeszcze bardziej niż dla amerykańskich jest obecne dla przedsiębiorstw europejskich, gdzie oprócz wzrostu cen surowców i szalejących cen energii dochodzą również rosnące oczekiwania płacowe, które będą uderzać w sektor usługowy. Na plus akcji spółek europejskich jest natomiast fakt braku zapowiedzi (jeszcze) dla decyzji podwyższenia stóp procentowych przez EBC, chociaż program skupu aktywów prawdopodobnie również będzie „zwijany”. Przy czym akcje europejskie są atrakcyjniej wyceniane w porównaniu z akcjami amerykańskimi, zwłaszcza przez pryzmat prognozowanych wskaźników P/E. Kwestia stóp nie powinna być koronnym argumentem za akcjami europejskimi, ponieważ rosnąca presja inflacyjna w strefie euro będzie coraz bardziej palącym problemem, z którym decydenci ECB będą musieli się zmierzyć. Tak więc, mimo pewnych przewag, nie różnicujemy nastawień dla obu tych klas aktywów.

W odniesieniu ogółem do akcji rynków rozwiniętych (DM) utrzymujemy nasze dotychczasowe umiarkowanie negatywne nastawienie, które uwzględniało w sobie ryzyko materializacji artykułowanych przez nas obaw dotyczących inflacji, zagrożenia dla marż, podwyższonych wycen oraz zmian w polityce pieniężnej, a które teraz dochodzą do głosu. Jednocześnie stopień przeceny w stosunku do poprzedzającego wzrostu podchodzi jeszcze pod termin „korekty spadkowej” (nie uważamy, aby to było trwałe odwrócenie trendu), a konsensus prognoz wzrostu tegorocznych zagregowanych zysków dla akcji europejskich i amerykańskich na poziomie ok. 7-8% wydaje nam się realistyczny i jeśli się zrealizuje, ma szanse nieznacznie poprawić atrakcyjność wskaźnikową spółek (P/E). Ponadto premia za ryzyko rynkowe zarówno dla akcji europejskich jak i amerykańskich, chociaż jest na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z poprzednimi latami oraz bieżącą inflacją, to jednak jest nadal powyżej rentowności obligacji skarbowych strefy euro lub w USA, a więc daje potencjalnie lepszą ochronę dla oszczędności. (mb)

## Indeks S&P 500 i zysk na akcję (2002 =100) i stopa FED [%]



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Rynki wschodzące (EM)

Styczniowa korekta w mniejszym stopniu dotknęła rynki wschodzące. Indeks MSCI EM przecenił się w styczniu zaledwie o 1,9% wobec 5,3%-owej korekty na rynkach rozwiniętych. Regionalnie w ramach rynków EM naj słabsza była Europa, wyrażona indeksem MSCI EM Europe (-7%), gdzie dodatkowym czynnikiem podażowym była eskalacja napięć na linii Rosja-Ukraina. Ryzyko geopolityczne rosyjskiej inwazji na Ukrainę w jakimś stopniu pogorszyło globalny sentyment do aktywów ryzykownych, jednak największe ryzyko rodzi dla spółek z regionu i to właśnie rosyjski indeks RTS (-10,1%) należał do styczniowych liderów spadków. Wschodzące azjatyckie rynki odnotowały umiarkowane straty (-3,5%). Najważniejszy chiński parkiet jest już mocno przeceniony i nie reagował tak mocno na globalny risk-off. „Niedźwiedzia łapa” ominęła region Ameryki Łacińskiej, która odnotowała wyjątkowo dobry miesiąc (MSCI EM Latin America +7,3%), co w dużej mierze zawdzięcza słabej II połowie 2021 r., dzięki której wspomniany region stał się jeszcze bardziej atrakcyjny pod względem wycen.

Z punktu widzenia relacji ceny do zysków region Ameryki Południowej rzeczywiście wygląda atrakcyjnie, gdzie bieżące P/E znajduje się obecnie na poziomie 8,4, jednak P/E forward jest nieco wyższy na poziomie 9,3, co m.in. wskazuje na pewien problem rynków Ameryki Łacińskiej – tzn. niewielki potencjał wzrostu zysków przedsiębiorstw, które po solidnym postpandemicznym odbiciu w 2022 r. mogą skurczyć się o kilka procent. Już przed pandemią spółki z regionu borykały się ze spadkiem zysków – w

2019 r. zysk spółek z indeksu MSCI Latin America spadł o ok. 20%. Podobnie już przed pandemią słabszy był wzrost gospodarczy w regionie. Pod względem wycen jeszcze atrakcyjniej wygląda region wschodzącej Europy (P/E bieżące wynosi 7, P/E forward 6), gdzie za ok. 70% indeksu odpowiada rosyjski parkiet, który również znajduje się po mocnej przecenie, a służą mu obecnie wysokie ceny gazu i ropy naftowej – w warunkach deeskalacji napięć z Ukrainą i NATO właśnie ten region może doświadczyć najmocniejszego odbicia. Azjatyckie rynki również nie wyglądają na specjalnie drogie (P/E 15,2, P/E forward 13,2 dla indeksu MSCI EM Asia) i mają za sobą ciężki rok ze względu na bessę na chińskim rynku, który zwłaszcza w sektorze technologicznym stał się atrakcyjnie wyceniany w stosunku do zagranicznych konkurentów.

