



ALIOR
BANK

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

SCENARIUSZE NA 2023 ROK

23,40

45,95

124

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

Lista autorów

Zbigniew Obara

Menedżer ds. Analiz

Makler Papierów Wartościowych

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych

Dział Analiz Makroekonomicznych

Marcin Brendota

Menedżer ds. Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego

Doradca Inwestycyjny

Arkadiusz Banaś

Specjalista ds. Analiz

Tomasz Kolarz

Ekspert ds. Data Science

Damian Marciniak

Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Marek Libner

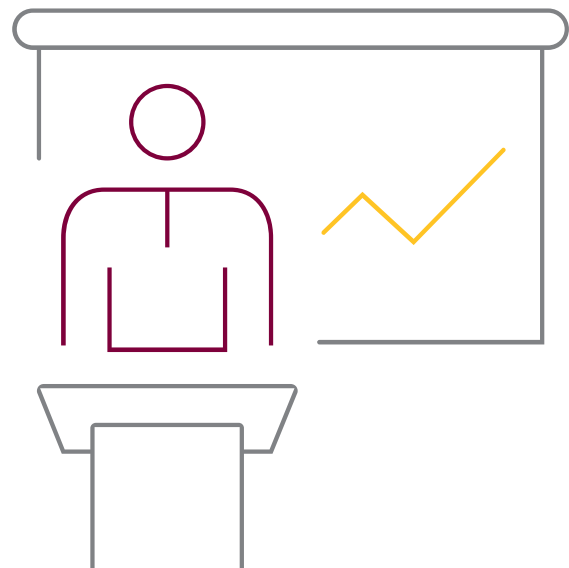
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

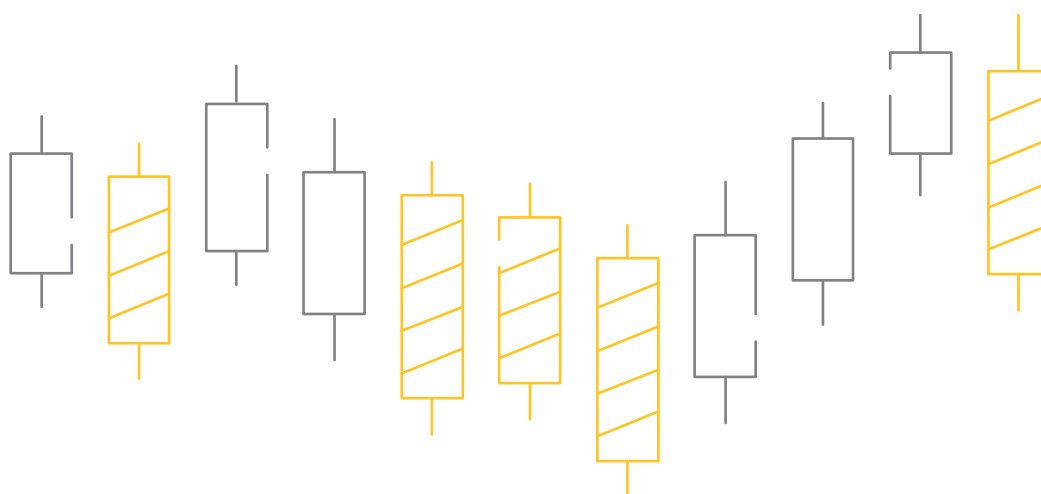
Makler Papierów Wartościowych



15 grudnia 2022 r.

Spis treści

Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	6
Akcje	9
Rynki rozwinięte (DM).....	9
Rynki wschodzące (EM).....	11
Polska	12
Obligacje	13
Zagraniczne korporacyjne IG.....	14
Zagraniczne korporacyjne HY	15
Surowce	16
Surowce energetyczne	16
Metale szlachetne	17
Metale przemysłowe.....	17
Towary rolne.....	18
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	19
Ważne informacje	21



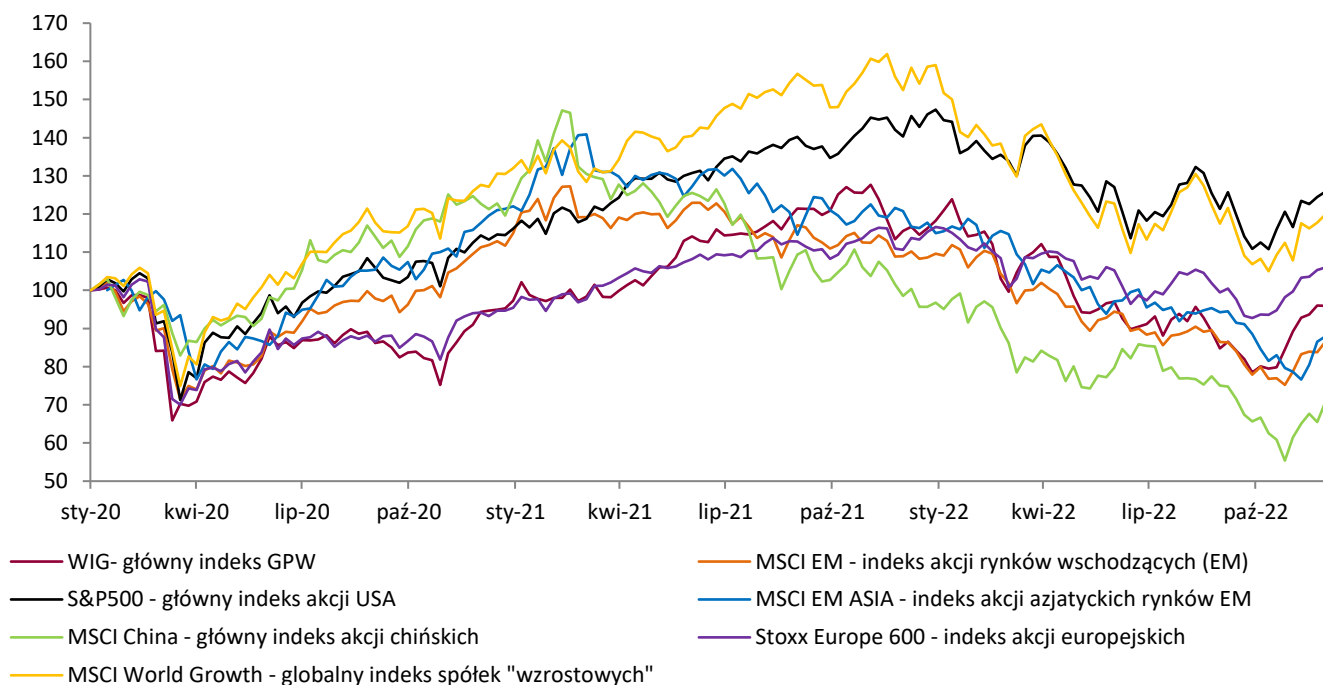
Wstęp

- Jesteśmy zdania, że **najważniejszymi czynnikami decydującym o stopach zwrotu w głównych segmentach rynku finansowego w 2023 roku będą: skuteczność czołowych banków centralnych w walce z inflacją**, zakres podejmowanych ku temu środków oraz zakres, będącego rezultatem powyższych, spowolnienia gospodarczego na świecie.
- Drugi z rzędu niższy od oczekiwań (i najniższy od roku; maksimum to było 9,1%) odczyt wskaźnika inflacji konsumenckiej CPI w USA (7,1% r/r za listopad vs. 7,3% oczekiwane i 7,7% w październiku) wg stanu z połowy grudnia nie dostarczył już paliwa do kontynuacji, **trwających od mniej więcej połowy października, wzrostów na rynkach finansowych**. Wzrostów w zasadzie większości klas aktywów, zarówno i akcji, jak i obligacji, przy czym spośród obligacji najmocniej długoterminowych obligacji skarbowych (szczegółowe tabele stóp zwrotu z poszczególnych klas aktywów znajdują się na dwu przedostatnich stronach raportu).
- Pomimo pojawiających się oczekiwań, że problem inflacji jest na świecie bliski opanowania, i że banki centralne nie będą musiały kontynuować, najbardziej zdecydowanych od co najmniej kilkunastu lat, podwyżek stóp procentowych, a gospodarka światowa uniknie tzw. „twardego lądowania”, **uważamy iż do sukcesu w walce z inflacją jeszcze bardzo daleka droga**. Przynajmniej inflacja rzędu 7% to nadal znacznie więcej niż 2%, będące celem inflacyjnym amerykańskiego banku centralnego - Fed, a jeszcze gorzej sytuacja wygląda z inflacją w Europie, zwłaszcza Środkowo-wschodniej, w tym Polsce.
- Całkiem jeszcze niezłe dane gospodarcze za III kw. (brak recesji w jakiegokolwiek z największych gospodarek) pokazują dużą akceptację podmiotów gospodarczych dla wyższych cen i **niebezpieczeństwo zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych na poziomach znacznie powyżej celów inflacyjnych banków centralnych i optymalnych poziomów z punktu widzenia długookresowego** wzrostu gospodarczego. **Powrót inflacji do tych poziomów jest również kluczowy z punktu widzenia długoterminowych realnych (po uwzględnieniu inflacji) stóp zwrotu z akcji, wypłacalności emitentów obligacji czy stabilnej sytuacji budżetów rządowych, przy czym w tym ostatnim przypadku wysoka inflacja akurat średnioterminowo poprawia wskaźniki długu do PKB, o ile nie towarzyszy jej spadek wiarygodności kraju na rynkach finansowych.**
- Uważamy, że **2023 rok będzie rokiem spadku inflacji w większości części świata** (dzieje się to już dość gwałtownie po stronie podażowej – szerzej o tym w *Opisie sytuacji gospodarczej*), jednocześnie w coraz większym stopniu **efekty wyższych stóp procentowych i spadku podaży pieniądza będą oddziaływać** na stronę popytową (w Polsce najbardziej widoczne na poziomie udzielanych kredytów, zwłaszcza hipotecznych).
- Podsumowując, głównymi **determinantami stóp zwrotu na rynkach finansowych w 2023 r.** w naszej ocenie **będą skala i tempo spadku miar inflacji i skala towarzyszącego (koniecznego do zbitcia inflacji) spowolnienia gospodarczego** na świecie, włączając w to ryzyko recesji. Zwracamy uwagę, że **konsensusy prognoz są dość optymistyczne**, np. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w najnowszej projekcji z października br. szacuje wzrost globalnego PKB w 2023 roku na 2,7 proc. vs. 3,2% w roku bieżącym i 6,0% w wyjątkowym, bo popandemicznym, 2021. MFW przewiduje ponadto, że globalna inflacja spadnie - do 6,5 proc. w 2023 r i do 4,1 proc. w 2024 z 8,8 proc. w 2022 r. z i 4,7 proc. w 2021 r. Widać zatem w prognozach duży optymizm, a należy pamiętać, że ewentualne **niższe od konsensusów oczekiwań tempo wzrostu PKB może powodować negatywne zaskoczenia na poziomie wyników spółek i presję na spadek ich kursów.**
- Mając na względzie powyższe, na tę chwilę (15 grudnia) w średnim terminie (6-12 mies.) na najwyższym poziomie alokacji **utrzymujemy umiarkowaną preferencję obligacji nad akcjami.**

