



ALIOR
BANK

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

SCENARIUSZE RYNKOWE NA 2022 ROK



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - styczeń 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

Rafał Komar

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Adam Dudoń

Ekspert ds. Analiz

Doradca Inwestycyjny

Tomasz Kolarz

Ekspert ds. Data Science

Damian Marciniak

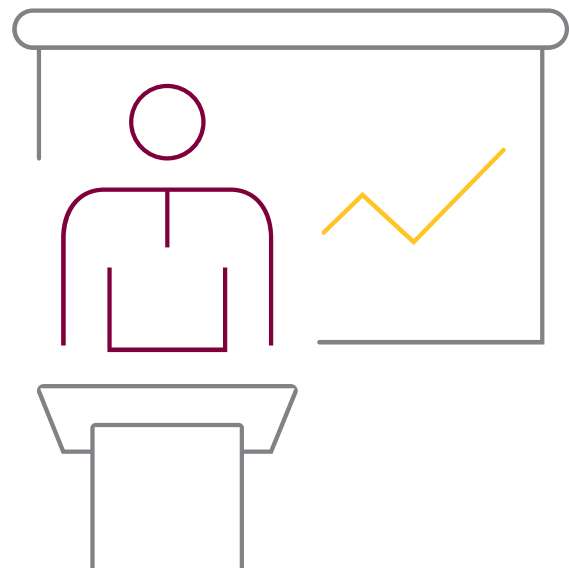
Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

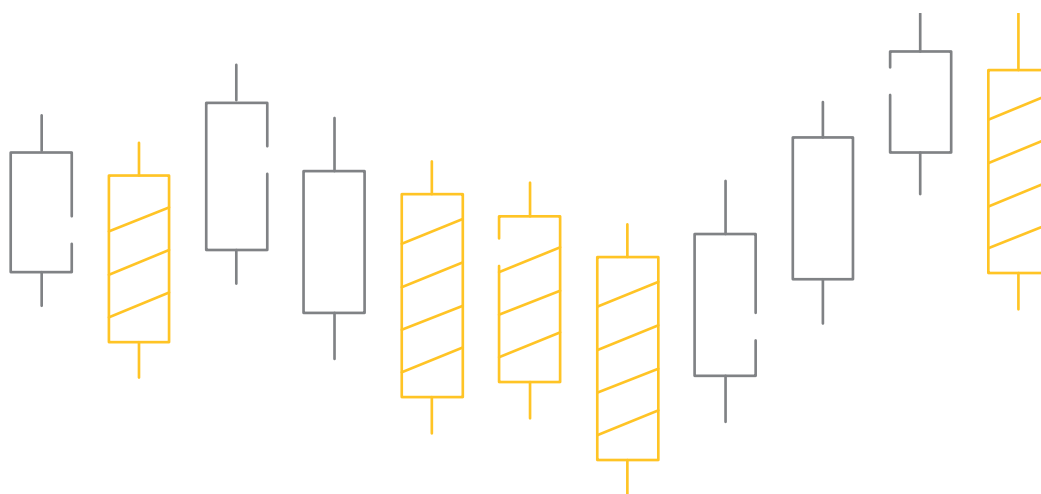
Makler Papierów Wartościowych



17 stycznia 2022 r.

Spis treści

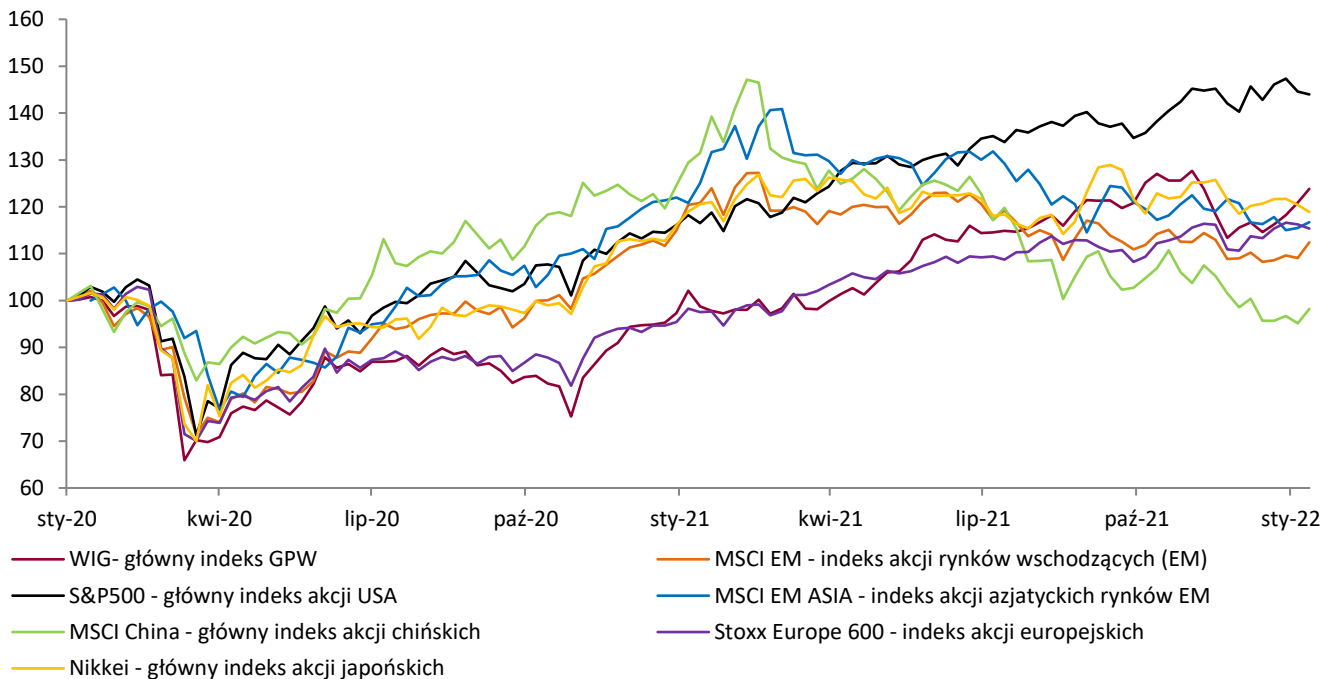
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	10
Rynki rozwinięte (DM).....	10
Japonia	11
Rynki wschodzące (EM).....	12
Polska	14
Obligacje	16
Obligacje EM	17
Zagraniczne korporacyjne IG.....	17
Zagraniczne korporacyjne HY.....	18
Surowce	19
Surowce energetyczne	19
Złoto	20
Metale przemysłowe.....	21
Towary rolne.....	22
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	23
Ważne informacje	25



Wstęp

- Miniony rok był trzecim z rzędu, który globalne indeksy akcji zakończyły dwucyfrową stopą zwrotu (w samym '21 indeks MSCI All-Countries zyskał 16,8% i 65,7% łącznie w 3 ostatnich latach). Było to możliwe głównie dzięki wzrostowi zagregowanego wyniku przedsiębiorstw, pochodzącego z konsumpcji i inwestycji odłożonych z okresu *lockdown*-ów z 2020 r. oraz z ogromnego nawisu oszczędności gospodarstw domowych na poziomie zagregowanym, jaki w większości państw OECD, po tamtym okresie powstał.
- Co więcej, rządy w większości państw wysoko rozwiniętych (DM) kontynuowały ekspansywną politykę fiskalną (wzrostu wydatków rządowych, tj. m.in. dopłat zarówno do firm, jak i wynagrodzeń), a czołowe banki centralne na czele z amerykańskim Fed utrzymywały ultraluzną politykę monetarną „zerowych” stóp procentowych i kontynuowały zakupy aktywów finansowych. Głównie obligacji skarbowych, ale nie tylko, np. w USA także obligacji hipotecznych, obniżając dodatkowo koszt kredytów mieszkaniowych, pomimo 20%-owych zwyżek cen domów r/r w USA.
- Ostatni kwartał 2021 r. to początek „płacenia” rachunków” za powyższe. Bolesnie odczuli to jak na razie posiadacze obligacji skarbowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie wzrosty inflacji przybrały najbardziej dynamiczny charakter. W mniejszym stopniu na innych rynkach wschodzących, gdzie wysoki inflacji zmusił już wcześniej banki centralne do szybkiego podnoszenia stóp procentowych.
- Będą musieli też prędzej czy później „zapłacić” posiadacze długoterminowych obligacji skarbowych krajów DM oraz zbliżonych do nich charakterystykami średniej zapadalności i mechanizmami wypłaty kuponów zagranicznych obligacji IG (Investment Grade, o wysokim standingu finansowym), gdyż mimo długiego utrzymywania tez o przejściowości inflacji, także banki centralne krajów DM będą musiały zabrać się w najbliższym czasie za podwyżki stóp (zwłaszcza amerykański Fed) i jest to obok oczywiście prawdopodobnego spowolnienia globalnej gospodarki po postocovidowym odbiciu w 2021 r. główny *leitmotiv* najbardziej prawdopodobnych scenariuszy rynkowych w poszczególnych segmentach rynku finansowego na 2022 r.
- Odnośnie sytuacji pandemicznej, mimo rekordów zakażeń COVID-19, zwłaszcza w krajach z wysokim odsetkiem rozdystrybuowanych szczepionek, brnięcie w najbardziej szkodliwe gospodarczo *lockdowny* staje się coraz mniej opłacalne politycznie. Politykę „zero covid” próbują jeszcze natomiast stosować Chiny, co skutkuje punktowymi zamknięciami nawet całych miast i utrudnia powrót do równowagi globalnego przepływu towarów.
- Uważamy, że obecnie poziomy stóp procentowych nie są poziomami, które mogłyby już teraz zaszkodzić rynkom akcji. Jeśli natomiast inflacja w skali globalnej będzie się utrzymywać na podwyższonych poziomach, a rentowności najbezpieczniejszych obligacji (amerykańskich skarbowych) wzrosną odpowiednio wysoko, bilans potencjału do ryzyka przechylili się w którymś momencie bieżącego roku z pewnością na korzyść obligacji. Nie jest to jednak naszym zdaniem już teraz ten moment i na razie nastawienie na najwyższym poziomie alokacji portfeli, tj. akcje vs. obligacje utrzymujemy na poziomie neutralnym.
- Za najbardziej dojrzałe i z relatywnie najmniejszym potencjałem uznajemy trendy wzrostowe na rynkach akcji DM (bez preferencji regionalnych czy też stylu inwestycyjnego). Lepiej zapatrujemy się na perspektywy krajowej giełdy, ale bez preferencji spółek małych i średnich, gdyż największa reprezentacja branż których wyniki powinny zyskiwać na otoczeniu wysokiej inflacji i rosnących stóp procentowych znajdują się w WIG20/WIG30.
- Stosunkowo duże prawdopodobieństwo przyporządkowujemy scenariuszowi odrabiania relatywnej słabości względem rynków DM przez akcje Azji Wschodzącej, w tym Chin. (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