Globalnie rosnąca inflacja i zacieśnianie polityki monetarnej przyspieszają rotację na rynkach akcji w kierunku sektorów cyklicznych, których relatywna nadreprezentacja występuje na rynkach wschodzących. Sektorowo w ujęciu globalnym relatywnie najtaniej w stosunku do swoich wieloletnich średnich wypadają sektory energii, finansów i materiałów, które również na rynkach wschodzących mają nieco większy udział niż na rynkach rozwiniętych.

Globalnie inflacja staje się coraz większym problemem, wiele gospodarek z rynków wschodzących już znajduje się w zaawansowanym cyklu podwyżek stóp procentowych. Amerykański Fed rozpocznie podwyżki prawdopodobnie już w marcu, a tymczasem w Chinach wkraczamy w cykl lekkiego luzowania polityki monetarnej i stymulowania gospodarki, co powinno wspierać aktywa regionu. Próba wcześniejszego przekłucia bańki spekulacyjnej w sektorze nieruchomości zmusiła rząd do wsparcia płynności na rynku międzybankowym, delikatnego obniżenia stóp procentowych (główniej z 3,85% do 3,7%) i podjęcia działań stymulujących w obliczu zapaści w sektorze nieruchomości. W 2021 r. Państwo Środka odnotowało rekordowe 676 mld USD nadwyżki w handlu towarami – w grudniu rekordowy eksport wyniósł 340 mld USD, przy słabszym niż konsensus imporcie na poziomie 246 mld USD przełożył się na najwyższą miesięczną nadwyżkę w historii na poziomie 95 mld USD. Szkodliwie obecnie działa polityka „zero tolerancji” dla koronawirusa i wprowadzanie surowych lokalnych lockdownów, które wciąż zaburzają łańcuchy dostaw, jednak, jeżeli dominującym wariantem stanie się łagodnie



przechodzona mutacja lub pandemia znacznie wygasać chiński rząd może wycofać się z tej polityki, którą wciąż uważa za mniej kosztowną i wspomniane zaburzenia przestaną ograniczać potencjał gospodarki. Warto również wspomnieć o ryzyku prowokacji wobec Tajwanu w sytuacji eskalacji konfliktu na linii Rosja-Ukraina. W przypadku skupienia uwagi NATO w Europie, Chiny mogą wykorzystać okazję do próby osłabienia pozycji i niezależności Tajwanu.

Podsumowując – początek 2022 r. z perspektywy obecnych wycen wygląda korzystnie dla rynków wschodzących. Pozytywnie wygląda również to, że dość istotne spadki na Wall Street nie spowodowały znacznego odpływu z rynków wschodzących. Ryzykiem pozostaje intensyfikacja obecnych problemów geopolitycznych, inflacyjnych czy regulacyjnych. (ad)

## Polska

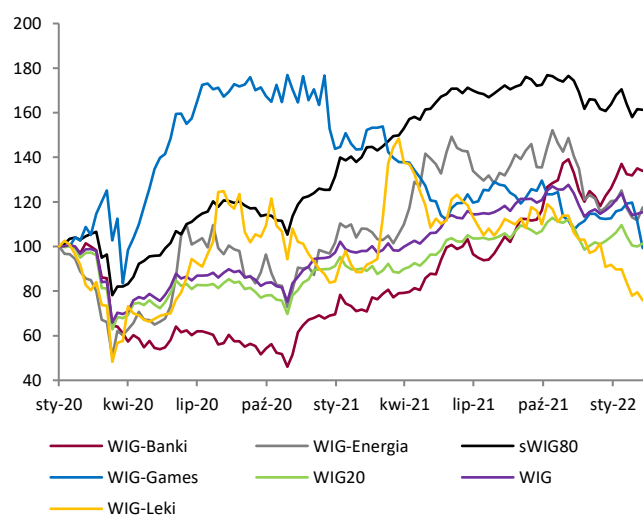
Po odbiciu grudniowym, styczeń ponownie przyniósł osłabienie na krajowym rynku akcji. Sentyment popsuły głównie informacje z Fed, które w odbiorze rynku wybrzmiały bardziej jastrzębio, niż się spodziewano. W związku z tym oczekiwania na wzrost stóp procentowych w USA przyspieszyły. Dla najszerszego indeksu giełdowego WIG oznaczało to podwyższoną huśtawkę nastrojów i w efekcie przecenę o 2,7% w skali miesiąca, a dla indeksu WIG20 skupiającego największe podmioty - przełożyło się to na spadek o 2,5%. Jeszcze mocniej traciły średnie spółki (mWIG40-3,5%) oraz małe (sWIG80-2,9%). W styczniu na tle globalnych rynków akcji (MSCI All Countries-5%), krajowe główne indeksy wypadły lepiej, po tym, jak w poprzednich dwóch miesiącach zachowywały się słabiej.