W segmencie **obligacji** najwyższą preferencję utrzymujemy dla polskich zmienno-kuponowych skarbowych oraz korporacyjnych, ale tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym (IG). Głównym ku temu powodem jest właśnie mechanizm zmiennego kuponu (odsetek), uzależnionego od stopy WIBOR, który powoduje niską zmienność cenową obligacji. Co prawda, po tym jak RPP wstrzymała się z kontynuacją podwyżek stóp procentowych, stopa WIBOR6M, będąca w większości emisji bazą do wypłaty odsetek, już nie rośnie (a nawet nieco spada; więcej na ten temat w części *Obligacje*), to zakładając jej bieżący poziom (7,22%), rentowności obligacji zmienno-kuponowych są wyższe niż analogicznych obligacji stałokuponowych. Jednocześnie, utrzymująca się od wielu miesięcy przewaga odpływów nad napływami do funduszy inwestycyjnych spowodowały, że rynkowe wyceny coraz większej liczby emitentów - często nawet spółek Skarbu Państwa, **oferują rentowności do wykupu** (zakładając stałość stopy WIBOR) **przekraczające 10%**.

- W akcjach nieco wyższe nastawienie niż do akcji polskich i z rynków rozwiniętych (DM) utrzymujemy do akcji z rynków wschodzących (EM) ogółem (0, tj. neutralne), a dodatkowo **przeważamy akcje Ameryki Łacińskiej**, które są nisko wyceniane i z dala od bieżących epicentrow konfliktów geopolitycznych.
- W obszarze **ekspozycji na akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM)**, preferujemy niezmiennie spółki zaliczane do segmentów: **value** (niżej wycenianych w relacji do bieżących zysków, działających w bardziej tradycyjnych branżach) i **quality** (mających niskie zadłużenie i wysokie marże) nad spółkami wzrostowymi (growth). Wyniki finansowe tych ostatnich wykazują większą cykliczność, a wzrost rynkowych stóp procentowych i trudniejszy dostęp do kapitału w większym stopniu obniżają ich bieżące wyceny, bazujące niekiedy na odległych, i w związku z tym niepewnych, projekcjach finansowych.
- Cały czas **pozytywnie zapatrujemy się na sektor surowcowy**. (zo)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Opis sytuacji gospodarczej

- Koniec słabego 2022 r. przyniósł szczytę optymizmu, zarówno na rynkach finansowych, jak i w kontekście scenariuszy makro
- Tym niemniej, wielkimi krokami nadchodzi kolejny rok dużej niepewności dla globalnej gospodarki
- Znaczne spowolnienie gospodarcze, również w Polsce, jest pewne. Aktualne jest jednak pytanie o jego skalę i długoterminowe konsekwencje

Rok 2022 powoli przechodzi do historii. Zapisze się w niej raczej mało pozytywnymi zgłoskami, również w kontekście ekonomicznym. O ile w 2021 obserwowaliśmy silne ożywienie globalnej gospodarki po pandemicznej zapaści, to w 2022 ujawniły się m.in. negatywne skutki środków zaradczych, jakie implementowały rządy i banki centralne w celu wsparcia koniunktury w dobie pandemii.

Znaczne pakiety stymulacyjne realizowane kosztem wzrostu zadłużenia publicznego, w połączeniu z niskimi stopami procentowymi i zmianą wzorców konsumpcyjnych, przyniosły **wzrost inflacji niewidziany w krajach rozwiniętych od dekad**. Zaburzenie równowagi globalnej gospodarki dodatkowo wzmożone zostało przez skutki wojny w Ukrainie. W rezultacie największe obszary gospodarcze zaliczane do rozwiniętych (strefa euro, USA), kończą 2022 r. z wysoką inflacją, słabnącym w szybkim tempie wzrostem gospodarczym i wysokimi stopami procentowymi, które dławią koniunkturę.

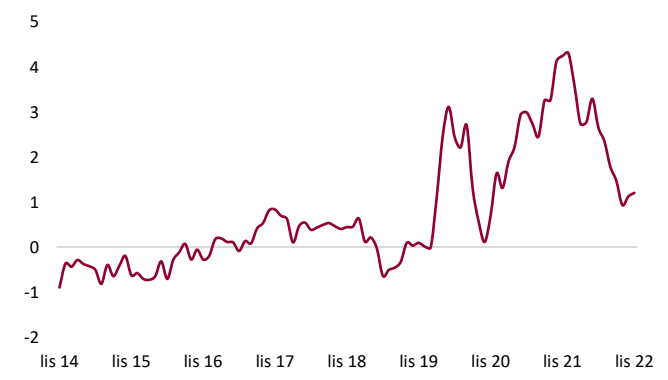
W nieco innym miejscu znajduje się druga gospodarka świata – Chiny. Dynamika PKB również jest tam dość słaba – w całym 2022 r. wyniesie prawdopodobnie ok. 3% - znacznie poniżej tendencji przedpandemicznych, dla których bardziej charakterystyczny był wzrost na poziomie ok. 6% rocznie. Tu jednak przebija się nieco inne podłoże problemów. Na pierwszym miejscu należy wymienić sytuację epidemiczną. Przyjęte sposoby walki z COVID-19 (znaczące restrykcje) znacząco krępują potencjał konsumenta. Do tego dochodzi kryzys na rynku nieruchomości mieszkaniowych, który wraz z sektorami powiązаныmi może odpowiadać nawet za ok.

30% PKB. I na końcu można dodać jeszcze problemy zewnętrzne: **słabnący w szybkim tempie globalny popyt na dobra trwałe oraz nasilenie napięć w relacjach z USA**, co pogarsza perspektywy inwestycji zagranicznych, głównie w obszarze wysokich technologii.

Tak nakreślony obraz mówi jedno – powrót do stabilizacji po szoku pandemicznym jest trudny, a niepewność jest znacznie podwyższona. Prognozy dla gospodarek rozwiniętych wg konsensusu Bloomberg są jednoznaczne: PKB USA w 2023 ma rosnać kosmetycznie – o 0,4% wobec ok. 1,8% w 2022, a PKB strefy euro w 2023 może nawet się lekko obniżyć (konsensus to ok. -0,1%) wobec wzrostu w 2022 o 3,2%. Tym niemniej w ostatnich miesiącach 2022 zarysowały się pewne symptomy, które przynajmniej redukcją możliwość realizacji bardziej negatywnych scenariuszy gospodarczych.

Po pierwsze jest to cofanie się inflacji. Ta w USA obniża się powoli, ale systematycznie od kilku miesięcy. W czerwcu br. wskaźnik CPI wyniósł 9,1% r/r, w październiku 7,7%, a w listopadzie 7,1%. Dynamika głównego wskaźnika inflacji konsumenckiej w strefie euro (HICP) w listopadzie br. obniżyła się po raz pierwszy od czerwca ub. roku, z 10,6% r/r do 10% r/r.

Indeks napięć w łańcuchach dostaw (Fed New York)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Po drugie, **słabnące napięcia w globalnych łańcuchach dostaw**. To wynik zredukowanego popytu na dobra trwałe, ale także zanikającego problemu pandemii. Ceny morskiego frachtu są już w zasadzie na poziomach

obserwowanych przed 2020 r., czyli skorygowały cały około 4-5-krotny wzrost z przełomu 2021/22. **Do poziomów przedpandemicznych zbliża się też, obliczany przez nowojorski oddział Fed, Indeks presji w łańcuchach dostaw.** Z kolei **inflacja producentcka PPI w Chinach jest już ujemna w ujęciu r/r.** Wszystkie powyższe elementy będą redukować presję na wzrost cen konsumenckich w nadchodzącym 2023 r.

Po trzecie, **oddalenie skrajnie negatywnych scenariuszy dla kryzysu energetycznego.** Tu mowa głównie o Unii Europejskiej (UE), ale pośrednio również USA i Chinach. Pomimo asertywnej postawy Rosji w kwestii wojny w Ukrainie i dostaw gazu do Europy, wstępnie wygląda na to, że UE w ramach możliwości odrobiła lekcję na przestrzeni ostatnich miesięcy i przygotowała się na sezon zimowy, akumulując znaczne zapasy gazu. Po stronie popytowej widać z kolei redukcję zużycia surowca (wspomagane relatywnie wysokimi temperaturami w jesiennych miesiącach), co przełożyło się na obniżenie cen gazu i energii względem wakacyjnych rekordów.

Po czwarte, odejście przez Chiny od superrestrykcyjnej polityki epidemicznej. Władze Państwa Środka wobec nasilających się protestów społecznych, skierowanych przeciw polityce „zero COVID”, złagodziły podejście. Zmiany mogą potrwać i napotykać trudności, ale jeśli zostaną zaimplementowane, odblokują część potencjału konsumpcji gospodarstw domowych, która może stanowić wsparcie dla koniunktury, w okresie słabnącego popytu zewnętrznego oraz trwającego kryzysu na rynku nieruchomości.

Wymienione wyżej punkty to jedne z kluczowych szans dla globalnej gospodarki na przejście przez okres pogorszenia koniunktury bez silnego kryzysu. Zagrożenia dla realizacji łagodniejszych scenariuszy makro są raczej dobrze rozpoznane i na rynkach (głównie akcji i obligacji) „rozgrywane” były przez znaczną część 2022. Tu należy wymienić głównie: ryzyko nasilenia kryzysu inflacyjnego, energetycznego, konieczność znacznie mocniejszych podwyżek stóp procentowych przez główne banki centralne, rozwinięcie problemów wewnętrznych Państwa Środka i wreszcie zaostrzenie napięć geopolitycznych.