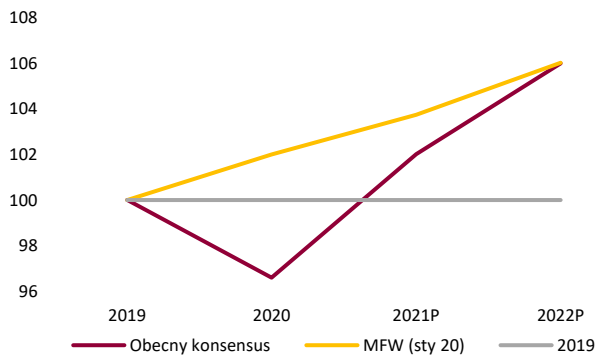
Opis sytuacji gospodarczej

Za IV kw. i tym samym 2021 r. brak jeszcze pełnych danych gospodarczych, ale już teraz można się pokusić o podsumowanie w kwestiach gospodarczych całego ubiegłego roku oraz próbę nakreślenia perspektyw na 2022. Ten zapowiada się o tyleż ciekawie, co niepewnie. Nisko rosnące owoce pokryzowego odbicia gospodarczego zostały już prawdopodobnie zerwane, a w obecny rok weszliśmy w otoczeniu podwyższonych ryzyk, niestety wciąż również tych związanych z pandemią. Tymczasem możliwości wsparcia gospodarki przez rządzących zawężają się.

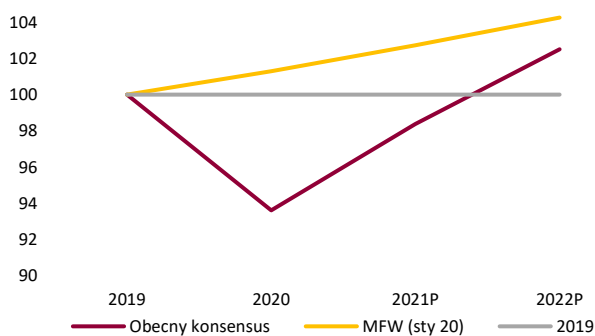
USA ma za sobą mieszany rok. Samo odbicie PKB o ok. 5,6% (konsensus Bloomberg) po recesyjnym 2020 (-3,4%) jest solidne, ale też były momenty w 2021 r., kiedy wydawało się, że będzie mocniejsze (czerwcowe projekcje amerykańskiego banku centralnego Fed sięgały nawet 7%). Oczekiwania na kolejne lata sugerują, że amerykański PKB ma sporą szansę powrócić na

ścieżkę sprzed pandemii już w 2022 r. To byłby sukces. Pytanie czy taki cel jest realny pozostaje otwarte. W tle trwającego ożywienia przebijają się problemy z aktywizacją pracowników po okresie naznaczonym epidemią (tzw. Wielka Rezygnacja) oraz inflacją rozkręcającą się do poziomów nie widzianych od wczesnych lat 80-tych (w grudniu 7% r/r). Do tego prawdopodobnie dojdzie oczekiwane zacieśnienie polityki monetarnej, realizowane przy gorszej sytuacji na rynku pracy niż to zakładał do niedawna Fed. Wszystko powyższe w otoczeniu przedłużających się zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, podwyższonej niepewności co do dalszego przebiegu pandemii COVID-19, rosnących napięć geopolitycznych (w dużym skrócie: z Chinami o Tajwan, z Rosją o Ukrainę) oraz impasu w obozie rządzących Demokratów, którzy na jesieni zapewne stracą większość w Kongresie.

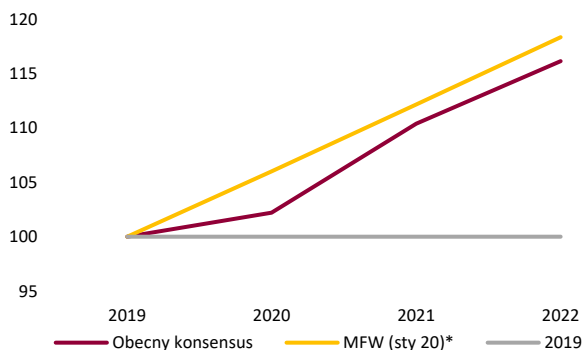
Poziom PKB, porównanie obecnego konsensusu Bloomberg'a oraz prognoz MFW ze stycznia'20 (2019=100, ceny stałe) - USA



Strefa Euro



Chiny

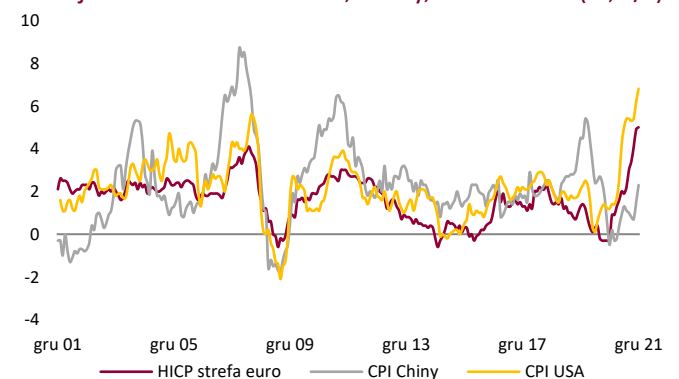


źródło: Bloomberg, MFW, opracowanie własne DAM Alior, * ekstrapolacja trendu na 2022

Chiny również mają za sobą niejednoznaczny rok. PKB solidnie odbiło rosnąc o 8,1% po kryzysowym 2020 r., w którym załamanie spowodowane koronawirusem spowodowało wzrost do 2,2%- poziomu ok. 4 pkt. proc. poniżej przedpandemicznych oczekiwań. Wiele wskazuje na to, że pandemia mogła trwale obniżyć potencjał chińskiej gospodarki. Poza tym, w zestawieniu z założeniami rządzących, ubiegły rok był tylko częściowym sukcesem. Niepowodzenia dotyczyły przede wszystkim planów przesunięcia ciężaru wzrostu gospodarczego na konsumpcję prywatną oraz prób

odejścia od modelu napędzania koniunktury nieefektywnymi inwestycjami, za którymi stoi narastający problem zadłużenia. Nieudane przekierowanie gospodarki na nowe tory sprawia, że w 2022 r. dość prawdopodobny jest przynajmniej częściowy powrót do stymulacji inwestycji, w tym „odkręcanie” prób sterowanego schładzania rynku nieruchomości. W jego ramach oczekiwane jest m.in. luzowanie monetarne, polegające na obniżce stopy procentowej i/lub obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej dla banków komercyjnych. Będzie to zapewne konieczne, aby zapewnić wzrost PKB powyżej 5%. Inflacja w Chinach, póki co jako jednej z niewielu liczących się w skali globalnej gospodarek, nie stanowi problemu, 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% (w grudniu już zdążyła zostać obniżona o 0,05 pp.), przewyższając bieżące odczyty inflacyjne. Taka taktyka oznaczałaby poniekąd zamykanie pod dywan istotnych (i narastających) problemów zadłużenia, ale wyniki gospodarki w br. będą miały tym większe znaczenie, że na jesieni odbędzie się kongres Komunistycznej Partii Chin, na którym obecny lider Xi Jinping chce zapewnić sobie trzecią kadencję przewodnictwa.

Inflacja konsumencka - USA, Chiny, strefa euro (% r/r)



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

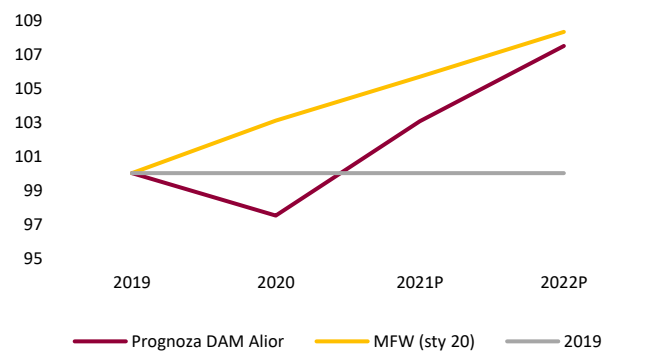
Z kolei w strefie euro, w zasadzie zgodnie z przedkryzysową charakterystyką, gospodarka po pandemicznym szoku radzi sobie najstabilniej z omawianej trójki. Tym niemniej, odbicie w 2021 r. było mocniejsze o ok. 1 pkt. proc. od oczekiwań formułowanych przed rokiem (ostatecznie PKB najprawdopodobniej wzrósł o nieco ponad 5%, po spadku aż o 6,4% w 2020 r.).