Na podwyżkach stóp procentowych Rady Polityki Pieniężnej (główna stopa NBP 2,75%) i dalszym wzroście stóp rynku międzybankowego WIBOR, od których uzależnione jest oprocentowanie zdecydowanej większości kredytów (WIBOR6M już nawet 3,8 proc.) zyskuje sektor bankowy. WIG-banki w styczniu zyskał 5,4%, a w dalszej kolejności znalazły się jeszcze indeksy chemiczny +1,8%, spożywczy +1,7% oraz nieruchomości +1,4%. Na drugim biegunie nastroje były zdecydowanie słabsze i więcej sektorów spadało: sektor leków stracił w miesiąc 12,6%, odzieżowy spadł o 10,8%,

reprezentanci gier zniżkowali o 10,4%, paliwa traciły 7,8%, a sektor energetyczny spadł o 7,1%. W gronie tych ostatnich negatywnymi informacjami dla rynków były planowane emisje nowych akcji (bez prawa poboru) mające na celu dokapitalizowanie PGE (3,2 mld zł) oraz ENEA (prawie 700 mln zł). Całościowo w kontekście kilkunastu subindeksów sektorowych notowanych na GPW, większość z nich w styczniu zniżkowała.

Pod względem oczekiwanych wyników na najbliższe 12 miesięcy – styczeń przyniósł turbulencje i spore przetasowanie. Dla sektora bankowego podniesiono oczekiwania przyszłych wyników o około 33%, co jest pokłosiem coraz wyższych stóp procentowych i oczekiwań na dalsze zacieśniania polityki monetarnej w otoczeniu wysokiej inflacji. Z kolei dla sektora gier oczekiwania na przyszłe wyniki zwiększyły się o ponad 40%. Na drugim biegunie z rewizjami w dół dla przyszłych wyników znalazły się sektory: budowlany (-40%), energetyczny (-31%), paliwowy (-25%).

### Notowania wybranych indeksów z GPW (2020.01 =100)



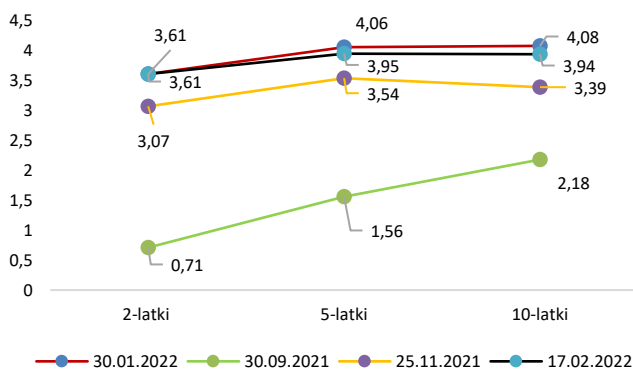
źródło: Bloomberg

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 obecnie sektory bankowy, chemiczny, górniczy oraz paliwowy. Z kolei sektor IT wyceniany jest drogo, a sektory budownictwo oraz producentów gier są trudne do jednoznacznej oceny przez pryzmat tego wskaźnika. (tk)

# Obligacje

Rentowności polskich obligacji skarbowych stałokuponowych średnio- (5-), jak i długoterminowych (10-letnich), po chwilowym pobycie powyżej 4 proc., w połowie lutego skorygowały się. W styczniu benchmark dla polskich obligacji skarbowych jeszcze tracił, ale już wyraźnie mniej niż w poprzednich okresach (łącznie w całym IV kwartale aż 8,4% i 10,7% w całym minionym roku). Wzrosty wycen miały miejsce na średnioterminowych obligacjach zmiennokuponowych, które w styczniu odnowiły kupony przy wyższej rynkowej stawce WIBOR6M (3,21%).

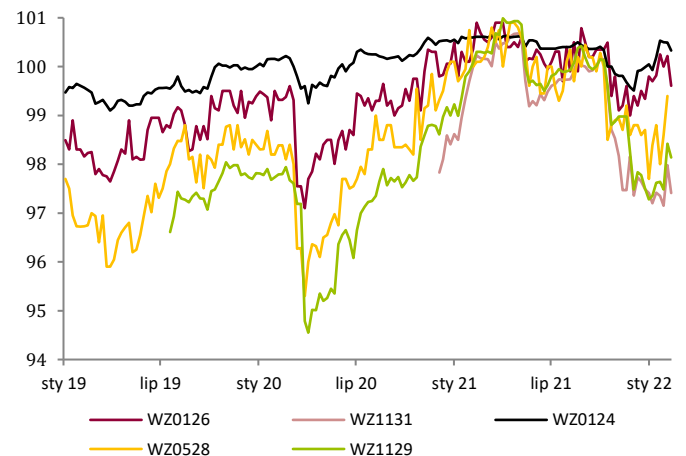
## Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach



źródło: Bloomberg

Krajowa Rada Polityki Pieniężnej kontynuuje podwyżki stóp procentowych. Na ostatnim posiedzeniu w lutym, główna stopa procentowa NBP została podwyższona 5. raz z rządu (3. raz o kolejne 0,5 pkt. proc.) do 2,75%. Już do 3,8 proc. wzrosła natomiast rynkowa stopa procentowa WIBOR6M, która ma wpływ na bieżącą rentowność obligacji zmiennokuponowych, czyli większości polskich obligacji korporacyjnych oraz części obligacji skarbowych, tzw. "WZ-ek", stanowiących główną klasę inwestycji funduszy konserwatywnych, o charakterze oszczędnościowym. Większość tych obligacji oprocentowana jest w formule WIBOR6M + premia (w przypadku obligacji nieskarbowych).

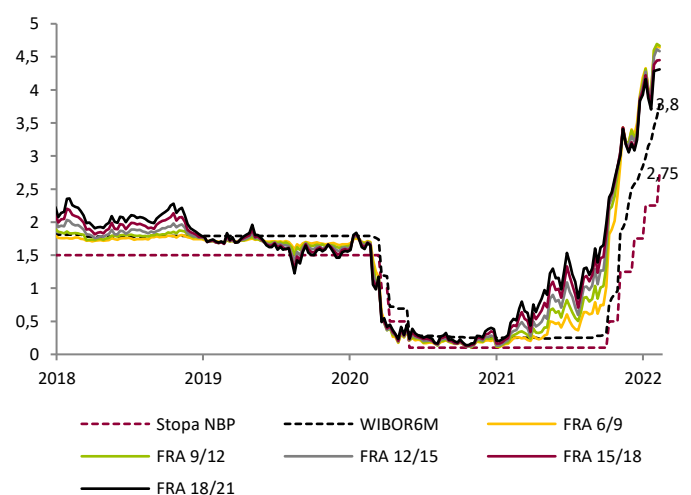
## Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmiennokuponowych WZ



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

Rynek kontraktów terminowych na przyszłą stopę procentową rynku międzybankowego (Forward Rate Agreement- FRA) dyskontuje dojście stopy głównej NBP do ok. 4,25 proc. w II połowie br., a stóp WIBOR 3M/6M do ponad 4,5 proc.

## Notowania kontraktów terminowych (FRA) na przyszłe stopy procentowe rynku międzybankowego (proc.)



źródło: Bloomberg, FRA x/x+3 oznacza kontrakt na 3-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

## Zagraniczne korporacyjne IG

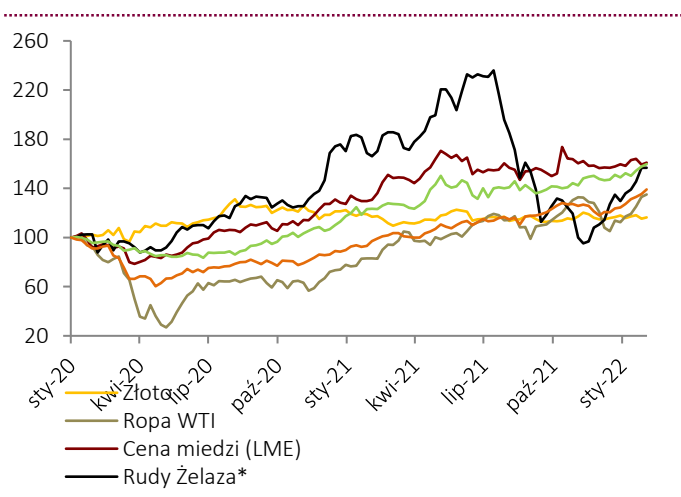
Początek 2022 roku jest bardzo dotkliwy dla posiadaczy obligacji zagranicznych w wielu segmentach rynku, w tym przede wszystkim dla inwestujących w obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (IG). Tylko w styczniu straty wyniosły odpowiednio - 3,4% dla regionu amerykańskiego (Bloomberg US Corporate IG), 1,3% dla rynku europejskiego (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) oraz 2,2% dla tej klasy aktywów w Azji (Bloomberg Asia USD IG Bond). W lutym spadki były kontynuowane. Na taką sytuację wpływ ma kilka czynników, ale najbardziej naszym zdaniem coraz bardziej „jastrzębie” wypowiedzi przedstawicieli amerykańskiego Fed, po wcześniejszym dość długim nazywaniu wysoku inflacyjnego „przejściowym”. Spowodowały one znaczne wzrosty rentowności obligacji skarbowych. Specyfika rynku obligacji IG, czyli wysokie *duration* (czas trwania obligacji) wynoszące 8,8 lat sprawiła z kolei, że wyceny obligacji korporacyjnych spadły jeszcze bardziej niż

skarbowych. We wszystkich regionach negatywny wpływ na wynik miały dodatkowo rozszerzające się spready kredytowe. W tym przypadku powodem są spadki na rynkach akcyjnych oraz ryzyko geopolityczne związane z konfliktem Rosyjsko-Ukraińskim.