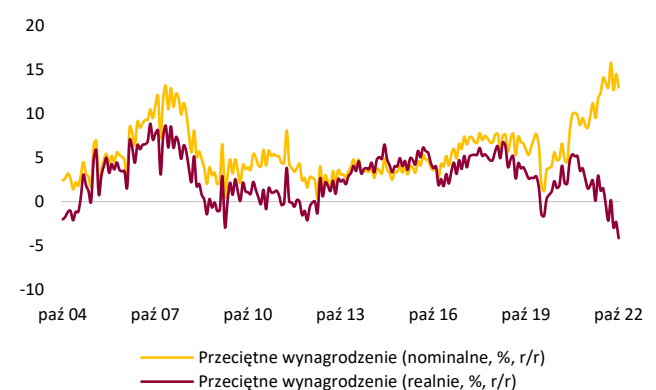
Bieżący rozwój wydarzeń sugeruje jednak, że w 2023 r. powinniśmy zobaczyć złagodzenie presji inflacyjnych w

gospodarkach rozwiniętych, znaczne spowolnienie podwyżek stóp procentowych Fed (amerykański bank centralny) i EBC (bank centralny strefy euro) w I poł. 2023 r. i ich stabilizację w kolejnych kwartałach, a także podjęcie wysiłku w Chinach ukierunkowanego na ożywienie popytu wewnętrznego (konsumpcja, inwestycje). Jednocześnie zarówno Fed, jak i EBC ostatnio regularnie komunikują, że doświadczenia historyczne w znacznej trudności w zwalczaniu wysokiej inflacji sprawiają, że jest duże prawdopodobieństwo wydłużonego okresu utrzymywania wysokich stóp procentowych. Szanse na ich obniżki w 2023 są raczej niewielkie.

W tak zarysowanym trudnym otoczeniu zewnętrznym w 2023 r. gospodarka Polski znacznie wyhamuje. W 2022 r. PKB wg naszych szacunków wzrośnie jeszcze względem 2021 r. o ok. 5%. Koniunktura jednak systematycznie słabła na przestrzeni kwartałów i w przyszłym roku spodziewamy się dynamiki PKB już tylko na poziomie ok. 0,6%, ze słabszą pierwszą połową roku.

Silny wzrost gospodarczy w 2022 r. napędzany był w znacznym stopniu przez nadbudowę zapasów przez firmy. W 2023, przy spodziewanym silnym osłabieniu popytu zewnętrznego i wewnętrznego, ten element zadziała w przeciwną stronę i wyraźnie „odchudzi” dynamikę PKB.

Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, Polska

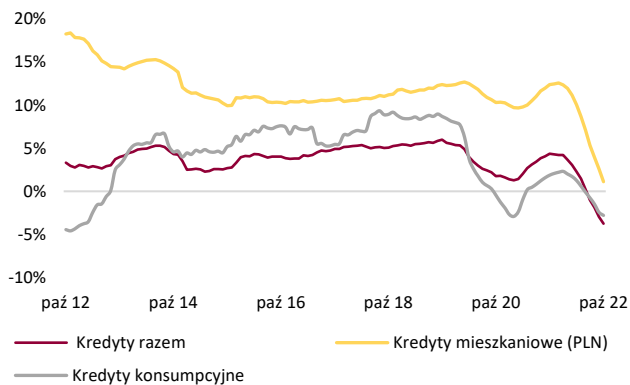


źródło: GUS, opracowanie własne

Sytuacja gospodarstw domowych jest jeszcze niezła, ale **wysoka inflacja coraz bardziej drenuje dochód rozporządzalny.** Płace w 2022 r. rosły już wolniej niż inflacja (w drugiej połowie roku nawet wyraźnie wolniej) i taki obraz naszym zdaniem utrzyma się w 2023 r. **Zbliża**

się także pogorszenie na rynku pracy. Przy szybko słabnącej koniunkturze gospodarczej wzrost stopy bezrobocia w 2023 r. wydaje się nieuchronny. **Firmy mają coraz mniejsze możliwości przeliczenia wysokich kosztów** (energia, praca, materiały) **na odbiorcę końcowego**, co będzie generowało poszukiwanie oszczędności, m.in. po stronie kosztów pracowniczych. Tendencje te będą jednak mitygowane m.in. przez sytuację demograficzną i obawy o podaż pracowników po okresie dekoniunktury. Dlatego też, spodziewamy się tylko nieznacznego wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego - z 5,3% w grudniu 2022 do 5,8% w grudniu 2023.

Dynamika kredytu gospodarstw domowych (r/r, skorygowane o kursy walutowe)



źródło: NBP, opracowanie własne

Trwający kryzys inflacyjny jest największy od przeszło dwóch dekad. Zaimplementowane przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) zaostrzenie polityki monetarnej (podwyżki stóp procentowych) w okresie październik'21

– wrzesień'22 było jednak bezprecedensowe w historii XXI w. i już widać jego efekty. Słabnie popyt na kredyt i pośrednio znacznie został schłodzony rynek nieruchomości mieszkaniowych. Po stronie inflacji skutki podwyżek stóp procentowych w największym stopniu powinny się ujawnić właśnie w 2023 r. Dezinflacji (spadku inflacji) powinny sprzyjać również adekwatne procesy globalne. Po wzroście krajowej inflacji CPI do ok. 20% r/r w I kw. 2023 r., w późniejszym okresie spodziewamy się jej stopniowego spadku. Inflacja średniorocznie w 2023 r. pozostanie wysoka (powyżej 14%, podobnie jak w 2022), i spodziewamy się (DAM Alior), że dopiero w ostatnim kwartale 2023 r. ma szansę osiągnąć poziom jednocyfrowy (poniżej 10% r/r).

Zarysowująca się w USA i strefie euro szansa na łagodniejszą wersję kryzysu inflacyjnego sprzyja RPP. Jeśli nie dojdzie do dalszego znacznego wzrostu stóp procentowych Fed i EBC, stopy procentowe NBP utrzymają się na dotychczasowym poziomie. I taki jest nasz scenariusz bazowy – stopa NBP na poziomie 6,75% na przestrzeni całego 2023. Spodziewana spadkowa trajektoria inflacji od II kw. 2023 powinna wspierać RPP w takim podejściu. Z drugiej strony znaczna negatywna stopa realna (skorygowana o inflację) raczej nie pozwoli na szybką normalizację polityki monetarnej (obniżenie stóp procentowych). Ten sam czynnik, abstrahując od wpływu sytuacji zewnętrznej, rodzi ryzyko długiego okresu powrotu inflacji do celu NBP (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Prawdopodobnie odsuniętego poza horyzont projekcji NBP, tj. 2025 rok. (js)

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- W ostatnich odczytach o inflacji w USA i strefie euro obserwowane jest niewielkie obniżenie dynamiki
- Dalsza walka z inflacją wpłynie na obniżenie zagregowane popytu i dalszy spadek tempa wzrostu gospodarczego
- Osłabienie koniunktury gospodarczej osłabi sprzedaż i marże przedsiębiorstw
- Niestabilne otoczenie makro stwarza ryzyko dla rewidowania w dół obecnych prognoz wyników finansowych

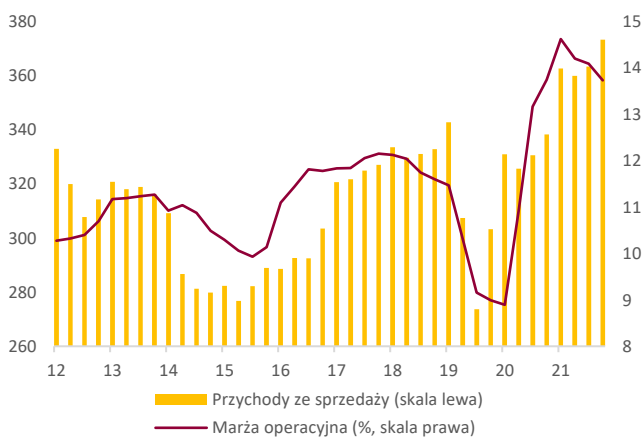
W listopadzie na globalnych rynkach akcji kontynuowane było wzrostowe odreagowanie, które zostało zapoczątkowane w połowie października. Główny indeks akcji rynków rozwiniętych MSCI World w listopadzie wzrósł o 6,8%. Od strony analizy technicznej indeks testuje blisko roczną spadkową linię oporu. **Przyptyw sentymentu można tłumaczyć mniejszymi obawami o możliwość wystąpienia recesji i oczekiwaniem tzw. „miękkiego lądowania” w gospodarce, złagodzeniem tempa zaostrzania polityki pieniężnej w USA, ale również w strefie euro oraz okiełznania galopującej w wielu krajach inflacji.** Przy założeniu spełnienia powyższych warunków wyniki finansowe nie będą już narażone na obsunięcia głębsze niż wykazywane obecnie prognozy, czyli wszelkie negatywne konsekwencje są już uwzględnione w cenach.

Czy jednak taki optymizm jest uzasadniony? **W odniesieniu do napięć inflacyjnych ostatnie raporty o inflacji konsumenckiej CPI w USA rzeczywiście wykazują zmniejszenie dynamiki wzrostu cen.** Nie można tego jeszcze w pełni potwierdzić w strefie euro, gdzie inflacja wciąż pozostaje przy wartościach dwucyfrowych. **Obniżenie tempa wzrostu inflacji sprzyja oczekiwaniom złagodzenia prowadzonej ostatnio dość restrykcyjnie polityce pieniężnej, zwłaszcza w USA.** Znajduje to potwierdzenie w wycenie instrumentów pochodnych na stopę procentową, gdzie **oczekiwania względem maksimum stopy federalnej przypadają na koniec I kw. 2023 na poziomie 4,81%.** Sam Fed jednak w komentarzu po posiedzeniu 14 grudnia, szacuje poziom docelowy głównej stopy procentowej dla dolara na min. 5,1%, czyli wyżej niż rynek.

Ponadto należy pamiętać, że **walka z inflacją, a przynajmniej inflacją bazową** (bez cen żywności i energii, na które w większości przypadków elastyczność cenowa popytu jest niewielka i bank centralny ma niewielki wpływ), **odbywa się poprzez schłodzenie zagregowanego popytu w gospodarce, czego konsekwencją jest obniżenie tempa jej wzrostu.** Jednocześnie rośnie cena pieniądza, czyli drożeją koszty odsetkowe, wzrost kosztów odsetkowych po stronie przedsiębiorstw oznacza niższe marże, a dla konsumentów zmniejszenie zdolności nabywczej ich portfeli. Ponadto wyższe stopy procentowe mają zachęcać do oszczędności, kosztem niższej

konsumpcji. Uważamy, że powyższe czynniki będą stanowić wyzwanie dla wielu przedsiębiorstw w zakresie możliwej do uzyskania rentowności sprzedaży. Obawiamy się, że wysokie marże jakie przedsiębiorstwa europejskie i amerykańskie zdołały osiągnąć w I półroczu będą nie do powtórzenia w najbliższych kwartałach. Zawężenie marż było już obserwowane w wynikach za III kw. '22, gdzie na poziomie zagregowanym dla indeksu MSCI World marża operacyjna obniżyła się o 35 pb., W większej mierze dotyczyło to spółek amerykańskich (dla indeksu S&P500 obniżenie marży operacyjnej o 60 pb.) niż europejskich (dla indeksu Eurostoxx 600 obniżenie marży operacyjnej o 10 pb.).