Dominuje również przekonanie, że w 2022 r. zobaczymy kontynuację ożywienia – PKB wg konsensusu Bloomberg ma rosnąć o nieco ponad 4%, pozostając poniżej przedpandemicznej trajektorii. Przekrój ryzyk dla oczekiwań jest szeroki. Tematem numer jeden jest wzrost inflacji do poziomów najwyższych w historii strefy euro. Tymczasem Europejski Bank Centralny (EBC) nie ma zbyt szerokiego pola manewru, gdyż istotne zacieśnianie monetarne może przerodzić się we wstrząsy wtórne w postaci kryzysu zadłużenia państw południa. Póki co, EBC twardo obstawia przejściowość inflacji i zakłada utrzymywanie obecnych poziomów stóp procentowych przynajmniej w całym 2022 r. I tu dochodzi kolejny element ryzyka – geopolityka. Rozgrywka o wpływy Rosji na Ukrainie trwa, a kartą przetargową są dostawy rosyjskiego gazu do Europy. To jedna z głównych przyczyn wysokiej inflacji – rekordowo wysokie ceny surowca w Europie, a co za tym idzie również energii. Przedłużanie impasu będzie skutkowało dalszymi problemami z inflacją, włącznie ze wstrząsami wtórnymi, w tym spowodowanymi np. słabą dostępnością nawozów, a co za tym idzie podtrzymywaniem wysokich cen żywności. Przy zbliżających się wyborach m.in. prezydenckich we Francji (mocno niepewna przyszłość Macrona) oraz prawdopodobnych parlamentarnych we Włoszech (obecny premier M. Draghi chce zostać prezydentem) sporo niepewności jest również po stronie polityki. Niewykluczone są rozstrzygnięcia wspierające siły antyunijne, szczególnie we Francji. Ponadto w 2022 r. strefa euro wchodzi z wciąż niepewną przyszłością kwestii zatorów podaźowych, kluczową dla pełniejszego ożywienia. Chodzi tu głównie o motoryzację i jej zmagania z niedoborami półprzewodników (szczególnie ważne dla Niemiec) oraz turystykę (wciąż przyblokowana pandemią), co z kolei najmocniej redukuje potencjał państw południa Europy.

Polska gospodarka wchodzi natomiast w 2022 r. „z przytupem”. Dotychczas publikowane dane z IV kw. 2021 r. (za okres do listopada) były niezwykle mocne. Drugie życie dostała produkcja przemysłowa, będąca i tak w imponującym trendzie wzrostowym. Do przyspieszenia ożywienia w sektorze przyczynił się m.in. sektor energetyczny (eksportujący prąd, przy relatywnie wyższych cenach w UE). Oprócz tego, hamująca sprzedaż w obszarze trwałych dóbr konsumenckich jest

z nawiązką rekompensowana przez wyraźne przyspieszenie w dobrach zaopatrzeniowych (firmy gromadzą zapasy w obawie przed ich niedostatkami) oraz inwestycyjnych (tu dodatkowa dawka optymizmu). Do tego dochodzi zaskakująco dobra koniunktura w sprzedaży detalicznej (pomimo słabnących nastrojów konsumenckich), oraz przyspieszenie w produkcji budowlano-montażowej (pomimo raportowanych niedoborów/wysokich cen materiałów). Szacujemy (Dział Analiz Makroekonomicznych), że PKB w całym 2021 r. mógł wzrosnąć nawet o 5,7%. Dla przypomnienia – konsensus Bloomberg sprzed ok. roku sugerował, że krajowa gospodarka wzrośnie w 2021 o ok. 3,7%.

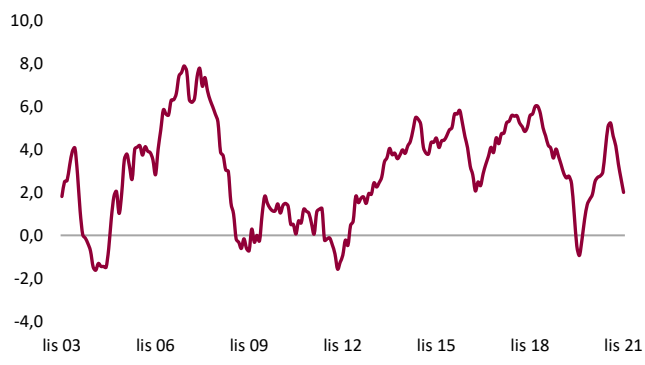
Poziom PKB Polski, porównanie obecnych prognoz DAM Alior oraz prognoz MFW ze stycznia'20 (2019=100, ceny stałe)



źródło: Bloomberg, DAM

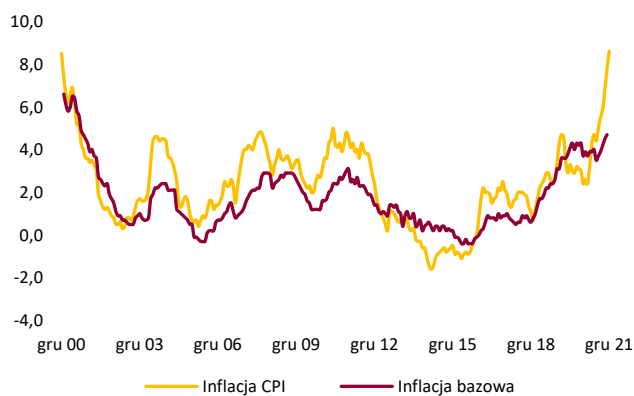
Bardzo dobra sytuacja obserwowana jest również na rynku pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec roku znalazła się wg wstępnych szacunków MRiPS na poziomie 5,4%, a więc tylko nieznacznie powyżej przedpandemicznego grudnia'19 (5,2%). Firmy w badaniach zgłaszają znaczące problemy z pozyskaniem pracownika. Wg GUS w III kw. 2021 liczba pracujących w gospodarce wyniosła 16,8 mln, a więc była o ok. 200 tys. wyższa niż w III kw. 2019 r. Straty pandemiczne na rynku pracy zostały więc odrobione z nawiązką.

Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r, realnie, średnia 3-miesięczna)



źródło: GUS, opracowanie DAM

Inflacja CPI - Polska (% r/r)

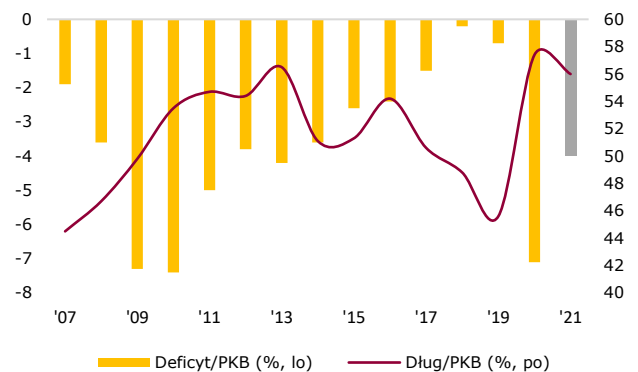


źródło: GUS, opracowanie DAM

Rozgrzana do czerwoności koniunktura ma swoją cenę. Ta odbija się w inflacji, która w grudniu osiągnęła 8,6% r/r, a w całym 2021 wyniosła średnio 5,1%. Takich poziomów krajowa gospodarka doświadczyła ostatni raz ok. dwie dekady temu. Przyczyny inflacji są rozłożone. Składniki ze znakomitą wpływem czynników zewnętrznych (energia, żywność) odpowiadały w grudniu za ok. 65% inflacji, a pozostałe, znacznie bardziej zależne od polityki monetarnej składniki bazowe, za ok. 35%. Skutkiem rosnącej inflacji jest m.in. topniejąca dynamika wynagrodzeń realnych. W przypadku finansów państwa można mówić natomiast o względnie pozytywnych skutkach. Dwucyfrowy wzrost nominalnego PKB w 2021 pozwolił zredukować dług publiczny w relacji do PKB (wg ESA 2010, a więc unijnej metodologii uwzględniającej m.in. dodatkowe zadłużenie PFR i BGK, związane z finansowaniem tarcz anty kryzysowych) z 57,4% w 2020 r. do ok. 56%,

pomimo spodziewanego przez MF deficytu blisko 4% w 2021 r.

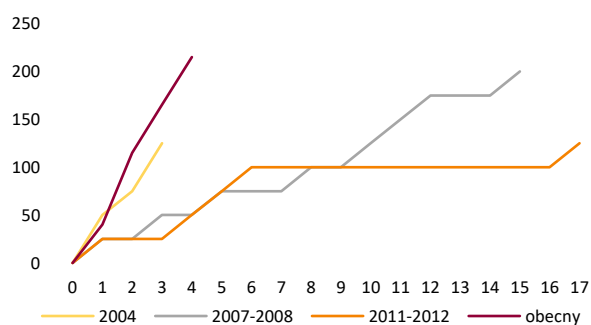
Deficyt i dług sektora publicznego (general government) - Polska (ESA2010)



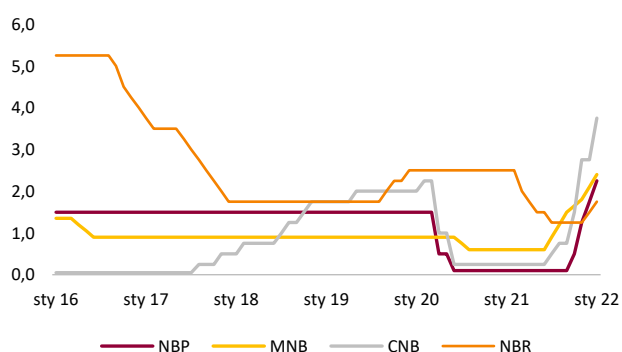
źródło: MF, opracowanie własne DAM Alior

Perspektywy na bieżący rok, przy obserwowanej dynamice zdarzeń, są przede wszystkim obarczone dużym czynnikiem niepewności. Po pierwsze jej duża doza dotyczyć będzie otoczenia zewnętrznego (początek tekstu). W wymiarze wewnętrznym poprzeczka dla kontynuacji silnego ożywienia krajowej gospodarki jest jednak również ustawiona wysoko. Przede wszystkim przez zjawiska inflacyjne oraz odpowiedź polityki monetarnej. NBP po znacznym przyspieszeniu inflacji w IV kw. 2021 r. przystąpił do dynamicznych podwyżek stóp procentowych. Sekwencja ruchów RPP na przestrzeni ostatnich 4 miesięcy już jest bezprecedensowa w historii XXI w. a w kolejnych miesiącach można oczekiwać kontynuacji. Aktualnie oczekujemy (DAM Alior), że cykl zacieśniania polityki monetarnej zamknie się w I połowie br., gdy stopa referencyjna NBP sięgnie 3,75% (obecnie 2,25%). Ryzyka dla tak nakreślonej ścieżki są raczej skierowane w górę (w kierunku wyższych stóp).