W najbliższych tygodniach istotnym elementem będą działania i komentarze dyrektorów EBC, którzy muszą wziąć pod uwagę nie tylko europejski wzrost gospodarczy i sytuację inflacyjną, ale także działania Fed-u. Na drugi plan schodzi obecnie ryzyko związane z pandemią. Omikron wydaje się być relatywnie łagodniejszą jednostką chorobową niż się początkowo obawiano, ale mimo to Covid-19 pozostaje potencjalnym zagrożeniem dla łańcuchów dostaw. Fundamenty emitentów pozostają stabilne, natomiast wyzwaniem będą stanowić rosnące koszty produkcji i ich wpływ na rentowność. Emitenci zdolni do przeniesienia kosztów na odbiorców i utrzymania siły cenowej powinny radzić sobie lepiej. (dm)

## Surowce

### 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%

Po jesiennym osłabieniu na rynku surowcowym nie ma już śladu. Indeks Bloomberg Commodity, grupujący w sobie notowania najważniejszych surowców, po tym jak powrócił w grudniu do wzrostów, w styczniu nabrał rozpędu i z wynikiem +8,8% ustanowił nowe rekordy obecnej hossy.

Stopniowo malały obawy o rozwój pandemii, związane z tym lockdowny i zakłócenia produkcji. Rynek powoli oswoił się z planowanym zacieśnieniem polityki przez FED. Dodatkowo pojawiły się uzasadnione nadzieje na poprawę koniunktury gospodarczej w Chinach. W przypadku ropy, gazu czy metali, czynnikiem wspierającym ceny, były też niskie stany magazynowe oraz rozgrzewające międzynarodową opinię publiczną napięcia geopolityczne.

## Surowce energetyczne

Styczeń był świetnym miesiącem dla notowań surowców energetycznych. Po ok. 17% podrożały ropa WTI i Brent, 30,7% urosły ceny gazu ziemnego w USA, a węgiel energetyczny w Chinach zdrożał o 16,5%. Równocześnie

na rynku pojawiły się nowe bardzo „bycze” prognozy. Stratedzy Goldman Sachs i Morgan Stanley prognozują obecnie wzrost cen ropy Brent do III kw. 2022 r. do 100 USD za baryłkę. Bank of America natomiast ocenia, że już w połowie roku baryłka Brent zdrożeje do 120 USD. Pomimo ekspansji wariantu Omikron zużycie ropy na świecie cały czas rośnie, a producenci nie spieszą się ze zwiększaniem podaży. Zarówno na styczniowym jak i na lutowym spotkaniu, kraje OPEC+ podniosły limity produkcji o 400 tys. baryłek dziennie, co nie jest w stanie zaspokoić rosnącego na świecie apetytu na czarne złoto. Ponadto szacuje się, że obecnie produkcja kartelu jest o ok. 580 tys. baryłek niższa od celu, co jest wynikiem problemów z infrastrukturą w biedniejszych krajach jak Nigeria, Angola czy Libia. Ciągłe spadające zapasy ropy w USA (wg ostatnich danych 413 mln baryłek), są obecnie na poziomie o ok. 20 mln niższym niż przed pandemią. Globalne zapasy szacuje się na poniżej 60 dni normalnego zużycia, co eksperci oceniają jako poziom bardzo niski. Według szacunków Goldman Sachs zapasy w krajach OECD do lata spadną do poziomu najniższego od roku 2000. Równocześnie od kilku lat jesteśmy świadkami bardzo niskiego poziomu inwestycji w sektorze, co jest pochodną m.in. restrykcyjnych regulacji ESG. W sektorze amerykańskich łupków reinwestowało produkcję w zeszłym roku jedynie 46% podmiotów. Reszta skupiała się na oddłużaniu i wypłacie zysków akcjonariuszom (Rystad Energy). Producenci są w stanie zaspokoić szacowany na ten rok popyt na poziomie 103 mln baryłek (choć będzie wyższy niż przed pandemią). Jednak kolejne lata mogą być trudne. Pomimo forsowanej dekarbonizacji, popyt wg Goldman Sachs powinien rosnąć do końca dekady, kiedy to osiągnie poziom ok. 107 mln baryłek dziennie. W krótkim terminie dużą zmienność wprowadzić może na rynku sytuacja na Ukrainie. W przypadku eskalacji konfliktu, wystrzał cen wszystkich surowców energetycznych byłby nieunikniony.