Zagregowane dane dla spółek z indeksu akcji rynków rozwiniętych MSCI World



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Prawdopodobnie proces ten będzie się pogłębiać w przyszłym roku. Biorąc pod uwagę prognozy wzrostu gospodarczego w USA w kolejnych kwartałach, presja na słabsze wyniki spółek może się utrzymywać. Według konsensusów prognoza Bloomberg'a proces spowolnienia zostanie powstrzymany w I półroczu, ale na nowo pogłębi się w II półroczu i dopiero w 2024 r. nastąpi odwrócenie niekorzystnej tendencji. Dla strefy euro szacunki zakładają, że już w kończącym się IV kw. oraz I kw. 2023 r. dynamika PKB będzie ujemna, i dopiero w późniejszych kwartałach będzie następowało bardzo powolne odwrócenie. Jako że, Produkt Krajowy Brutto jest podsumowaniem ogólnej aktywności gospodarczej i wartości dodanej brutto, to można szacować, że również spółki giełdowe będą odzwierciedlać ten stan, i chociaż reprezentacja sektorowa na aktywnych rynkach jest nieco odmienna od struktury gospodarki, to jednak tendencje makro są tutaj zbieżne. **Wskaźniki koniunktury PMI**

podawane dla głównych gospodarek potwierdzają osłabienie warunków funkcjonowania sektora wytwórczego.

Z pewnością część tych zagrożeń jest już uwzględniona w bieżących cenach, ale nadal obawiamy się, że w perspektywie najbliższego roku mogą pojawić się negatywne zaskoczenia, które będą miały wymierny wpływ na rynek. Uważamy, że bieżąca inflacja, zwłaszcza na kontynencie europejskim, może być trudniejsza w opanowaniu. Obecne prognozy dla strefy euro (konsensus prognoz Bloomberg) wykazują dynamiczne jej spadek do końca 2023 do 3,5% z obecnych 10,6%, co naszym zdaniem jest nadto optymistycznym szacunkiem. Jednym z głównych źródeł inflacji był silny wzrost cen energii, i faktycznie w ostatnich miesiącach jej ceny w kontraktach rocznych są znacznie niższe w porównaniu do średniej III kw., ale to nie oznacza, że rynek energii elektrycznej w Europie został ustabilizowany i wzrost cen nie powróci jeszcze w kolejnych kwartałach. **Ponadto ceny produkcji sprzedanej w największych gospodarkach strefy euro nadal pozostają na wysokich dwucyfrowych poziomach i trudno oczekiwać, aby całość tego wzrostu kosztów została zabsorbowana w przedsiębiorstwach, a więc znajdą ujście również w cenach końcowych dla konsumentów.**

Trudny do zdużenia wzrost cen oraz szacowane spowolnienie gospodarek, zarówno w USA jak i strefie euro, może przynieść silniejszy wpływ na oczekiwane wyniki finansowe przedsiębiorstw niż wykazują to obecne prognozy. A zatem i obecne wyceny spółek mogą być pod presją ewentualnych rewizji wyników. Dlatego też „wchodzimy” w Nowy Rok z utrzymywanym od kilku miesięcy nastawieniem umiarkowanie negatywnym ogółem do rynków rozwiniętych, wskazując przede wszystkim ryzyka niezrealizowania prognoz finansowych wskutek niższej od prognoz sprzedaży oraz osłabienia marży operacyjnej. (mb)

Rynki wschodzące (EM)

- Listopad przyniósł mocne odbicie na chińskim rynku akcji, co spowodowane jest luzowaniem restrykcyjnej polityki „zero-COVID”
- Otwarcie chińskiej gospodarki daje duży potencjał do wzrostu w przyszłym roku
- Akcje z krajów Ameryki Łacińskiej wciąż są najatrakcyjniej wyceniane i oferują najwyższe stopy dywidendy

Rok 2022 przyniósł na rynkach akcji EM dużą zmienność, która była powodowana wciąż obecnymi ekonomicznymi skutkami pandemii COVID-19, narastającymi problemami z inflacją, wojną w Ukrainie i geopolitycznymi napięciami między USA a krajami Azji Wschodniej, takimi jak Chiny i Korea Północna. Zarówno rynki DM, jak i EM, mierzą się również z perspektywą globalnego spowolnienia gospodarczego.

Pomimo dużej zmienności i ogólnie negatywnego sentymentu w 2022 roku, rynki wschodzące wciąż mają podstawy i potencjał do wzrostu gospodarczego. Szczyty inflacji w rozwijających się gospodarkach są widoczne w niedalekiej perspektywie lub są już za nami. Niektóre banki centralne zakończyły cykle podwyżek stóp procentowych (np. Brazylia), a inne zawiesiły je (np. Polska). Kraje państw Azji, takie jak Chiny, Indie czy Korea Południowa właściwie do tej pory nie zostały dotknięte problemem wysokiej inflacji i nie spodziewamy się, aby miało się to jeszcze stać w roku przyszłym. Co więcej, bieżące utrzymywanie się inflacji na rynkach wschodzących na niskich poziomach pozwoli w przyszłym roku najprawdopodobniej szeregowi banków centralnych na początek luzowania polityki monetarnej, co zwykle jest czynnikiem korzystnym dla wycen spółek na giełdach.

O czym warto pamiętać, akcje rynków wschodzących wciąż są zdecydowanie atrakcyjniej wyceniane niż akcje spółek z rynków rozwiniętych – wskaźnik P/E dla indeksu MSCI Emerging Markets wynosi 10,9 wobec wskaźnika P/E dla indeksu MSCI World na poziomie 17,5. Rynki te (przede wszystkim kraje Ameryki Łacińskiej) oferują także wyższe stopy dywidendy.

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Ameryka Łacińska – MSCI LA, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, *dane na 14.12.2022 r.

Oprócz atrakcyjnych wycen i relatywnie wysokiej stopy dywidendy, pozytywne nastroje budzi również normująca się sytuacja w Chinach. W listopadzie prezydent USA Joe Biden i przywódca Chin Xi Jinping spotkali się przed szczytem G20 w Indonezji, by porozmawiać o relacjach między tymi mocarstwami. Samo spotkanie miało pozytywny wydźwięk, a przywódcy wypowiedzieli się o potrzebie dalszej współpracy. W ostatnich tygodniach ucichły także napięcia na linii Chiny – Tajwan, a co najistotniejsze z perspektywy inwestorów, **Chiny powoli zaczęły wycofywać się z polityki „zero COVID”**. Efekty luzowania surowej polityki były przez rynek dyskontowane – w listopadzie indeks MSCI China wzrósł o 28,9%.

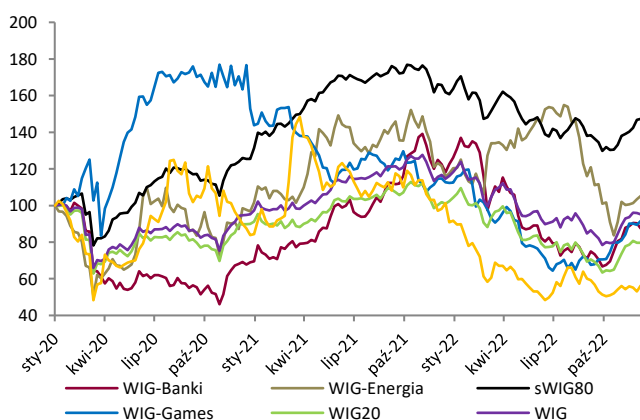
Mimo poprawiających się perspektyw, warto pamiętać o wciąż istniejących zagrożeniach. Rosnące w 2022 roku ceny surowców oraz aprecjacja kursu dolara wspierały gospodarki eksportowe, takie jak Brazylia czy RPA, które w nadchodzącym roku mogą zanotować mniejszy wzrost. Przychody z eksportu będą maleć nie tylko z powodu słabnącego dolara, ale również z racji nadchodzącego globalnego spowolnienia gospodarczego, które jest ważnym czynnikiem ryzyka dla rynków wschodzących. Potencjalne ryzyka to również napięcia geopolityczne, w tym wciąż trwająca wojna w Ukrainie czy konkurencja i technologiczny „wyścig zbrojeń” między Chinami a Stanami Zjednoczonymi. (ab)

Polska

- Drugi miesiąc z rządu poprawa globalnego sentymentu dla akcji wsparta także szybkie odrabianie strat przez spółki z GPW
- Spółki energetyczne prawdopodobnie będą finansować mechanizm maksymalnych cen energii i gazu w 2023 r.
- Ze względu na niejasne perspektywy wyników spółek z krajowego parkietu w roku przyszłym i niskie dywidendy utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie do polskiego rynku akcji

Listopad, podobnie jak październik, przyniósł wyraźną poprawę nastrojów na GPW (we wszystkich głównych indeksach), co ponownie najbardziej widoczne było w indeksie obrazującym największe spółki - WIG20. Duże podmioty zyskiwały na fali poprawiającego się sentymentu na globalnych rynkach akcji w związku z oczekiwaną luźniejszą polityką monetarną Fed, a impulsami każdorazowo były ostatnie publikacje danych o inflacji w USA (niższych od oczekiwań). Spółki z dalszej orbity zainteresowań inwestorów instytucjonalnych, skupione w indeksie sWIG80, rosły najwolniej, ale one również mogły pochwalić się przeszło 7%-owym wzrostem kursu indeksu. W listopadzie krajowy rynek akcji ponownie zaprezentował się znakomicie również na tle zagranicy - indeksy DAX, S&P500 oraz MSCI All Countries wzrosły wolniej od indeksu WIG20.

Zachowanie wybranych subindeksów sektorowych na GPW (2020.01 = 100)



źródło: Bloomberg

W przekroju sektorowym inwestorzy najmocniej docenili sektor górniczy (+24,8%), paliwowy (+14,9%),

budownictwo (+9,2%) oraz banki (+8,7%). W przypadku paliw i banków rynek nagrodził je wzrostem w efekcie wzrostów oczekiwań na przyszłe (4 kwartały do przodu) wyniki obu sektorów po około 5%. Z kolei w przypadku budownictwa rewizja oczekiwanych wyników wynosiła -5,2%, a górnictwo wypadło neutralnie na tym tle. Sektor energetyczny w przyszłym roku prawdopodobnie dotknie mechanizm maksymalnych cen energii i gazu oraz finansowania przez te spółki pakietów antyinflacyjnych z zysków spółek energetycznych. Rząd w grudniu przedłużył do końca czerwca 2023 r. zerową stawkę VAT na żywność oraz obniżył stawkę VAT na niektóre produkty nawozowe.