Obecny (do stycznia'21) i poprzednie cykle podwyżek stóp NBP w XXI w. (skumulowane zmiany stóp w pb. od początku do końca cyklu, miesięcznie)



Stopy procentowe banków centralnych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (%; NBP – Polska, MNB – Węgry, CNB – Czechy, NBR - Rumunia)



źródło: Bloomberg, opracowanie DAM

Zacieśnianie polityki monetarnej niechybnie schłodzi koniunkturę. Ograniczy dochód rozporządzalny gospodarstw domowych (wyższe raty kredytów), popyt na kredyt (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw). W tę stronę będzie oddziaływała również wysoka inflacja, która wiadomo już, że w 2022 r. na pewno będzie wyższa niż w 2021 r. Ta w istotnej mierze zależy m.in. od ostatecznego kształtu rządowej tarczy antyinflacyjnej. Uwzględniając propozycje, które obecnie leżą na stole (głównie trzymiesięczna obniżka VAT na energię, 6-miesięczna obniżka VAT na żywność, oraz 6-miesięczna obniżka cen paliw) spodziewamy się (DAM Alior), że inflacja w 2022 r. przekroczy 7%. Rządowe działania „wypłaszczą” ścieżkę inflacji w 2022 r., ale jednocześnie będą skutkować dłuższym opadaniem CPI w kierunku celu NBP (2,5%). Ten jest raczej poza zasięgiem w perspektywie nie tylko tego, ale również przyszłego roku.

Tym niemniej, oszczędności gospodarstw domowych i firm, zgromadzone w okresie pandemii, powinny

istotnie amortyzować silne hamowanie wzrostu dochodów realnych. Spodziewamy się zatem kontynuacji ożywienia, zarówno w obszarze konsumpcji, jak i inwestycji. Ich dynamika będzie jednak już niższa niż w 2021 r. W 2022 r. spodziewamy się wzrostu PKB o 4,3%, przy dynamice spożycia prywatnego o 4,4% oraz inwestycji o 8%. Kluczowe czynniki ryzyka dla naszej prognozy to: perspektywy inflacji (w grę wchodzi zarówno czynniki zewnętrzne jak i wewnętrzne), a co za tym idzie poziom stóp procentowych, kwestia pandemii (w krótkim terminie – jakie ruchy wymusi nadchodząca, zapewne rekordowa fala pod względem zachorowań?), oraz wreszcie dalsze perspektywy Krajowego Planu Odbudowy, czyli planu inwestycyjnego, finansowanego ze środków unijnych- miał być zatwierdzony przez KE w ubiegłym roku, a jeszcze nie jest. (js)



Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

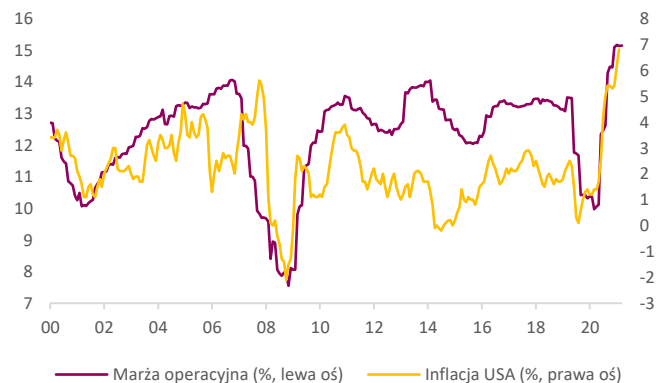
Zagregowany indeks rynków rozwiniętych MSCI World miniony rok zakończył 20,1%-owym wzrostem. W samym grudniu odnotował nowe historyczne maksimum i zyskał 4,2%. Rok 2021 był trzecim z rzędu, w którym zysk z inwestowania w akcje z krajów DM był dwucyfrowy, a 3-letnia stopa zwrotu przekroczyła 70%! W samym grudniu lepiej zachowywały się akcje europejskie względem amerykańskich (wzrosty 5,4% indeksu Stoxx Europe 600 vs. 4,4% S&P500). Można to tłumaczyć częściowo lepszym zachowaniem spółek *value* vs. *growth*. Te pierwsze mają generalnie silniejszą reprezentację w głównych indeksach europejskich, podczas gdy trzon S&P500 to głównie spółki technologiczne.

W ciągu całego roku wzrosty na giełdach DM wspierało kilka towarzyszących sobie czynników. Przede wszystkim miała miejsce kontynuacja bezprecedensowego i skoordynowanego na poziomie głównych gospodarek strumienia pomocy ze strony banków centralnych, zalewających główne rynki tanim pieniądzem oraz rządów, aktywujących coraz to nowe programy stymulacyjne. Oczywiście działania te były nakierowane na przywrócenie kondycji globalnej gospodarki, mocno nadszarpniętej w 2020 r. Dynamiki PKB za ubiegły rok najprawdopodobniej przekraczające 5% zarówno dla USA oraz UE są najwyższe od lat. Jeszcze lepszy efekt notowały giełdowe spółki, których zagregowane zyski dla głównych indeksów znalazły się na nowych wieloletnich (dla Stoxx Europe 600) lub historycznych (S&P 500) maksimach. Oczywiście nie było to zupełnym zaskoczeniem i to właśnie optymistyczne prognozy windowały owe indeksy na rekordowe poziomy.

Obecnie z dużą dozą pewności można postawić tezę, że głównymi architektami tego sukcesu są właśnie nadzwyczaj proaktywne działania polityki pieniężnej oraz fiskalnej. Wszystko ma jednak swoją cenę, inaczej taka aktywna stymulacja byłaby przepisem na nieskończenie długo trwający okres prosperity. Wartość „paragonu” od kilku miesięcy publikują urzędy statystyczne w

comiesięcznych raportach o inflacji. W USA podstawowy wskaźnik cen konsumpcyjnych osiągnął w styczniowym odczycie (czyli za grudzień) 7,0%, czyli najwięcej od blisko 40 lat. Do pewnego momentu rosnące ceny sprzyjają wynikom przedsiębiorstw, wpływając wprost na zwiększenie przychodów ze sprzedaży, a rosnące koszty wytworzenia (płace, materiały, energia) udaje się przerzucić na końcowego odbiorcę, nawet ze sporą nadwyżką – marża zysku dla amerykańskich spółek (dane zagregowane dla indeksu S&P500 wg Bloomberg) wynosi ok. 12% i jest prawie 2 pkt. proc. wyższa niż na koniec 2019 r., co oznacza, że z tego tylko tytułu (wzrost marż) potencjał do wzrostu zysków wynosił ok. 20%.

Inflacja w USA i marża operacyjna spółek z indeksu S&P 500



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Powstaje natomiast pytanie, na ile w roku bieżącym przestrzeń gospodarcza umożliwi dalszą poprawę zysków, bez której wzrosty rynkowych wycen byłyby raczej utrudnione. Przede wszystkim temat rosnącej i utrzymującej się inflacji zaczyna coraz mocniej wpływać na politykę pieniężną. Członkowie FED, którzy jeszcze do niedawna kierowali się w swoich osądach prymatem doprowadzenia gospodarki amerykańskiej do stanu pełnego zatrudnienia, spychając temat rosnących cen na drugi plan i mówiąc o ich przejściowym charakterze, teraz zmienili retorykę, zapowiadając walkę z rosnącą inflacją. Na pierwszy ogień podjęto decyzję o wygaszeniu do marca skupu aktywów, który jeszcze w październiku opiewał na

120 mld USD miesięcznie (w styczniu miesięczny limit będzie wynosił 60 mld USD, w lutym 30 mld USD). W bieżącym roku należy liczyć się z serią podwyżek stóp procentowych, na co wskazują szacunki członków FED (tzw. wykres kropkowy) oraz wyceny instrumentów pochodnych na stopę procentową. Większość członków FED wg ostatnich wskazań widziałyby na koniec roku podstawową stopę na poziomie 0,875%, co oznacza przy umiarkowanym tempie wzrostu (o 25 pb. na jedno posiedzenie) min. trzy podwyżki.

Jak to może przełożyć się na kondycję rynków akcji? W odniesieniu do wyników przedsiębiorstw wzrost stóp procentowych oznacza przede wszystkim wyższe koszty odsetkowe dla firm posiłkujących się finansowaniem zewnętrznym, zarówno w odniesieniu do zarządzania majątkiem obrotowym, jak również finansowania dużych inwestycji. Rosnące stopy to również obciążenie konsumenta, czyli potencjalny spadek popytu realizowanego na kredyt w wyniku rosnących kosztów takich zakupów, jak również ograniczenie zdolności kredytowej dla długoterminowych kredytów np. mieszkaniowych. Oczywiście przy oczekiwanym wzroście stóp Fed w tym roku do 0,8 – 0,9% to nie jest jeszcze ważki argument, ale pojawiają się także czysto rynkowe implikacje. Wzrost stopy procentowej wpływa na tzw. stopę dyskontową, czyli pomniejsza wartość bieżącą przyszłych zysków generowanych przez spółkę, a więc wycenę samej spółki. To czynnik mocniej uderzający w tzw. spółki zaliczane do segmentu *growth* czyli podmioty, od których rynek oczekuje w perspektywie kolejnych lat ponadprzeciętnych wzrostów sprzedaży i zysków. Ponadto wyższe rynkowe stopy procentowe oznaczają wzrost atrakcyjności instrumentów dłużnych, czyli np. bezpiecznych (bez ryzyka emitenta) obligacji skarbowych.

W sytuacji zerowych stóp inwestowanie oszczędności w takie instrumenty nie dawało praktycznie żadnego dochodu, a przy rosnącej inflacji oznaczało realny spadek oszczędności, więc jedynie ryzykowne aktywa jak akcje mogły stanowić (oczywiście przy ryzyku również i spadku kursów) sensowną alternatywę. Nawet podstawowa dochodowość z akcji liczona jako strumień dywidend lub innych transferów do akcjonariuszy (skup akcji własnych), chociaż była na bardzo niskim poziomie ok. 3% (znacznie niższym od bieżącej inflacji), to jednak wyższym od „zerowych stóp”. Teraz sytuacja nieco się zmienia. Przy obecnych wycenach akcji stopa dochodowości nadal jest

niewysoka, natomiast zaczyna rosnąć atrakcyjność papierów dłużnych.