## Złoto

Metale szlachetne jako jedne z nielicznych nie mogą pochwalić się dobrym wynikiem w styczniu. Złoto zakończyło miesiąc 1,8% niżej, a srebro taniało o 3,6%. Działo się tak, pomimo że ceny kruszców wspierały napięcia geopolityczne, a przez sporą część miesiąca także słabszy dolar. Jednak przeważała potrzeba ponownego wycenienia zmian w polityce monetarnej USA. W

ostatnich tygodniach konsensus analityków zmienił się z 3 na 5 podwyżek stóp o 0,25%, co na skutek wyższych oczekiwanych rentowności obligacji, skutecznie zniechęcało inwestorów do złota. Jednocześnie warto zadać pytanie, jak zachowa się złoto w okresie ewentualnej silniejszej korekty na rynkach akcji. Złote ETF-y, które w zeszłym roku miały ujemny bilans napływów i odpływów, od listopada notują odwrócenie tej sytuacji. Jako ciekawostkę można podać, że największy tego typu globalny ETF GLD (SPDR Gold Shares) zanotował 21 stycznia, w momencie wzrostu ryzyka na wschodzie, dzienny napływ na poziomie 1,6 mld USD (27,6 tony złota), największy od 2004 roku (przy aktywach na 31 grudnia na poziomie 57,1 mld USD). W styczniu kolejny miesiąc z rzędu duża była także aktywność nieinwestycyjnych nabywców złota, szczególnie z Indii i Chin.

## Metale przemysłowe

Metale przemysłowe zanotowały udany miesiąc. Wyjątkiem była miedź, której cena spadła o 3,1%. Sektor metali notuje wzrosty w związku z bezprecedensowym spadkiem zapasów i zapowiedziami chińskich bodźców fiskalnych. Aluminium drożało o 8,7%, cynk 9,2% a nikiel 0,8%. Zapasy monitorowane na najważniejszych giełdach towarowych są na najniższych od wielu lat poziomach, co budzi niepokój w kontekście rosnącego zapotrzebowania.

Duże nadzieje rynek wiąże z planami dalszej stymulacji gospodarki chińskiej. Ostatnio Ludowy Bank Chin po raz kolejny obniżył stopy procentowe (1-rocza stopa oprocentowania kredytów bankowych dla firm została obniżona do 3,70 proc. z 3,80 proc., a 5-letnia stopa referencyjna kredytów hipotecznych spadła do 4,60 proc. z 4,65 proc.), a Ministerstwo Mieszkalnictwa i nadzór bankowy rozważają pakiet działań, w tym ułatwienia w dostępie firm deweloperskich do gotówki, co złagodziłoby kryzys płynności w tej branży (póki co głównym konsumencie miedzi na świecie). Sporym ryzykiem dla rynku pozostają ograniczenia produkcji hut wynikające z wysokich cen energii, szczególnie w Europie (Hiszpania, Francja). Według szacunków największych ośrodków analitycznych w bieżącym roku ma odbudować się produkcja w sektorze samochodowym, który cierpiał na niedobory komponentów. Analitycy GS Auto przewidują dwucyfrowy wzrost produkcji na głównych rynkach motoryzacyjnych (USA 20%, Japonia 12%, Indie 23% i Europa 19%), co wygeneruje dodatkowe zapotrzebowanie

na aluminium (1,8 mln ton, 3% światowego popytu), miedź (440 tys. ton, 2% światowego popytu) i cynk (100 tysięcy ton, 1% światowego popytu). Być może preludium do tego jest świetne zachowanie w styczniu platyny (+5,7%), a szczególnie palladu (+23,2%) dla których branża *automotive* jest głównym konsumentem.

## Towary rolne

W styczniu sporąwyżkę zanotowały także ceny soi (+11,3%) i kukurydzy (+5,5%), stabilne natomiast były ceny pszenicy (-1,2%). Żywność pozostaje bardzo droga, a FAO Food Price Index zawędrował już w okolice historycznych maksimumów.

Niestety ceny będą nadal pod silną presją, choćby ze względu na silny wzrost kosztów w rolnictwie. Droga energia to drogie nawozy, wysokie ceny paliwa czy koszty pracy znajdą odzwierciedlenie w oczekiwanych cenach. Problemem pozostanie mniej stabilna ostatnio sytuacja pogodowa i możliwe zakłócenia dostaw od głównych eksporterów, jak choćby z Rosji.

Podsumowując, sektor *commodities* pozostaje w strukturalnej hossie i trudno mówić o jakich wiarygodnych powodach, dla których miałyby się ona kończyć. Oczywiście jesteśmy w zaawansowanej fazie wzrostów i korekty, nawet silne są niewykluczone, jednak historia uczy, że okresy rosnących cen towarów trwały zazwyczaj dłużej niż kilka kwartałów. (bn)