Spoglądając przez pryzmat historycznych wskaźników P/E, akcje polskie jako cały rynek, notowane są na poziomach w pobliżu najniższych z 10 lat i jednocześnie najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek. Na oczekiwanym P/E polskie akcje wyceniane są na poziomie 6x, (podobnie jak akcje tureckie), na co wpływ ma wojna w Ukrainie i konsekwencje z tego płynące. Większość ważnych sektorów GPW jest również atrakcyjna przez pryzmat zarówno historycznego jak i oczekiwanego P/E, poza sektorem bankowym, który na historycznym wskaźniku wyceniany jest drogo, natomiast na oczekiwanym P/E – w pobliżu 10-letnich minimów. Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w kolejnych miesiącach kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie, co do której jednak trudno obecnie spodziewać się deeskalacji.

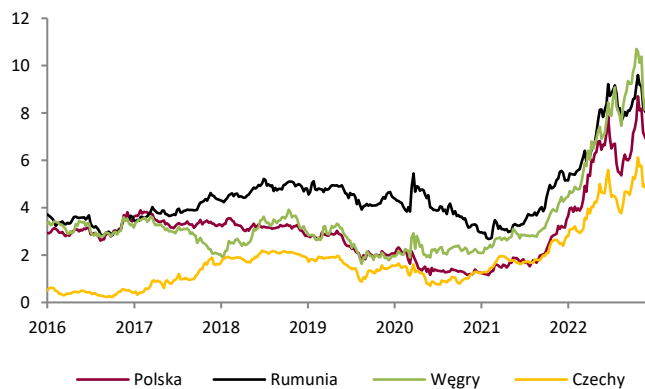
Tym samym dla akcji polskich ogółem, podobnie jak dla rynków DM utrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne (-1, w skali od -2 do +2). W przypadku krajowego rynku akcji mamy do czynienia z niedostateczną reprezentacją spółek na GPW, które na podwyższonej inflacji mają szansę odpowiednio skorzystać finansowo i wypłacić zyski w postaci dywidend. Ponadto dostrzegamy **niepewne perspektywy dla przyszłorocznych zysków spółek** związane z oczekiwanym spowolnieniem gospodarczym. W oczekiwaniu na rozwój wydarzeń sądzimy, że stopa zwrotu z akcji polskich w najbliższych 6-12 miesiącach może być niższa od stopy zwrotu z najbardziej perspektywicznych segmentów rynku obligacji zmiennie-kuponowych. W przypadku natomiast dalszego odreagowania na rynkach akcji na świecie zakładamy, że polski parkiet zachowywać się w sposób zbliżony do akcji na rynkach DM. (tk)

Obligacje

- Uważamy, że obecna wycena średnio i długoterminowych polskich obligacji skarbowych stałokuponowych jest nieadekwatna zarówno względem bieżącej i oczekiwanej inflacji, jak również nie uwzględnia szeregu ryzyk
- Za dużo lepsze oceniamy perspektywy oraz stosunek potencjalnego zysku do ryzyka w segmencie polskich obligacji zmienno-kuponowych skarbowych oraz korporacyjnych, ale tylko polskich emitentów o wysokim standingu finansowym (IG). Segment ten charakteryzuje się też najniższym poziomem ryzyka stopy procentowej (duration)
- Wśród obligacji zagranicznych zalecamy unikać emitentów korporacyjnych high-yieldowych, za rozsądne uważamy natomiast już bieżące rentowności obligacji w segmencie IG i jest to przez nas zalecany komponent dywersyfikacji portfeli obligacyjnych o część zagraniczną

Umocnienie długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach bazowych (spadek rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich z 4,33% do poniżej 3,5%, czy niemieckich z 2,52% do 1,92%) wraz z informacjami o wypieraniu rosyjskich wojsk z coraz większej części terytorium Ukrainy sprzyjały umocnieniu obligacji skarbowych w naszej części Europy.

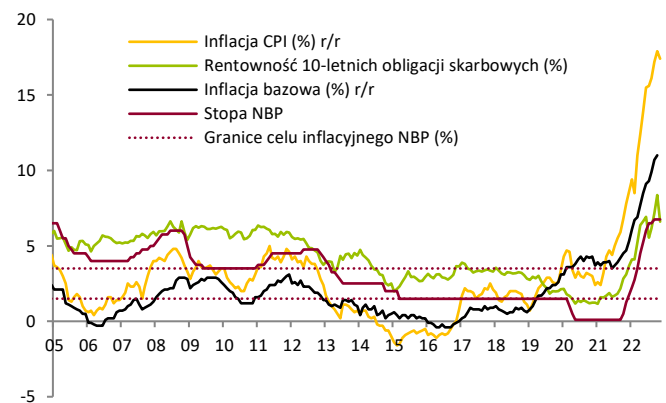
Rentowności (w proc.) 10-letnich obligacji skarbowych w regionie CEE



źródło: Bloomberg

W rezultacie rentowność polskich 10-latek spadła do najniższego poziomu od 2 miesięcy, tj. 6,4% i w naszej ocenie, silnie nie koresponduje z bieżącymi uwarunkowaniami w realnej gospodarce. Tempo wzrostu cen konsumenckich (inflacja CPI) w Polsce w listopadzie, co prawda, kosmetycznie spadło (do 17,5% r/r z 17,9% w październiku), jednakże w scenariuszu bazowym będzie jeszcze wyższe na początku roku, a okres jego powrotu do poziomów widzianych sprzed 2019 roku bardzo długotrwały i w ogóle na tę chwilę niepewny, tak jak obciążona dużym ryzykiem niepewności jest większość długoterminowych prognoz makroekonomicznych. Do tego dochodzą rosnące wydatki budżetu w związku z wojną na Ukrainie czy też dość krótki średni termin zapadalności polskiego długu, oznaczający konieczność w najbliższych latach dużych rolowań długu.

Rentowności polskich obligacji skarbowych 10-letnich na tle inflacji i stopy procentowej NBP



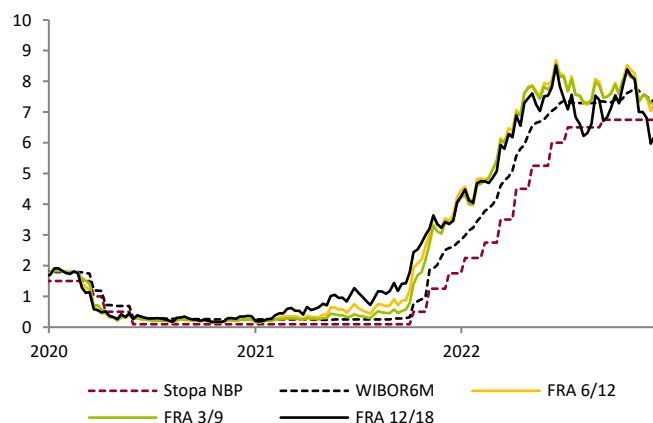
źródło: Bloomberg

Z punktu widzenia dbałości o budżet uzasadnione wydaje się od 1 stycznia przywrócenie wyższych stawek VAT na energię, gaz i paliwa, ale to oznacza dalsze szoki cenowe w realnej gospodarce, a asymetrycznymi ryzykami dla budżetu pozostają kurs walutowy i sytuacja na froncie w Ukrainie.

Tym samym wchodzimy w 2023 rok silnie niedoważając polski dług skarbowy długoterminowy stałokuponowy (tym samym niedoważając ryzyko stopy procentowej -

duration), a preferując obligacje zmienno-kuponowe i krótkoterminowe (o niższej zmienności cenowej) i wyeksponowaniu na stopę rynku międzybankowego WIBOR6M, będącej bazą do obliczania wysokości kuponów. Należy mieć na względzie, iż w sytuacji, gdyby złotówka nadmiernie zaczęła się osłabiać Rada Polityki Pieniężnej nie miałaby wyboru jak „przeprószyć” się z podwyżkami stóp procentowych, które aktualnie już 3. z rzędu posiedzenie zawiesiła.

Rynek stopy procentowej dla PLN – 6-miesięczna stopa WIBOR, kontrakty terminowe (FRA) na przyszłą stopę procentową rynku międzybankowego oraz stopa NBP (proc.)

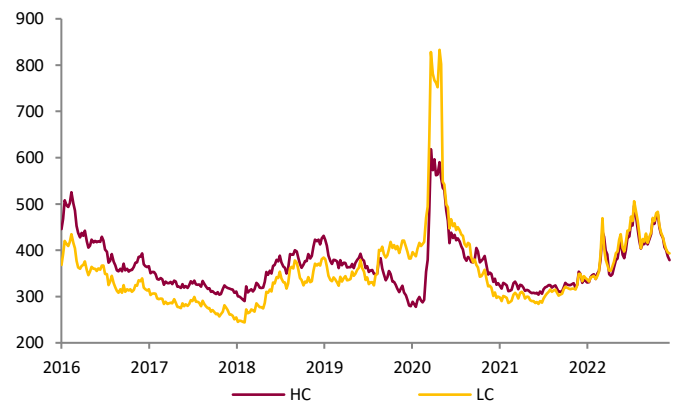


źródło: Bloomberg, Bloomberg, FRA x/x+6 oznacza kontrakt na 6-miesięczną stopę procentową obowiązującą za x miesięcy

Gdzie poszukujemy natomiast najefektywniejszych sposobów dywersyfikacji geograficznej części obligacyjnej? Dla portfeli, których ograniczeniem inwestycyjnym jest niższa zmienność – obligacje zagraniczne DM/IG, gdzie dodatkowym argumentem za takim wyborem jest **możliwość inwestowania w sposób zgodny z tematyką ESG** ze względu na spore spektrum emitentów promujących w swojej działalności aspekty środowiskowe, społeczne czy ładu korporacyjnego. Z kolei dla portfeli obligacyjnych dopuszczających większe ryzyko wahań i dłuższy horyzont inwestycyjny – preferowanym przez nas sposobem dywersyfikacji geograficznej polskiego komponentu są obligacje z rynków wschodzących (EM). W krajach czołowych emitentów z koszyków EM inflacja jest na dużo niższych poziomach niż w naszej części Europy (CEE) a stabilność budżetowa porównywalna. Oczywiście nie należy zapominać, że podsegment obligacji EM w walutach lokalnych jest jednym z najbardziej zmiennych – o ryzyku

porównywalnym niekiedy z rynkiem akcji, a wyceny walut EM z reguły negatywnie są skorelowane z kursem (siłą) dolara amerykańskiego. (zo)

Premia (w pkt. proc.) w rentowności obligacji EM (HC – dolarowych), LC – w walutach lokalnych