Nie oczekujemy, aby wzrost stopy Fed do poziomu poniżej 1% lub rentowności 10-letnich obligacji rządu amerykańskiego (US Treasuries) do np. 2% miały zaważyć na gwałtownym odwróceniu przepływu kapitału, ale też splot pewnych wydarzeń, np. oczekiwań dalszego wzrostu stóp, rewizji w dół tegorocznych prognoz wyników spółek (jako np. pokłosia walki z inflacją), dalszych perturbacji związanych z COVID-19, może przy wysokich wycenach akcji skłaniać do schłodzenia rozgrzanych nastrojów i realizacji zysków. Uważamy jednak, że obniżenie nastawienia już teraz byłoby zbyt przedwczesnym antycypowaniem wyłącznie tych negatywnych scenariuszy, dlatego pozostajemy z nastawieniem umiarkowanie (nie skrajnie) negatywnym do akcji rynków rozwiniętych (DM), co oznacza, że w perspektywie 6-12 mies. nadal spodziewamy się dodatnich stóp zwrotu, ale będą one już mocno ograniczone (poniżej średniorocznych historycznie). W obrębie akcji rynków DM nie preferujemy akcji europejskich względem amerykańskich. Chociaż temat ewentualnej podwyżki stóp procentowych w strefie euro w perspektywie najbliższych kwartałów jest znacznie mniej prawdopodobny niż w USA, to historycznie spółki europejskie odnotowywały większe problemy z „dowożeniem” prognoz wyników finansowych na poziomach konsensusów rynkowych, i podobnie może być także i tym razem. (mb)

Japonia

W grudniu giełda japońska i jej główne indeksy Nikkei 225 i TOPIX, rosły w tempie nieco słabszym niż rynki rozwinięte ogółem, zyskując odpowiednio 3,5% i 3,3%, niwelując jednak listopadowe spadki. W całym 2021 r. indeksy wzrosły o odpowiednio 4,9% i 10,4%, co oznacza, że Japonia była wśród najstabszych parkietów rynków DM.

Indeks Nikkei na koniec grudnia notowany był przy 16,7-krotności zysków za 4 ostatnie kwartały i około 17-krotności prognozowanych zysków przez rynek na kolejne 4 kwartały (*P/E forward*), czyli nieco taniej niż akcje europejskie czy amerykańskie. Konsensusy rynkowe zakładają ponad 20%-owy wzrost zagregowanego zysku za IV kw. w relacji r/r (sezon publikacji wyników dopiero się rozpocznie) i dalsze 7% w '22 (poziom zbliżony do pozostałych głównych parkietów DM – USA i Europy).

Ogólnie momentum wynikowe spółek jest niezłe, choć trzeba pamiętać, że zaburzenia gospodarcze związane z COVID-19 w Japonii miały miejsce jeszcze całkiem niedawno, bo w III kw. ubiegłego roku, a więc ponad rok później niż apogeum ograniczeń w Europie czy USA. „Srogość” lockdown-u japońskiego była jednak nieporównywalnie mniejsza.

Cały czas Japonia należy też do jednego z niewielu krajów z DM, gdzie nie ma problemu wysokiej inflacji (+0,6% dynamiki r/r za listopad to nadal niski poziom, ale najwyższy od 2 lat i niewątpliwie wskaźnik CPI także jest w trendzie wzrostowym). Na konferencji prasowej po ostatnim grudniowym posiedzeniu szef japońskiego banku centralnego (BoJ – Bank of Japan) – Haruhiko Kuroda zapytany o wpływ szybszej niż oczekiwano deprecjacji jena po posiedzeniu amerykańskiego banku centralnego, powtórzył, że deprecjacja jena będzie miała pozytywny wpływ na japońską gospodarkę, a stopa inflacji nie osiągnie ani nie przekroczy 2% (według prognoz BoJ w połowie 2022 roku inflacja ma sięgnąć 1%), a polityka pieniężna nie będzie zmierzać w kierunku normalizacji (podwyższania stóp).

Infekcje COVID-19 w Japonii są obecnie bardzo rzadkie, co umożliwia ożywienie krajowej gospodarki i wzrost zysków przedsiębiorstw, a kraj jest na drodze do normalizacji społecznej. Japonia za sobą ma także już okres politycznej niepewności, który nastąpił po rezygnacji premiera Sugi. Wszelkie znaki wskazują na ciągłość dotychczasowej polityki gospodarczej pod rządami nowego premiera – Fumio Kishidy, z dalszymi bodźcami ekonomicznymi i programami stymulacyjnymi.

Znaczącą część parkietu japońskiego stanowią też spółki, których zyski są uzależnione od popytu zewnętrznego i które mają potencjał, by czerpać z globalnego ożywienia gospodarczego. Pomocna jak zawsze w tym może być także dodatkowo polityka japońskiego banku centralnego. Bank of Japan postanowił ostatnio przedłużyć Specjalny Program Wsparcia Finansowania w odpowiedzi na nowe warianty COVID-19 dla małych i średnich firm do września, ale jednocześnie zgodnie z dotychczasowym planem, zaprzestać w marcu wsparcia dla dużych firm i kredytobiorców hipotecznych.

Goldman Sachs Group Inc. i Morgan Stanley oczekują ok. 12%-owego wzrostu indeksu Topix w 2022 r, do poziomu 2250 pkt. Najbardziej optymistyczny co do japońskiego

rynku akcji jest bank UBS, który zakłada osiągnięcie tegoż pułapu już do czerwca. Zaprezentowane 1 grudnia prognozy wzrostu gospodarczego OECD przewidują, że Japonia jako jedyna z największych gospodarek będzie mieć w 2022 roku do czynienia ze wzrostem dynamiki PKB – z 1,8 proc. w bieżącym roku do 3,4 proc. w 2022, za co częściowo odpowiada niska baza w 2021 r., spowodowana późniejszymi problemami gospodarczymi związanymi z COVID-19. W większości pozostałych najważniejszych gospodarek DM w 2022 r. nastąpi spowolnienie wzrostu, choć oczywiście ze znacznie wyższych poziomów w roku 2021 r.

Ze względu jednak na ogólny brak nastawienia pozytywnego do akcji rynków DM ogółem, nie preferujemy obecnie też akcji japońskich (względem akcji USA, czy z Europy Zachodniej). Na koniec listopada globalny dostawca indeksów- MSCI Inc. zredukował udział akcji japońskich w swoim globalnym indeksie. Jak podaje Mizuho Securities obecnie udział Kraju Kwitnącej Wiśni w indeksie MSCI All Country World wynosi 5,65 proc. wobec 7,35 proc. w listopadzie 2019 roku. Od grudnia z indeksu MSCI Asia Pacific „wypadło” też 15 japońskich spółek, a włączono do niego tylko 2 nowe. Już trzy razy z rzędu MSCI Inc. usunął netto ponad dziesięć japońskich firm z azjatyckiego benchmarku. W maju wpadło 29 firm a 16 w listopadzie 2020 roku. Z indeksami MSCI w końcówce września były powiązane aktywa o wartości 16,3 bln USD. (rk)

Rynki wschodzące (EM)

Ostatni miesiąc ubiegłego roku zakończył się lekkim umocnieniem szerokiego indeksu rynków wschodzących, choć skala wzrostów była niewielka na tle rynków rozwiniętych (MSCI EM zyskał 1,6% wobec zwyżki MSCI World o 4,2%). Regionalnie w grudniu do najmocniejszych rynków należała Korea Południowa (+4,9%) i Ameryka Łacińska (+4,6%), w regionie Azji pozytywnie kontrybuował również indyjski Sensex (+2,1%). Spadki odnotował indeks MSCI EM Europe (-1,4%), rosyjski indeks RTS (-3%) i MSCI China (-3,2%).

W ujęciu rocznym słabość rynków wschodzących względem rozwiniętych była rażąca. Podczas gdy rynki rozwinięte odnotowały 20%-owy wzrost, indeks MSCI EM stracił 4,6%. Najsłabszym regionem była Ameryka Południowa (-13,1%), słabo wypadła też wschodząca Azja

(-6,6%), gdzie największą wagę i zdecydowanie najwięcej problemów miał rynek chiński (-22,4%). W obrębie Azji te spadki w dużym stopniu rekompensowało dobre zachowanie Indii (+22% indeksu Sensex). Wyniki wschodzącej Europy (+12,9%), z krajową giełdą wśród liderów (+15,1%), były bardziej zbliżone do zachowania rozwiniętych giełd.

W mijającym roku inwestorzy na rynkach EM wyceniali szereg ryzyk m.in. ryzyka polityczne, rosnącą inflację i podążające za nią wzrosty stóp procentowych. Problem rosnącej inflacji i zacieśniania polityki monetarnej w mniejszym stopniu dotyczył regionu Azji, jednak i w Ameryce Południowej i w Europie inflacja stała się poważnym problemem. Natomiast wśród wspomnianych ryzyk politycznych wiodącym tematem w ubiegłym roku były interwencje chińskiej administracji w działalność takich sektorów jak IT, edukacji i nieruchomości. Odnosnie tego ostatniego wcześniej przyjęte reformy i próba „przekuwania” bańki spekulacyjnej zaowocowała bankrutem drugiego największego a najbardziej zadłużonego dewelopera - Evergrande oraz szeregu pomniejszych. Działania chińskiej administracji miały za zadanie przyspieszyć nieuniknione, aby zmniejszyć skalę narastającego kryzysu w sektorze. Ze względu na marginalny udział akcji deweloperów w chińskich indeksach akcji, słabe zachowanie parkietu chińskiego w większym stopniu wynikało jednak z obaw o kolejne ingerencje rządu niż z już wprowadzone w życie zmiany.

Wspomniane tematy i ryzyka przechodzą na 2022 r., z tym, że rynek może obecnie wyceniać zbyt negatywne scenariusze, dla przykładu w sektorze chińskich spółek technologicznych. Dokonane do tej pory interwencje nie usprawiedliwiają aż tak głębokiej przeceny (przykładowo notowania akcji największego przedstawiciela e-commerce - Alibaby spadły w ciągu 2021 r. o ok. 50%); w cenach zdaje się być sporo negatywnych potencjalnych wydarzeń, które ostatecznie wcale nie muszą się w nadchodzącym roku nie zmaterializować. Za „bessę” 2021 r. w sektorze chińskich spółek technologicznych w dużej mierze odpowiadały także wydarzenia niezwiązane bezpośrednio z sektorem, takie jak zakaz prowadzenia działalności zorientowanej na zysk w sektorze edukacji, itp.