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Styczeń</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	-5,0%	-3,7%	-0,9%	11,6%	46,0%	65,6%
MSCI World	USD	-5,3%	-3,6%	-0,3%	14,9%	50,8%	70,7%
MSCI Emerging Markets	USD	-1,9%	-4,5%	-5,4%	-9,1%	15,1%	32,9%
MSCI EM Asia	USD	-3,5%	-5,8%	-6,5%	-13,5%	23,4%	44,9%
MSCI EM Latin America	USD	7,3%	8,4%	-8,9%	0,0%	-22,5%	-9,2%
MSCI EM Europe	USD	-7,0%	-18,0%	-8,2%	7,3%	1,5%	14,2%
MSCI Poland	PLN	-1,6%	-6,8%	-0,4%	15,3%	-12,5%	0,8%
MSCI Frontier Markets	USD	-3,6%	-6,9%	0,0%	12,0%	18,7%	20,6%
S&P500 - USA	USD	-5,3%	-2,0%	2,7%	21,6%	67,0%	98,1%
Russell 2000	USD	-9,7%	-11,7%	-8,9%	-2,2%	35,3%	49,0%
MSCI Europe	EUR	-3,2%	-0,6%	2,4%	19,4%	29,1%	28,2%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-3,9%	-1,4%	1,5%	18,4%	30,7%	30,2%
DAX - Niemcy	EUR	-2,6%	-1,4%	-0,5%	15,2%	38,5%	34,1%
CAC40 - Francja	EUR	-2,2%	2,5%	5,8%	29,6%	40,2%	47,4%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-1,2%	-4,9%	-0,7%	11,0%	-4,9%	-7,5%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-1,9%	-0,2%	5,7%	24,3%	35,9%	44,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,1%	3,1%	6,1%	16,5%	7,1%	5,1%
FTSE Nordic 30	SEK	-6,3%	-1,5%	0,3%	19,9%	50,9%	65,1%
Nikkei - Japonia	JPY	-6,2%	-6,5%	-1,0%	-2,4%	30,0%	41,8%
TOPIX - Japonia	JPY	-4,8%	-5,3%	-0,3%	4,8%	21,0%	24,6%
MSCI China	HKD	-2,9%	-11,5%	-13,4%	-29,8%	3,2%	30,5%
Hang Seng - Hongkong	HKD	1,7%	-6,2%	-8,3%	-15,8%	-14,8%	1,9%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-10,6%	-11,5%	-17,7%	-13,2%	22,3%	27,8%
SENSEX - Indie	INR	-0,4%	-2,2%	10,3%	25,3%	60,0%	109,8%
XU100 - Turcja	TRY	7,8%	31,6%	43,8%	36,0%	92,5%	132,1%
RTS- Rosja	USD	-10,1%	-22,2%	-11,7%	4,9%	18,2%	23,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	7,0%	8,4%	-7,9%	-2,5%	15,1%	73,4%
WIG	PLN	-2,7%	-8,4%	-0,3%	18,3%	11,7%	22,1%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Styczeń</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	-7,2%	-8,4%	-6,5%	4,4%	36,1%	49,7%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-4,6%	-3,1%	-0,2%	12,4%	47,8%	68,6%
WIG20	PLN	-2,5%	-8,1%	-1,9%	13,4%	-7,2%	7,4%
WIG20 total return	PLN	-2,5%	-8,1%	-0,8%	15,9%	-1,5%	18,9%
mWIG40	PLN	-3,5%	-10,5%	3,3%	24,5%	25,3%	10,0%
sWIG80	PLN	-2,9%	-8,6%	-5,7%	15,3%	75,8%	27,5%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Styczeń</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	-7,5%	-4,3%	-3,1%	8,4%	41,6%	73,7%
MSCI World Energy	USD	15,3%	10,7%	28,0%	51,6%	-0,2%	-5,3%
MSCI World Financials	USD	0,5%	-2,2%	5,7%	27,9%	35,0%	38,5%
MSCI World Metals&Mining	USD	-0,3%	5,0%	-8,6%	8,7%	36,9%	42,1%
MSCI World Industrials	USD	-6,8%	-5,8%	-4,8%	10,4%	35,7%	49,6%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-8,5%	-8,3%	-2,6%	7,8%	66,0%	98,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	-3,1%	2,3%	2,0%	12,2%	29,6%	34,8%
MSCI World IT	USD	-8,5%	-3,8%	1,2%	18,8%	128,5%	210,8%
Nasdaq	USD	-9,0%	-8,1%	-2,9%	8,9%	95,6%	153,6%
Nasdaq100	USD	-8,5%	-5,8%	-0,2%	15,5%	116,2%	191,8%
S&P Global Clean Energy	USD	-12,3%	-26,0%	-17,7%	-37,6%	95,2%	124,6%
Eurostoxx Banks	EUR	6,0%	3,7%	14,6%	51,2%	16,8%	-9,7%
WIG-Games	PLN	-10,4%	-2,8%	-17,9%	-31,4%	64,5%	
WIG-Energia	PLN	-7,1%	-21,5%	-12,8%	7,6%	-18,1%	-16,3%