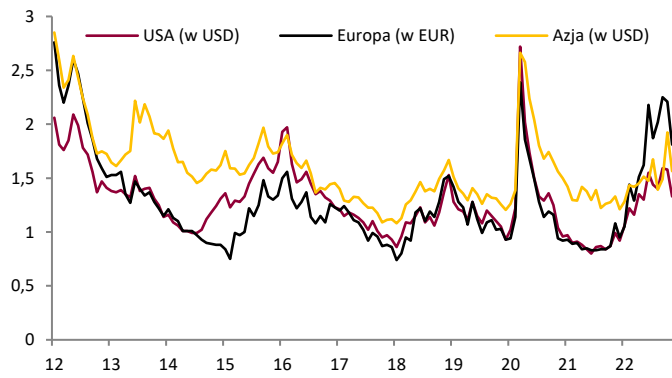
źródło: Bloomberg,

Zagraniczne korporacyjne IG

Mimo pozytywnych ostatnich kilku tygodni 2022 na globalnym rynku długu korporacyjnego rok zamyka się dwucyfrowymi spadkami. Tak negatywnych stóp zwrotu nie obserwowaliśmy w tym segmencie od bardzo dawna. Rynki instrumentów o stałym dochodzie i ratingach inwestycyjnych (IG – Investment Grade) wkraczają w rok 2023 w nową rzeczywistość wysokich rentowności (dla indeksu amerykańskiego obecna rentowność to 5,5% dla europejskiego 4%). Koniec dekady hojności monetarnej banków centralnych i polityki zerowych stóp procentowych niesie ze sobą znaczne ryzyko. Nawet jeśli w najbliższej przyszłości bankierzy centralni będą zmuszani do wycofania się z polityki zacieśniania pieniężnego ze względu na skalę możliwego spowolnienia gospodarczego a nawet gdzieś tam recesji, **stopy procentowe pozostaną na wyższych poziomach znacznie dłużej niż w jakimkolwiek momencie w ciągu ostatniej dekady.**

Z fundamentalnego punktu widzenia **bilanse emitentów IG pozostają jeszcze obecnie w dobrej kondycji, natomiast spodziewamy się że w 2023 stopniowo będą się pogarszać.** Dodatkowo przy znacznie wyższych kosztach finansowania, presji na marże i wolniejszym wzroście zysków pojawią się problemy z obsługą zadłużenia, zwłaszcza dla emitentów wrażliwych na stopy procentowe. Takie tło powinno faworyzować również obligacje emitentów o najwyższych ratingach i lepszej jakości. (dm)

Premia (w pkt. proc.) w rentowności obligacji IG

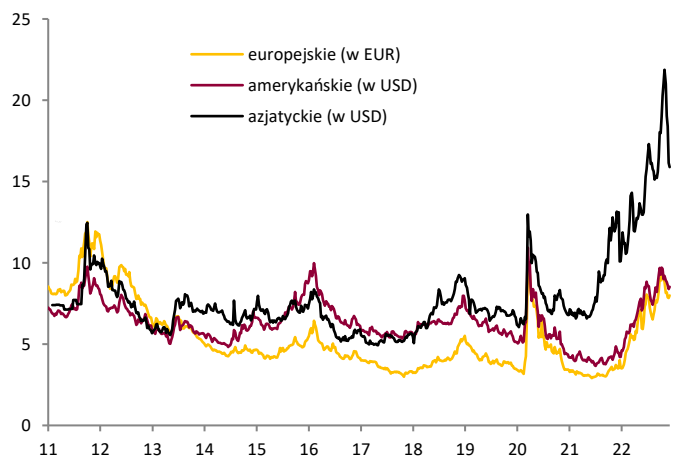


źródło: Bloomberg

Zagraniczne korporacyjne HY

Inwestujący w obligacje zagraniczne emitentów o ratingu subinwestycyjnym bądź bez ratingu (HY – High Yield) doświadczyli w tym roku ok. 10%-owej straty, co jednak wciąż jest relatywnie dobrym wynikiem na tle innych zagranicznych segmentów obligacji (skarbowych czy korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym- IG). Wynikało to przede wszystkim ze średnio krótszego terminu do wykupu obligacji HY (3-4 lat) w stosunku do innych klas, co jest korzystne przy rosnących stopach procentowych, jakie miały miejsce w trakcie br. Dodatkowo, mimo napiętej sytuacji geopolitycznej emitenci dobrze sobie radzili, generując nadwyżki finansowe na poziomie zagregowanym. Wynikało to często z realizacji wyższych marż, dzięki zakupom surowców dokonywanym jeszcze po niższych cenach, a sprzedaży produktów końcowych po cenach już uwzględniających inflację. **Przełożyło się to na dobre wskaźniki pokrycia długu i kondycję płynnościową.**

Rentowności do wykupu obligacji HY (proc.)



źródło: Bloomberg

Zakumulowane nadwyżki finansowe, w połączeniu z rosnącymi oczekiwaniami inwestorów na rynku pierwotnym wpłynęły na najniższą wartościowo emisję nowych obligacji w segmencie HY od 2008 roku. Mała podaż tych obligacji oraz dobra sytuacja finansowa firm powoduje, że **premia za ryzyko (spread) w stosunku do obligacji skarbowych jest naszym zdaniem zbyt niska** (5,14% dla indeksu europejskich emitentów w EUR) i 4,68% dla emitentów amerykańskich w USD) i **utrzymujemy negatywne nastawienie do tej klasy obligacji.**

Rok 2023 przyniesie już wyższe koszty finansowania długu.

Już pierwsze miesiące mogą być trudne ze względu na kryzys energetyczny oraz spadające marże firm. Przy słabszym popycie, coraz trudniej przerzucić całość wzrostu kosztów na kupujących. To spowoduje też ponowny wzrost długu i znaczne zwiększenie prób emisji tych obligacji i ich podaży na rynku.

Rok 2022 sprzyjał obligacjom HY, gdyż była rekordowo niska liczba upadłości firm z takim ratingiem. Wskaźnik upadłości za ostatnie 12 miesięcy (*default rate*) wynosi 1,3%, przy wieloletniej średniej 4% i zakładamy, że nawet jeśli w przyszłym roku nie dojdzie on jeszcze do średniej, to może się podnieść w okolice 3%.

Korzystnie na HY w tym roku wpływała też większa ilość wzrostów ratingu z HY (rating BB) na IG (rating BBB), co powodowało wzrost cen tych obligacji i pozytywnie wpływało na wyniki funduszy tej klasy. W ostatnich miesiącach trend ten zaczął już się odwracać, **widzimy już więcej spadków ratingów i kontynuacja tej tendencji w 2023 roku będzie negatywnie wpływała na stopy zwrotu.**

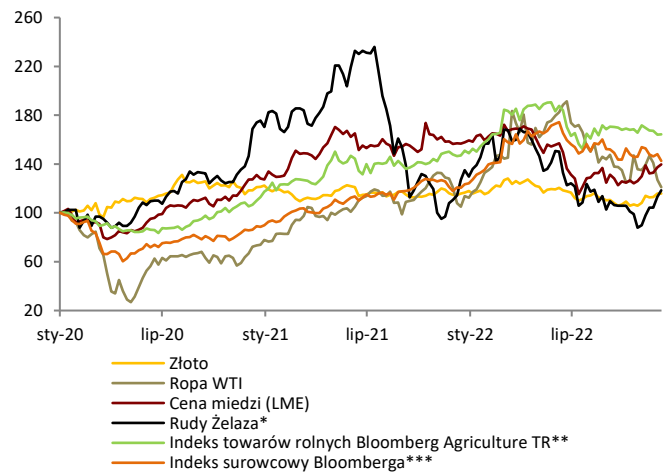
Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, oczekujemy wzrostu premii za ryzyko obligacji HY w stosunku do obligacji IG. W funduszach inwestujących w obligacje HY, większość portfela stanowią najlepsze jakościowo obligacje tej klasy, czyli z ratingiem BB i aktualnie premia w stosunku do najgorszych obligacji IG (rating BBB) wynosi 1,34 %. Patrząc na ostatnie 20 lat uważamy, że premia ta powinna być w okolicach 2%, żebyśmy zaczęli doważać tę klasę obligacji. Jednak mimo aktualnie negatywnego nastawienia do obligacji HY możliwe, że po słabszym początku roku pojawią się tu okazje inwestycyjne i cały rok 2023 zakończy się pozytywnie, dlatego też nie rezygnujemy z monitorowania sytuacji w tym segmencie. (ml)

Surowce

- Pozostające od wielu miesięcy pod presją ryzyka recesji rynki surowcowe entuzjastycznie zareagowały na możliwe spowolnienie tempa podwyżek stóp w USA i odchodzenie Chin od covidowych *lockdown-ów*.
- Od 2 mies. kontynuowane jest sprzyjające wycenom surowców osłabienie dolara
- Monitorowane zapasy fizyczne wielu surowców pozostają krytycznie niskie (ropa, miedź, aluminium).
- Kruszcze na czele ze złotem beneficjentem słabszych danych z realnej gospodarki USA, dających nadzieję na bardziej „gołębią” politykę monetarną FED

Listopad był udanym miesiącem na rynku surowców (Bloomberg Commodity Index wzrósł o 2,4%). Rynek jednak zachowywał się niejednorodnie, przy czym nastąpiło odwrócenie tendencji z października. Silna miesiąc wcześniej ropa naftowa spadała (Brent-9,9%, WTI-6,9%), niewielkie spadki notowały surowce rolne, natomiast słabe dotychczas metale (tak przemysłowe, jak i szlachetne) dynamicznie odrabiały straty. Rynek nadal obawiał się bowiem recesji, ale równocześnie perspektywa powrotu pełni popytu chińskiego, po odejściu od covidowych restrykcji, wspierała miedź i aluminium. Równocześnie słabe odczyty gospodarcze w USA wpłynęły na bardziej „gołębią” retorykę członków Fed, co pchnęło do góry ceny złota. Po wielu tygodniach spekulacji, Chińczycy wprowadzili 20 nowych wytycznych, dotyczących walki z pandemią w tym zmniejszenie liczby dni kwarantanny i łagodniejszy jej charakter (kwarantanna domowa), zakaz nadmiernego przedłużania *lockdown-ów* oraz zamykania zakładów produkcyjnych, szkół i środków transportu bez odpowiedniej zgody. Co prawda skokowy wzrost zachorowań w drugiej połowie miesiąca (zamknięcie na 5 dni Guangzhou), spowodował pogorszenie nastrojów, jednak **zwrot w polityce epidemicznej Chin jest przesądzony i będzie to, naszym zdaniem, czynnik, który odegra bardzo istotną rolę na rynku w 2023 r. od strony popytowej w okresie spowolnienia/recesji na Zachodzie.**