Tym niemniej należy zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu chińskiego PKB wyraźnie spowalnia (w IV kw. '21 wzrost wyniósł 4,0% r/r vs. 4,9% kwartał wcześniej, całoroczny

wzrost 8,1% był jeszcze efektem pocovidowego odbicia) i zakładamy kontynuację trendu spadkowego dynamiki, biorąc pod uwagę coraz większe rozmiary chińskiej gospodarki i wyczerpujące się łatwe rezerwy wzrostu w postaci industrializacji i urbanizacji kraju. Z pewnością negatywnie kontrybuować do wzrostu gospodarczego w bieżącym i w przyszłych latach będzie delewarowanie sektora nieruchomości. Zmniejszania znaczenia i rozmiarów rynku budowanych nieruchomości mieszkalnych w Chinach w celach inwestycyjnych może mieć też i pozytywny aspekt dla tamtejszej giełdy papierów wartościowych, mianowicie prowadzić do przekierowania części oszczędności Chińczyków na giełdę – dziś nieruchomości odpowiadają za około 60% majątku chińskich gospodarstw domowych, gdy tymczasem w Stanach Zjednoczonych udział ten wynosi zaledwie 30%. W końcu też, analizując historycznie zachowanie chińskiego parkietu, warto zwrócić uwagę, że po osiągnięciu dołka w ostatnich bessach w latach 2011, 2015, 2018 odbijał on o przeszło 25% w ciągu kolejnego półrocza. Od szczytu z lutego 2021 r. indeks MSCI China przecenił się już o około 35%, co przypomina skalę spadków z wcześniej wymienionych okresów i szansa na dynamiczne odbicie w nadchodzących miesiącach, odwołując się do analogii historycznych.

Nie wszędzie też w Azji akcje traciły. Poprzedni rok okazał się bardzo pomyślny dla indyjskich akcji, które zyskiwały na skutek migracji kapitału w obrębie regionu Azji od Chin. Pomimo prognozowanej wysokiej dynamiki wzrostu zysków tamtejszych spółek warto mieć jednak na uwadze wysokie wyceny, ze wskaźnikiem cena/zysk oscylującym w granicach 30, w środowisku których ciężko będzie o utrzymanie pozycji lidera w zestawieniu stóp zwrotu z poszczególnych indeksów.

Do końca 2023 r. globalna klasa średnia zwiększy się o kolejny miliard osób, największy przyrost mają odnotować Indie i Chiny. Wzrost rozporządzalnego dochodu dla tak wielu mieszkańców przyspieszy transformację gospodarek, które z biegiem czasu będą zbliżać się do modeli państw rozwiniętych, gdzie to usługi odpowiadają za lwią część PKB. Co więcej chiński 5-letni plan zakłada dążenie do samowystarczalności gospodarczej, z dużą rolą popytu wewnętrznego, który zapewnić ma właśnie rozrost klasy średniej.

Podsumowując – spora różnica zachowania indeksów rozwiniętych względem wschodzących w 2021 r. pogłębiła

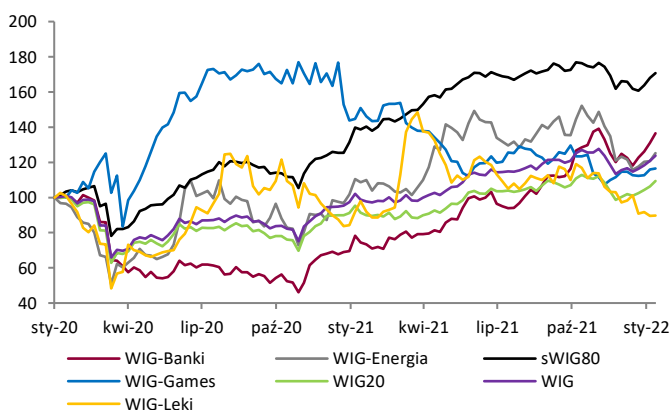
relatywną atrakcyjność rynków wschodzących ogółem, ze szczególnym uwzględnieniem chińskich i azjatyckich. Dodatkowo prawdopodobnie szybszy spadek wzrostu gospodarczego na rynkach rozwiniętych niż na rynkach wschodzących oraz potencjalnie trudna do powtórzenia bardzo udana dekada dla akcji rynków rozwiniętych, w szczególności z USA, tworzą podatny grunt dla odwrócenia tendencji i relatywnie lepszego zachowania w najbliższych kwartałach akcji chińskich i z rynków wschodzących ogółem vs. akcje z rynków DM. (ad)

Polska

Grudzień przyniósł odreagowanie wyraźniejszych spadków na GPW, jakie miały miejsce w listopadzie. Indeks największych spółek WIG20 wzrósł o 3,3%, znacząco słabsze były natomiast indeksy małych i średnich spółek (mWIG40 oraz sWIG80), które w pierwszej części minionego miesiąca kontynuowały jeszcze przecenę, i w efekcie na koniec grudnia zniżkowały odpowiednio o 0,7% oraz 0,6%.

Najślabiej z subindeksów sektorowych ponownie zaprezentował się w grudniu WIG-Leki, który stracił 5,1% (po spadku o 15,1% w listopadzie). Negatywny sentyment utrzymywał się także dla sektora energetycznego (-3,3%). Trzecim najmocniej tracącym sektorem GPW było górnictwo, które zniżkowało o 2,7%. Na drugim biegunie liderem miesiąca okazał się sektor odzieżowy, który wzrósł o 21,3% (ustanawiając historyczne maksimum), głównie za sprawą notowań spółki LPP, która zaskoczyła in plus wynikami. Drugą i trzecią lokatę zajęły sektory motoryzacyjny (+7,7%) oraz paliwowy (+7,3%).

Wybrane indeksy i subindeksy sektorowe Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (2020.01=100)



źródło: Bloomberg,

Całościowo po słabym 2020 r., 2021 r. był udany dla krajowego rynku akcji. Indeks WIG wzrósł o 21,5%, a WIG20 z uwzględnieniem zysków z dywidend (WIG20 Total Return) wzrósł o 16,8%. Minimalnie najmocniejszym sektorem okazał się odzieżowy (+83,8%), zaraz potem bankowy (+81,3%), odrabiając straty aż z trzech poprzednich lat. Hossa na bankach jest pokłosiem rosnącej inflacji w 2021 r., wraz z nią, rosnącymi oczekiwaniami na dostosowania stóp procentowych po stronie NBP i w rezultacie wzrost marży odsetkowej banków – najważniejszego składnika rachunku zysków i strat. W grudniu inflacja sięgnęła aż 8,6% r/r vs. 3,5% górnego ograniczenia celu inflacyjnego NBP i jak wynika z komunikatów prezesa NBP, ten jest zdeterminowany, aby tę inflację obniżyć, podwyższając stopy procentowe dalej. Warto dodać, że z problemem inflacji boryka się większość gospodarek na świecie, ze względu m.in. na problemy z łańcuchami dostaw, ceny surowców energetycznych, a w Europie także szalejące ceny uprawnień CO2, które w minionym roku wzrosły przeszło 1,5-krotnie do rekordu wszech czasów i stanowią już więcej niż połowę cen węgla w Polsce, w większości (w 2021 r. prawie 80% vs. ok. 70% w '20) wytwarzanego z węgla.

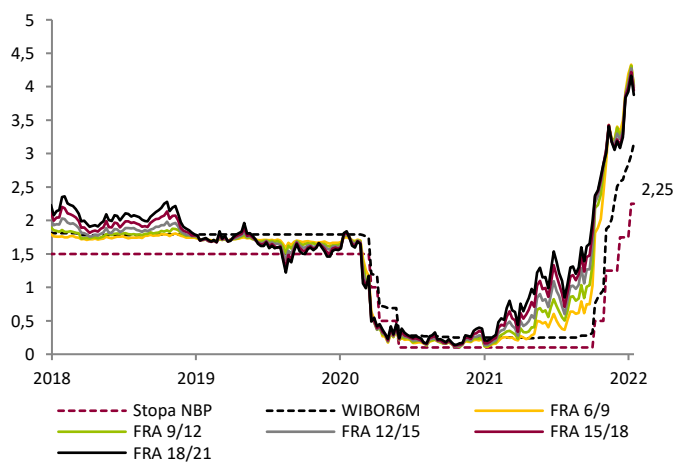
W końcówce roku dobre odczyty „twardych” danych makro, ze wskazaniem na utrzymujące się wysokie dynamiki produkcji przemysłowej, budowlanej i sprzedaży detalicznej, podbudowały nastroje inwestorów. Na poziomie zagregowanym przedsiębiorstwa w Polsce miały się dobrze także w okresie I-III kw.'21. Wg GUS wynik netto krajowych przedsiębiorstw sektora niefinansowego odbił w tym okresie niemal dwukrotnie względem „pandemicznego” 2020 r. Uwagę zwraca fakt znacznego wzrostu marżowości firm, bowiem przychody ze sprzedaży wzrosły o trochę ponad 20%. Wskaźnik rentowności obrotu netto (wynik finansowy netto / przychody ogółem) jest na poziomie najwyższym od 20 lat uwzględniając analogiczne okresy (czyli 3 kwartały każdego roku). Dobrą koniunkturę podkreślają też ostatnie odczyty wskaźnika wyprzedzającego PMI, który na podstawie ankiet przeprowadzonych wśród menedżerów logistyki, sygnalizuje ponowne przyspieszenie tempa wzrostu produkcji i nowych zamówień oraz wzrostu zatrudnienia. Tak dynamicznej zwyżce całej gospodarki zazwyczaj towarzyszy istotny wzrost cen i tym razem nie jest inaczej.