WIG-Banki	PLN	5,3%	-3,2%	37,3%	87,3%	19,4%	33,1%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Styczeń</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	-9,3%	-8,2%	-4,2%	10,3%	76,9%	115,7%
MSCI World Value	USD	-1,4%	0,8%	3,3%	19,0%	25,5%	31,6%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	15,4%	11,0%	24,9%	71,6%	49,4%	56,4%
Miedź	USD	-3,1%	-1,0%	-3,5%	21,6%	55,3%	58,6%
Aluminium	USD	8,7%	12,7%	17,4%	53,9%	61,2%	68,0%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	5,8%	9,2%	12,4%	27,9%	54,1%	22,0%
Rudy żelaza	USD	16,6%	8,2%	-38,1%	-22,0%	72,5%	63,1%
Węgiel koksujący	CNY	2,5%	15,3%	17,2%			
Złoto	USD	-1,8%	0,8%	-0,9%	-2,7%	36,0%	48,4%
Srebro	USD	-3,6%	-6,0%	-11,9%	-16,8%	39,9%	28,0%
Bloomberg Commodity Index	USD	8,8%	4,4%	12,0%	34,7%	33,6%	23,1%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-1,9%	-2,4%	-5,5%	-7,3%	4,5%	11,8%
USD Korporacyjne IG	USD	-3,4%	-3,4%	-4,5%	-3,1%	17,6%	24,5%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-1,3%	-1,2%	-3,0%	-2,2%	5,6%	8,5%
USD azjatyckie IG	USD	-2,2%	-2,0%	-2,3%	-2,1%	14,8%	22,1%
USD Korporacyjne HY	USD	-2,7%	-1,9%	-1,6%	2,1%	20,0%	30,1%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-1,4%	-1,0%	-1,2%	2,2%	14,6%	19,5%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	0,0%	0,7%	-1,3%	-1,2%	9,5%	21,7%
EM skarbowe w USD	USD	-3,1%	-3,2%	-4,4%	-4,0%	8,3%	16,6%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-0,5%	-5,5%	-10,3%	-11,4%	-1,7%	9,1%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-1,2%	-2,8%	-5,3%	-7,4%	-1,9%	4,0%
EUR/PLN	PLN	-0,1%	-0,6%	0,3%	1,4%	7,5%	6,0%
CHF/PLN	PLN	-0,5%	1,0%	3,5%	5,2%	17,5%	8,8%
USD/PLN	PLN	1,1%	2,3%	6,0%	9,5%	9,6%	1,9%
USD/JPY	USD	0,0%	-1,0%	-4,7%	-9,0%	-5,5%	-2,0%
Bloomberg USD Index	USD	0,8%	2,0%	3,8%	4,7%	0,2%	-4,1%
MSCI EM Currency Index	USD	0,1%	0,2%	0,4%	1,1%	4,9%	12,9%
JP Morgan EM Currency Index	USD	0,3%	-4,2%	-6,3%	-7,4%	-16,9%	-20,3%
Europe REITS	EUR	0,3%	1,9%	-2,0%	13,4%	-9,5%	-6,8%
US REIT's	USD	-7,0%	-0,3%	2,7%	29,0%	24,3%	28,0%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-1,6%	16,8%	20,2%	33,3%	332,7%	512,1%
Amazon	USD	-10,3%	-11,3%	-10,1%	-6,7%	74,1%	263,3%
Alphabet (Google)	USD	-6,6%	-8,6%	0,4%	48,1%	140,3%	229,9%
Microsoft	USD	-7,5%	-6,1%	9,6%	35,2%	208,0%	417,3%
Facebook	USD	-6,9%	-3,2%	-12,1%	21,3%	87,9%	140,4%
Netflix	USD	-29,1%	-38,1%	-17,5%	-19,8%	25,8%	203,6%
Tesla	USD	-11,4%	-15,9%	36,3%	18,0%	1425,5%	1759,1%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	2,3%	10,3%	18,8%	28,2%	30,0%	39,9%
Roche	CHF	-5,9%	0,8%	1,9%	19,7%	48,3%	80,1%
ASML	EUR	-15,9%	-15,0%	-6,8%	36,0%	299,7%	455,0%
Nestle	CHF	-6,6%	-1,4%	3,7%	22,1%	48,8%	89,2%
Novartis	CHF	-0,2%	5,9%	-4,5%	3,3%	16,5%	49,5%
Novo Nordisk	DKK	-10,7%	-6,8%	13,7%	57,2%	130,1%	199,3%
L'Oreal	EUR	-9,6%	-4,6%	-2,3%	31,4%	86,8%	141,8%
LVMH	EUR	-0,6%	7,2%	7,7%	46,6%	168,4%	318,3%
Astrazeneca	GBP	-0,7%	-5,2%	5,1%	18,2%	70,2%	145,4%
SAP	EUR	-11,2%	-11,1%	-7,9%	7,7%	28,5%	41,0%
Sanofi	EUR	4,7%	7,3%	6,8%	24,8%	37,2%	51,1%
<b>Chiny - BAT</b>	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	7,4%	-1,5%	-2,6%	-32,0%	-7,5%	-8,8%
Tencent Holding	HKD	6,5%	1,1%	1,5%	-28,4%	41,7%	141,0%
Alibaba	USD	5,9%	-23,7%	-35,6%	-50,4%	-25,3%	24,2%

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