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



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

Surowce energetyczne

Po optymistycznym początku miesiąca, ceny ropy weszły w dynamiczną korektę i zakończyły go sporym spadkiem (Brent-9,9%, WTI-6,9%). Na cenach ciążyła perspektywa globalnej recesji, natomiast głównego paliwa do spadków dostarczyła eksplozja zachorowań na covid w Chinach (największa liczba zakażeń od początku pandemii i pierwsze zgony od maja). Rynek uświadomił sobie, że wzrost zapotrzebowania z tego kraju, będący efektem covidowego luzowania, nastąpi najwcześniej w połowie przyszłego roku. Jednocześnie ustąpiły obawy o brak surowca w Europie, po wprowadzeniu 5 grudnia embarga na ropę rosyjską. Głównie dzięki wysokiemu poziomowi importu z USA, który pozwolił zapełnić magazyny na starym kontynencie. **Warto przy tym podkreślić, że eksport ze Stanów wynosił w listopadzie niemal 12 mln baryłek dziennie, co jest wielkością absolutnie nie do utrzymania, gdyż odpowiada z grubsza dziennej amerykańskiej produkcji.** Równocześnie komercyjne zapasy ropy USA są obecnie na poziomie ok. 419 mln baryłek (tylko 9 mln powyżej marcowego dołka, co było

najniższym poziomem od 2018 r.) i nie spadają tylko dlatego, że z rezerw strategicznych USA (SPR) uwolniono od wiosny 205 mln baryłek. Tymczasem rezerwy te są najniższe od 1984 r. i wymagają pilnego uzupełnienia (Amerykanie deklarowali, że będą robić przy cenie poniżej 80 USD).

Równocześnie OPEC+, po tym jak podjął decyzję o obciążeniu produkcji o 2 mln baryłek dziennie w listopadzie, w grudniu pozostawił ją bez zmian i nadal deklaruje bardzo restrykcyjne podejście do zwiększania podaży. Dodatkowo 5 lutego wchodzi w życie kolejny etap sankcji na Rosję (zakaz importu destylatów), a szacowany spadek podaży z tego kraju w wyniku sankcji to ok. 1,5 mln b/d. Jeśli dodamy do tego potencjalny powrót pełnego popytu chińskiego w okolicach III kw. 2023 r., to wygląda na to, że dostawcom niezwykle ciężko będzie zaspokoić popyt. Zgadza się z prognozami takimi, jak Societe Generale, że deficyt bieżący na rynku ropy występować będzie w każdym kwartale 2023 r. i **mając to na uwadze, spodziewamy się wzrostu cen ropy w średnim terminie (6-12 mies.). Tylko ewentualna silna recesja w krajach Zachodu mogłaby to zmienić.**

Metale szlachetne

Kruszce zanotowały w listopadzie fenomenalny miesiąc. Złoto zdrożało o 8,3%, a srebro o aż 15,8%. Pomagał dynamicznie osłabiający się dolar i oczekiwania co do zmiany „jastrzębiego” podejścia FED. Obecnie inwestorzy najbardziej zainteresowani są danymi ekonomicznymi ze Stanów, które mają kluczowe znaczenie dla decyzji Fed. Zapisy z poprzedniego posiedzenia zinterpretowano tak, że większość członków Fed uznała, że obniżenie tempa podwyżek będzie właściwe i tak też się stało na ostatnim posiedzeniu. Po 4 poprzednich podwyżkach o 0,75 pkt. proc., tym razem (14 grudnia) główną stopę procentową podniesiono o „tylko” 0,5 pkt. proc. Naszym zdaniem **dalszego łagodzenia retoryki Fed, a ściślej bliskość końca cyklu podwyżek dadzą asumpt do kolejnego przyspieszenia wzrostowego na rynku złota**, bowiem to właśnie rosnące dynamicznie oprocentowanie amerykańskiego długu i towarzyszący mu mocny dolar były głównym hamulcem wzrostu cen kruszcu. Jeśli chodzi o rynek fizycznego metalu, **to pomimo stałego odpływu środków z funduszy ETF na kruszec, popyt ze strony inwestorów indywidualnych, zapotrzebowanie z branży jubilerskiej i zakupy banków centralnych spowodują, że**

wolumen zakupów metalu wg World Gold Council, przekroczy w tym roku poziomy przedpandemiczne.

Pewne znaczenie dla postrzegania złota może też mieć upadek kryptowalutowej giełdy FTX (kilka miesięcy po spektakularnej kapitulacji stablecoina TerraUSD oraz kryptowaluty Terra (LUNA) na początku tego roku). Jest to poważne nadszarpnięcie zaufania do cyfrowych aktywów, a także pewności co do bezpieczeństwa innych giełd, czy w ogóle koncepcji długoterminowego inwestowania w kryptowaluty, które wielu próbowało przedstawiać jako nowe „cyfrowe” złoto. Podsumowując, łagodzenie polityki monetarnej za Oceanem, wsparte przez silny popyt fizyczny (w tym powracający stopniowo popyt chiński) powoduje, że perspektywy dla kruszcu na przyszyły rok zdają się być optymistyczne, w związku z tym w naszej opinii warto utrzymywać go w portfelu, jako ważny element dywersyfikacji portfela, zwłaszcza z dużym udziałem akcji.

Metale przemysłowe

Sektor metali przemysłowych, w oczywisty sposób najbardziej zależny od popytu generowanego przez przemysł, koncentrował swą uwagę na doniesieniach z największej gospodarki Azji i interpretował je jednoznacznie pozytywnie, o czym świadczy ponad 14-procentowy wzrost indeksu Bloomberg Base Metals. Jeszcze przed odejściem od polityki „zero COVID” Chińczycy wprowadzili też 16 punktowy plan ratunkowy dla branży budowlanej. Zbiegło się to w czasie z procesem odbudowy niskich zapasów, który obserwować można od dobrych kilkunastu tygodni. Szczególnie widoczne jest to w przypadku miedzi (+10,5%), podobny wzrost zanotował kurs aluminium (+10,4%). „Czerwonemu metalowi” pomagały także niepokoje w kopalniach w Chile (Escondida) – ryzyka strajków w Ameryce Południowej będą nam towarzyszyć z całą pewnością nadal w najbliższych kwartałach. Warto nadmienić, że kryzys nieruchomości w ChRL uderza głównie w stal. Import miedzi nieobrobionej i wyrobów z miedzi spadł o 1,5% w porównaniu z rokiem poprzednim. W przypadku stali konstrukcyjnej spadek popytu wyniósł zaś blisko 30%. Co istotne, próby pobudzenia gospodarki w tym kraju (i nie tylko w nim) prawdopodobnie skupią się na infrastrukturze i elektryfikacji (branże miedziochłonne), a coraz silniejszy popyt z branży samochodów elektrycznych (chińska sprzedaż nowych samochodów BEV wzrosła w

okresie I-III kw. br. o 89,4% i osiągnęła poziom 2,9 mln sztuk), czy branży energii słonecznej (podobna dynamika skutecznie zastępował będzie popyt z „budowlanki”. To, w kontekście doniesień takich jak te z raportu Trafigura i Freeport McMoRan (FCX) o zapasach miedzi, który zakłada, że drastycznie spadną w nadchodzących miesiącach, może zapewnić, że metal dostanie wiatru w żagle.

Z drugiej strony mamy nadchodzącą recesję (spowolnienie) w krajach Zachodu, co powinno studzić nastroje inwestorów. Warto jednak zauważyć, że o ile w typowej recesji zapotrzebowanie na miedź spadało historycznie o około 10%, to ze względu na zmiany strukturalne związane z „zieloną transformacją”, spadek popytu na nią w Europie, ma według Goldman Sachs w przyszłym roku nie przekroczyć 1,5%. **W efekcie będziemy mieli do czynienia w przyszłym roku z sytuacją, w której spowolnienie gospodarcze nie będzie sprzyjać cenom stali, rud żelaza i zarazem metalom kolorowym, jak miedź, aluminium czy nikiel. Tym niemniej, pozostajemy przy pozytywnej ocenie sektora metali jako całości, z zastrzeżeniem, że ewentualna eskalacja scenariusza recesyjnego ponad zakładany, stanowi w tym obszarze rynku surowcowego największe zagrożenie dla cen.**

Towary rolne

Sektor towarów rolnych nadal koncentruje swoją uwagę na kwestii ukraińskiej. Wydłużenie umowy z Rosją dotyczącej korytarzy zbożowych pomogło w korekcie cen pszenicy (-12,6%) i kukurydzy (-4,4%). Lepiej zachowywała się soja (+3,5%), dla której było to wydarzenie z grubsza neutralne. W ostatnich tygodniach zauważalny jest wzrost popytu na pszenicę ze strony kluczowych importerów, tj. Maroka, Chin i krajów Afryki Zachodniej, co jest dość

naturalne. Nietypowym zjawiskiem natomiast jest to, że chińscy importerzy kupili dwa ładunki francuskiej pszenicy a handlowcy informują o dalszych zakupach, które mogą zwiększyć wolumen do kilkuset tysięcy ton. Jeszcze bardziej niezwykle są pogłoski o sprzedaży unijnej pszenicy do USA. Być może kluczowi gracze próbują zabezpieczyć wystarczające zapasy w obawie o coraz ciaśniejszy rynek. Ostatni bowiem Raport Międzynarodowej Rady Zbożowej (IGC) z 17-go listopada pokazuje, że światowa produkcja zbóż (pszenicy i zbóż gruboziarnistych) powinna spaść o 33 miliony ton w sezonie 2022/23, do 2,255 miliarda ton (spadek o 1% r/r). Równocześnie globalne zapasy zbóż spadną siódmy rok z rzędu. **W związku z tym nie należy spodziewać się większej przeceny na rynku, a w perspektywie najbliższych miesięcy zapewne czeka nas co najmniej utrzymanie obecnych wysokich cen.**