Pod względem oczekiwanych zysków na 2022 r., inwestorzy w grudniu przychylniej postrzegali sektor

budowlany, bankowy, a także mediowy, rewidując w górę oczekiwane ich wyniki. Dla banków rozpędzająca się inflacja w otoczeniu rosnących stóp procentowych jest okresem wzrostu marży odsetkowej. Przez pryzmat oczekiwanych przez rynek zysków w relacji do poziomów kursu, najmocniej uatrakcyjnił się sektor budowlany oraz bankowy. Pozostałe sektory nie odnotowały już tak wyraźnych zmian, ale warto zauważyć, że w relacji ceny do oczekiwanego zysku na 2022 r., nadal inwestorzy w grudniu atrakcyjnie postrzegali sektory: energetyczny, górniczy, paliwowy.

W odniesieniu do samych przedsiębiorstw wzrost cen w gospodarce, jak widać po wynikach finansowych, był raczej sprzyjający, a wzrost cen materiałów i energii był z dużą nadwyżką przerzucany na odbiorcę końcowego (znaczny wzrost marżowości), czemu sprzyjał także znaczny wzrost płac ogółem w gospodarce. Wydaje się, że jednak akceptacja kupujących dla coraz wyższych cen będzie się obniżać, powodując co najmniej ograniczenie marżowości i obniżenie lub nawet spadek zagregowanego wyniku EBITDA, co m.in. sugerują również konsensus prognoz analityków względem spółek WIG20, zbierany przez serwis Bloomberg. Problem presji inflacyjnej ogółem w gospodarce zaczął być także szerzej dostrzegalny przez rodzimych decydentów polityki pieniężnej. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) w ostatnich 4 miesiącach podniosła stopy procentowe o ponad 2 pkt. proc. Bieżące notowania większości instrumentów rynku stopy procentowej dyskontują dojsie głównej stopy procentowej NBP w 2022 r. do nawet 4%.

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



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

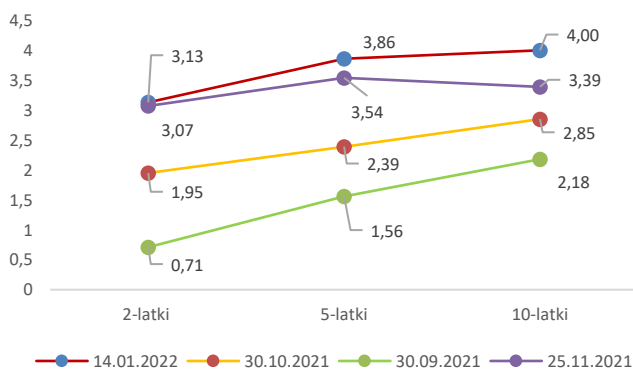
Dla rynku akcji będzie to mieć szereg implikacji. Fundamentalnie dla przedsiębiorstw niefinansowych oznacza to wzrost kosztów odsetkowych, co z jednej strony ogranicza rentowność sprzedaży, z drugiej- może powodować zmniejszenie skali nakładów inwestycyjnych, które ostatnio i tak jak na tempo pocovidowej dość niemrawo odbijały. Wyższe koszty odsetkowe to również ograniczenie chłonności rynku na pewne grupy produktów chętnie finansowane sprzedażą ratalną, leasingiem i innymi formami kredytowania. Nie bez wpływu pozostanie to także dla budownictwa mieszkaniowego, gdzie do wzrostu kosztów obsługi kredytu dochodzi także niższa zdolność kredytowa kupujących. Wyższe stopy do pewnego poziomu mogą natomiast sprzyjać sektorowi finansowemu, który w środowisku wyższych stóp jest w stanie uzyskać wyższe dochody odsetkowe, chociaż należy liczyć się już teraz ze spowolnieniem wzrostu akcji kredytowej, a w dalszej kolejności pogorszeniem jakości portfela kredytowego.

Wyższe rynkowe stopy procentowe oznaczają również wzrost atrakcyjności instrumentów wolnych od ryzyka, jak np. obligacje skarbowe. Rentowności krajowych obligacji 10-letnich przekraczają już bieżącą i prognozowaną stopę dywidendy, która wg serwisu Bloomberg dla ogółem spółek WIG20 wynosi 3,1% na koniec 2022 (czyli stosunek prognozowanych dywidend do bieżącej wyceny rynkowej), przy czym rentowności oscylujące wokół poziomu 4% przy obecnych odczytach inflacji na poziomie 8,6% (za grudzień) nadal oznaczają mocno ujemną realną Stopę zysku i nie stanowią argumentu za atrakcyjnością rynku dłużnego vs. akcji, gdzie oprócz wspomnianych dywidend można uzyskać dodatkowy dochód na korzystnych zmianach cen akcji. Prognozowany wskaźnik ROE dla spółek WIG20 na poziomie ok. 10% sugeruje, że ten segment aktywów powinien jeszcze zyskiwać na wartości. Stąd, mimo wyraźnych i dostrzegalnych problemów z nadmiernym wzrostem cen w gospodarce i potencjalnymi konsekwencjami decyzji temu przeciwdziałających, nadal pozostajemy przy neutralnym nastawieniu do polskiego rynku akcji jako całości (wyższym aniżeli dla rynków akcji DM), utrzymując preferencję akcji sektora bankowego, ale też uważnie analizujemy bieżące wydarzenia. (tk/mb)

Obligacje

Rentowności polskich obligacji skarbowych stałokuponowych średnio- (5-), jak i długoterminowych (10-letnich) dobiły w okolice 4 proc. W grudniu benchmark dla polskich obligacji skarbowych stracił wysokie jak na historyczną zmienność tej klasy aktywów 2,5%, łącznie w całym IV kwartale aż 8,4% i 10,7% w całym minionym roku. Straty oczywiście na obligacjach o krótszym terminie zapadalności i/lub obligacjach zmienno-kuponowych, które korzystają już w miarę odnawiania się okresów odsetkowych na coraz wyższej rynkowej stawce WIBOR6M (17 stycznia już 3,15 proc.), były oczywiście niższe. Znacznie niższa rentowność utrzymuje się też na „krótszym” końcu krzywej rentowności polskich obligacji skarbowych. Po przejściowym wzroście do 3,5%, 2-latki skorygowały się do 3,1%.

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

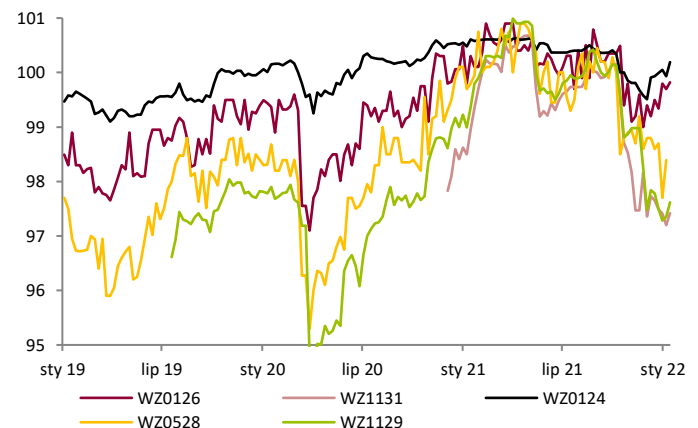


źródło: Bloomberg

W przypadku obligacji stałokuponowych, które stanowią zdecydowaną większość wyemitowanych obligacji skarbowych, zachodzi negatywne sprzężenie zwrotne pomiędzy cenami obligacji a rentownością (wzrost rentowności powoduje spadek cen). Podwyżki stóp procentowych aktualnie to konieczność nie tylko w Polsce, ale w całym regionie Europy Środkowo-wschodniej (banki centralne Czech czy Węgier są dużo bardziej zaawansowane w cyklu podwyżek stóp niż NBP), bo zgromadzony w okresie pandemii nawis oszczędności

gospodarstw domowych w coraz większym stopniu „ucieka z lokat” na rynek dóbr i usług (popytowy element inflacji), na co dodatkowo nakładają się wysokie dynamiki cen energii i żywności, a także problemy w globalnych łańcuchach dostaw (element podażowy). Wzrost wydajności pracy nie jest też w stanie dogonić dynamiki płac, a przy niemal pełnym zatrudnieniu w polskiej gospodarce, zarówno sektor prywatny, jak i państwowy boryka się z utrzymującą się presją płacową pracowników.

Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmienno-kuponowych WZ



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

Oczywiście na długi koniec krzywej (papiery 10-letnie) w większym stopniu niż zmiany krótkoterminowych stóp procentowych NBP, wpływ mają bieżące i prognozowane odczyty inflacyjne oraz rentowności na rynkach bazowych (Niemcy, USA) oraz w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Dlatego też, jeśli RPP będzie zdeterminowana w sprowadzaniu inflacji do celu w średnim terminie poprzez kontynuację cyklu podwyżek stóp procentowych, nie spodziewamy się już dalszych równoległych przesunięć krzywej dochodowości a bardziej „wypłaszczenia” lub nawet inwersji (tj. wyższych rentowności np. na papierach 2-letnich aniżeli 5- czy 10-letnich).

Banki centralne w krajach rozwiniętych są dużo bardziej wstrzemięźliwe w podwyżkach stóp niż na rynkach wschodzących. Ostatni odczyt inflacji w USA za grudzień to

aż 7,0%, a tamtejszy bank centralny (Fed) dopiero zmienia komunikację co do jej charakteru, jak i timingu pierwszych podwyżek (obecnie konsensus rynkowy zakłada, że będzie to w marcu). I właśnie z powodu wcześniejszej opieszałości banków centralnych krajów wysokorozwiniętych na czele z USA w walce z inflacją, w połączeniu ze znaczną poprawą rentowności w całym regionie Europy Środkowo-wschodniej (CEE), utrzymujemy bardziej pozytywne nastawienie do obligacji polskich aniżeli zagranicznych. W kontekście segmentu funduszy polskich obligacji skarbowych i uniwersalnych (długoterminowych) utrzymujemy nastawienie neutralne.

Portfele w części obligacyjnej uzupełniamy polskimi obligacjami korporacyjnymi emitentów o najwyższych standingach finansowych (IG), a więc m.in. banków, spółek Skarbu Państwa itp., których specyfiką jest, iż znakomita większość wyemitowanych obligacji jest zmienno-kuponowa. Będąca bazą do oprocentowania obligacji stopa WIBOR6M w połowie stycznia wzrosła do 3,15 proc. (przy jeszcze jedynie 0,24 proc. w sierpniu) i z takim właśnie kuponem, plus specyficzna dla danego emitenta i serii premia, wchodzi tego typu obligacje w nowe okresy odsetkowe.