Podsumowując, nasza opinia na temat inwestycji w sektor surowcowy pozostaje nadal pozytywna. Podstawowym zagrożeniem jest skala spowolnienia gospodarczego na świecie i trudno ocenić jej ostateczny wpływ na popyt na poszczególne grupy towarów, jednak równocześnie towarzyszyć będzie jej otwieranie się gospodarki chińskiej, co powinno równoważyć spadek popytu na Zachodzie. Dodatkowo dzieje się to w sytuacji, kiedy zapasy wielu surowców są historycznie niskie i spadają (ropa, miedź, aluminium), a podaż głównego z nich, ropy naftowej, może być w każdej chwili arbitralnie obniżona. Podtrzymujemy zdanie, że surowce dzięki niskiej korelacji z innymi aktywami stanowią pożądaną dywersyfikację portfela akcyjno-obligacyjnego. Dodatkowo zmiany technologiczne spowodują w długim terminie nieustanny wzrost zapotrzebowania na metale kolorowe, a w najbliższych kwartałach spowodują wypłaszczenie recesyjnego efektu spadku popytu na nie. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	7,6%	2,3%	-4,0%	-13,2%	15,4%	24,8%
MSCI World	USD	6,8%	2,9%	-3,3%	-12,3%	18,7%	31,0%
MSCI Emerging Markets	USD	14,6%	-2,1%	-8,7%	-19,8%	-6,5%	-13,2%
MSCI EM Asia	USD	18,6%	-2,6%	-8,6%	-21,0%	-2,0%	-9,2%
MSCI EM Latin America	USD	-0,8%	2,1%	-9,6%	9,6%	-16,0%	-17,9%
MSCI Poland	PLN	12,9%	13,8%	-7,9%	-23,3%	-26,2%	-35,2%
MSCI Frontier Markets	USD	4,9%	-9,2%	-13,0%	-26,9%	-14,5%	-22,5%
S&P500 - USA	USD	5,4%	2,4%	-1,9%	-10,7%	29,9%	54,1%
Russell 2000	USD	2,2%	1,7%	-0,1%	-14,2%	16,1%	22,2%
MSCI Europe	EUR	6,7%	4,8%	-1,0%	-3,6%	8,0%	13,3%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	6,8%	4,8%	-1,5%	-5,0%	8,0%	13,8%
DAX - Niemcy	EUR	8,6%	11,1%	-1,2%	-4,7%	8,8%	10,5%
CAC40 - Francja	EUR	7,5%	8,5%	2,7%	0,3%	14,1%	25,4%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	5,1%	4,8%	-6,4%	0,7%	-10,6%	-18,1%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	8,6%	12,8%	-0,8%	-4,7%	5,8%	10,0%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	6,7%	2,9%	-0,4%	7,3%	3,1%	3,4%
FTSE Nordic 30	SEK	7,2%	6,7%	6,4%	2,7%	41,9%	55,9%
Nikkei - Japonia	JPY	1,4%	-0,8%	2,2%	0,5%	20,1%	23,1%
TOPIX - Japonia	JPY	2,9%	0,9%	3,3%	3,0%	16,8%	10,8%
MSCI China	HKD	28,9%	-8,1%	-10,8%	-29,6%	-22,9%	-30,0%
Hang Seng - Hongkong	HKD	26,6%	-6,8%	-12,0%	-20,8%	-29,4%	-36,3%
Kospi - Korea Płd.	KRW	7,8%	0,9%	-7,4%	-12,9%	18,4%	-0,2%
SENSEX - Indie	INR	3,9%	6,0%	12,8%	10,6%	54,7%	90,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-3,1%	1,9%	1,3%	10,4%	3,9%	56,3%
WIG	PLN	11,2%	11,6%	-3,1%	-17,3%	-2,5%	-10,2%
AKCJE - segmenty	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	6,4%	1,7%	-4,6%	-14,4%	12,5%	13,9%
MSCI ACWI Large Cap	USD	7,5%	2,3%	-3,7%	-12,9%	16,5%	26,8%
WIG20	PLN	13,0%	13,1%	-6,6%	-20,9%	-19,6%	-27,9%
WIG20 total return	PLN	13,0%	14,0%	-3,7%	-18,3%	-14,6%	-19,3%
mWIG40	PLN	7,4%	8,2%	-6,0%	-22,9%	8,5%	-13,5%
sWIG80	PLN	7,1%	3,2%	-2,2%	-12,2%	50,7%	25,1%
AKCJE - sektory	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	5,5%	9,1%	1,4%	1,5%	29,4%	53,4%
MSCI World Energy	USD	2,7%	9,6%	0,6%	51,8%	36,5%	19,4%
MSCI World Financials	USD	8,7%	8,0%	-1,6%	-6,2%	10,1%	7,7%
MSCI World Metals&Mining	USD	22,2%	13,9%	-9,4%	10,0%	41,2%	39,5%
MSCI World Industrials	USD	8,9%	6,8%	1,8%	-8,1%	11,6%	18,6%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	4,8%	-4,0%	-4,1%	-27,5%	17,8%	35,8%
MSCI World Consumer Staples	USD	7,2%	3,8%	0,8%	1,5%	11,6%	17,7%
MSCI World IT	USD	6,0%	-0,5%	-4,8%	-23,4%	43,3%	93,7%
Nasdaq	USD	4,4%	-3,5%	-5,5%	-26,2%	32,3%	66,8%
Nasdaq100	USD	5,5%	-2,5%	-5,1%	-25,4%	43,2%	89,0%
S&P Global Clean Energy	USD	10,9%	-5,9%	4,3%	-10,2%	90,7%	135,1%
Eurostoxx Banks	EUR	8,5%	20,3%	1,9%	1,2%	1,8%	-28,2%
WIG-Games	PLN	3,0%	31,7%	18,0%	-20,7%	1,9%	
WIG-Energia	PLN	8,5%	-12,1%	-30,3%	-18,3%	-3,0%	-31,1%
WIG-Banki	PLN	8,7%	27,7%	-2,8%	-28,4%	-9,4%	-24,6%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	6,6%	-0,6%	-4,1%	-23,6%	23,1%	47,6%
MSCI World Value	USD	7,0%	6,2%	-2,6%	-0,3%	10,9%	12,2%

SUROWCE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-4,4%	-7,2%	-16,3%	32,9%	57,0%	54,4%
Miedź	USD	10,5%	5,2%	-13,4%	-12,8%	41,2%	22,8%
Aluminium	USD	10,4%	2,0%	-14,4%	-7,1%	36,6%	20,3%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-0,3%	-1,1%	-11,2%	17,8%	77,4%	50,0%
Rudy żelaza	USD	0,9%	-10,8%	-30,2%	-1,8%	10,1%	47,2%
Węgiel koksujący	CNY	18,3%	17,2%	-9,7%			
Złoto	USD	8,3%	2,6%	-4,7%	-0,3%	20,8%	38,7%
Srebro	USD	15,8%	20,5%	1,0%	-2,8%	30,3%	35,0%
Bloomberg Commodity Index	USD	2,4%	-5,3%	-13,3%	21,1%	50,5%	35,4%
OBLIGACJE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	4,8%	-1,3%	-8,0%	-18,5%	-15,8%	-11,8%
USD Korporacyjne IG	USD	5,2%	-1,9%	-4,3%	-15,5%	-7,7%	3,7%
EUR Korporacyjne IG	EUR	2,8%	-0,9%	-4,0%	-12,2%	-10,6%	-6,4%
USD azjatyckie IG	USD	4,8%	-1,9%	-3,4%	-11,6%	-4,8%	6,0%
USD Korporacyjne HY	USD	2,2%	0,2%	-2,8%	-9,0%	2,8%	13,2%
EUR Korporacyjne HY	EUR	3,5%	0,5%	-2,5%	-9,4%	-3,8%	2,8%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	4,2%	-1,8%	-5,4%	-10,5%	-5,3%	-1,1%
EM skarbowe w USD	USD	7,9%	0,7%	-3,5%	-16,2%	-13,3%	-7,5%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	7,4%	1,0%	3,2%	-8,4%	-10,8%	-1,7%
POZOSTAŁE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	5,3%	3,9%	-3,5%	-8,2%	-5,6%	-12,6%
EUR/PLN	PLN	-1,0%	-1,2%	1,9%	0,3%	8,2%	11,1%
CHF/PLN	PLN	-0,4%	-2,0%	6,9%	6,2%	21,2%	32,2%
USD/PLN	PLN	-6,0%	-4,9%	5,5%	9,3%	14,6%	27,1%
USD/JPY	USD	-7,2%	-0,5%	8,2%	22,0%	26,1%	22,7%
Bloomberg USD Index	USD	-4,8%	-2,0%	3,9%	7,4%	5,0%	9,1%
MSCI EM Currency Index	USD	3,6%	-0,5%	-4,1%	-5,2%	0,1%	-0,9%
JP Morgan EM Currency Index	USD	2,6%	-0,7%	-5,4%	-4,3%	-16,4%	-27,1%
Europe REITS	EUR	2,3%	-7,3%	-19,3%	-17,8%	-35,8%	-33,5%
US REIT's	USD	5,6%	-4,2%	-10,3%	-16,5%	-6,0%	4,3%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-3,3%	-6,7%	-0,8%	-9,9%	126,2%	262,3%
Amazon	USD	-5,8%	-25,0%	-16,2%	-44,9%	7,2%	64,1%
Alphabet (Google)	USD	6,9%	-7,3%	-10,1%	-28,8%	54,9%	94,9%
Microsoft	USD	10,2%	-2,7%	-6,2%	-22,1%	73,4%	221,9%
Meta Platforms (Facebook)	USD	26,8%	-24,9%	-39,5%	-63,6%	-41,4%	-33,3%
Netflix	USD	4,7%	38,5%	56,5%	-52,4%	-2,9%	62,9%
Tesla	USD	-14,4%	-29,9%	-23,1%	-49,0%	785,2%	845,6%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	-0,5%	1,4%	-17,8%	-4,7%	-7,8%	40,3%
Roche	CHF	-7,4%	-2,7%	-6,9%	-12,1%	9,0%	45,0%
ASML	EUR	17,7%	14,7%	1,4%	-18,8%	133,3%	300,1%
Nestle	CHF	3,0%	-2,4%	-4,0%	-2,6%	16,4%	52,0%
Novartis	CHF	3,4%	5,7%	-4,2%	18,7%	2,0%	35,0%
Novo Nordisk	DKK	7,9%	11,2%	15,4%	27,3%	145,2%	204,4%
L'Oreal	EUR	11,5%	3,6%	7,0%	-9,5%	42,6%	105,6%
LVMH	EUR	15,4%	11,4%	21,1%	8,6%	88,1%	225,4%
Astrazeneca	GBP	8,9%	1,8%	7,4%	38,1%	61,9%	172,2%
SAP	EUR	9,0%	25,4%	11,4%	-4,0%	-9,0%	21,3%
Sanofi	EUR	-1,0%	4,7%	-13,9%	7,3%	14,5%	38,0%
MSCI EM Asia	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	25,6%	-0,6%	-9,4%	-16,1%	72,1%	150,6%
Tencent Holding	HKD	39,7%	-11,2%	-17,9%	-35,3%	-9,9%	-24,5%
Alibaba	USD	37,7%	-6,7%	-6,3%	-31,3%	-56,2%	-50,6%
Samsung Electronics	KRW	4,7%	6,5%	-6,9%	-10,8%	35,0%	42,4%

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