Polski dług korporacyjny IG preferujemy względem funduszy oszczędnościowych, konserwatywnych, obligacji krótkoterminowych itp., jak również zagranicznych emitentów IG, gdzie proces wzrostu rynkowych stóp procentowych (i wynikającego z tego spadku cen obligacji) jest dużo mniej zaawansowany niż w Polsce/ regionie CEE.

Obligacje EM

Przyglądamy się też uważnie segmentowi obligacji skarbowych z rynków EM w szerszym ujęciu. Spośród inwestowalnych dla polskiego inwestora jest najbardziej zmienna klasa obligacji ze względu na inkorporowanie w sobie ryzyka walutowego w przypadku podsegmentu obligacji w walutach lokalnych (LC- *local currency*) oraz ryzyka kredytowego w przypadku obligacji EM w *hard currency*, głównie w amerykańskim USD (HC).

Mimo, że sporo negatywnych tendencji związanych z utrzymującymi się wysokimi poziomami inflacji w krajach emitentów i perturbacjami gospodarczymi związanymi z COVID-19, jako słabość sektora turystyki czy wzrost cen żywności, zostało już naszym zdaniem zdyskontowanych

(rentowności odpowiednio wzrosły) to jednak nadal naszym nastawieniem do tego segmentu jest umiarkowanie negatywne.

Powodem ku temu są następujące okoliczności, mianowicie w przypadku obligacji EM w USD podążają one poprzez mechanizm premii kredytowych za obligacjami USA, dla których obecnie wszystkie znaki na niebie i ziemi wskazują, że rentowność będzie rosła (a ceny spadać). Z kolei w przypadku obligacji EM w walutach lokalnych – zapóźnienie w cyklach podwyżek stóp procentowych przez Fed może prowadzić do przejściowego umocnienia dolara (i osłabieniu walut lokalnych EM). Na dogodny moment do zwiększenia alokacji w obligacje EM oczekujemy do czasu pierwszych sygnałów spadków globalnych tendencji inflacyjnych.

W grudniu benchmark obligacji krajów EM w USD zyskał 1,6% (w całym roku stracił 2,3%) natomiast większy wartościowo podsegment obligacji EM w walutach lokalnych grudzień zakończył na 0,6%-owym plusie, przy spadku w całym 2021 roku o 1,6%. Średnie rentowności w segmencie HC dochodziły pod koniec roku do 5 proc., a w segmencie LC do 7 proc.(zo)

Zagraniczne korporacyjne IG

Rok 2021 nie był specjalnie łaskawy dla inwestujących w zagraniczne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (IG), choć oczywiście relatywnie dużo lepszy niż dla inwestujących w polski dług skarbowy. Całkowita stopa zwrotu za ostatnie 12 miesięcy wyniosła odpowiednio minus 1,2% dla emitentów amerykańskich w USD, minus 1,1% dla emitentów europejskich w EUR oraz minus 0,1% dla emitentów azjatyckich w USD. Sam grudzień był dość „płaskim” miesiącem, ze zmianami nieprzekraczającymi 0,1%. Pod wpływem kilku pozytywnych czynników zagraniczne obligacje korporacyjne IG zachowywały się lepiej niż obligacje rządowe krajów wysoko-rozwinętych (DM - Developed Market) ogółem. Do tych czynników zaliczyć należy dalszy rozwój wydarzeń związanych ze szczepieniami COVID-19, stałe wsparcie od banków centralnych i rządów oraz poprawiające się bilanse przedsiębiorstw. W ujęciu historycznym natomiast trzeba mieć na uwadze, że rentowności obligacji o ratingach inwestycyjnych w dalszym ciągu osiągają swoje niskie historyczne poziomy,

przy rekordowo długim średnim terminie zapadalności (*duration*).

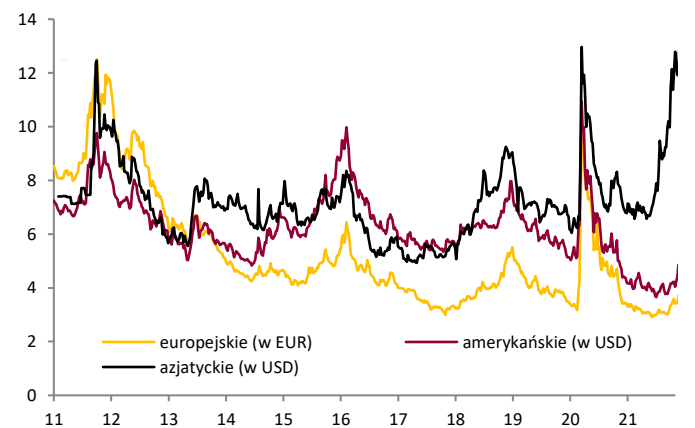
W 2022 roku czynnikami, które naszym zdaniem będą odgrywać kluczową rolę dla perspektyw omawianej klasy obligacji, to pogarszająca się mieszanka wzrostu gospodarczego oraz inflacji. Drugim niezwykle istotnym czynnikiem są decyzje banków centralnych. EBC (Europejski Bank Centralny) w marcu kończy popandemiczny program skupu obligacji (CSPP), który od początku 2020 do końca 2021 pochłoniął aż 61% podaży netto obligacji segmentu IG w Europie. Po drugiej stronie Oceanu ryzykiem są oczekiwania dotyczące szybszego tempa podwyżek stóp procentowych przez FED (w USA jest największy rynek obligacji Investment Grade). Nawet niewielkie podwyżki przy *duration* sięgającym 9 lat dla benchmarku obligacji IG w USD mogą mieć bardzo niekorzystny wpływ na cenę obligacji. Trzecim i najbardziej nieprzewidywalnym elementem układanki pozostaje od dłuższego czasu przebieg pandemii COVID-19.

Podsumowując sytuację rynkową w segmencie obligacji IG, aktualnie istnieje szereg ryzyk dla tego segmentu, które się na siebie nakładają. Nieadekwatna w naszej ocenie do aktualnych odczytów inflacyjnych polityka monetarna najważniejszych banków centralnych na rynkach DM, bardzo wąskie spready (premie kredytowe), niskie rentowności, historycznie długie *duration*, a także wzrost wolumenów na rynku pierwotnym, generują asymetryczne ryzyko stóp zwrotu z tej klasy aktywów w kolejnych okresach. (dm)

Zagraniczne korporacyjne HY

Zarówno grudzień, jak i cały rok 2021 były dość udane dla posiadaczy obligacji korporacyjnych emitentów z rynków rozwiniętych z ratingiem poniżej inwestycyjnego i bez ratingu, czyli *high-yield* (HY). Benchmark dla wysokodochodowych emitentów amerykańskich w USD wzrósł w całym roku o 5,2%, z czego aż 1,9% w samym grudniu. Benchmark dla emitentów europejskich zyskał 4,0% z czego w samym grudniu 1,0%.

Rentowności wybranych segmentów obligacji high-yield (%) w okresie od 2011 r.



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Na koniec roku rentowności obligacji HY wynosiły średnio 4,26% (dla emisji w USD) i 3,73% (w EUR), czyli w ciągu roku nawet lekko wzrosły (m/m spadły), ale na wyższych poziomach są też rentowności obligacji bazowych – skarbowych bez ryzyka, odpowiednio niemieckich dla emisji w EUR i amerykańskich – dla emisji w USD.

Właśnie poziom spreadu kredytowego (premię za ryzyko emitentów) – bliski minimom dekady dla stanowiącego większość w globalnych benchmarkach podsegmencie amerykańskich emitentów w USD, a także nienaturalnie niski współczynnik bankructw emitentów (globalnie, za wyjątkiem Azji) i w połączeniu z dużym ryzykiem spowolnienia globalnej dynamiki wzrostu gospodarczego z wysokiego poziomu w 2021 roku tworzą zestaw argumentów za umiarkowanym negatywnym nastawieniem do tej klasy aktywów. Wspomnieć jednakże też należy, że obligacje HY w większości przypadków ze względu na znacznie krótsze średnie okresy zapadalności mają mniejszy parametr *duration* aniżeli obligacje zaliczane do segmentu IG, przez co mogą się w 2022 roku wykazywać nadal znacznie mniejszą podatnością na zmiany (wzrost) oczekiwań inflacyjnych uczestników gry rynkowej aniżeli ma to miejsce w segmentach długoterminowych obligacji skarbowych, czy też obligacji korporacyjnych Investment Grade (IG). (zo)

Surowce

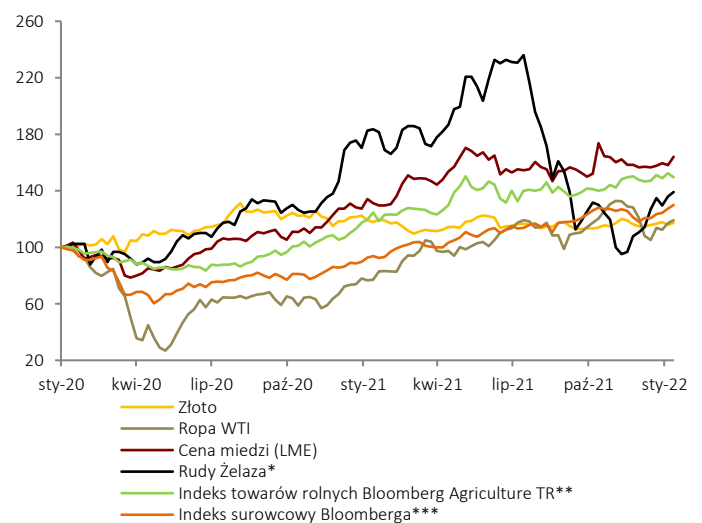
Po spadkowym listopadzie, który był dla sektora surowców najłabszym miesiącem od wiosny 2020 r., czyli szczytu paniki covidowej, grudzień przyniósł znacząca poprawę nastrojów na rynkach surowcowych. Bloomberg Commodity Index wzrósł o 3,5%, a wyższe ceny obserwowaliśmy na niemal wszystkich rynkach towarowych (z wyjątkiem gazu ziemnego w USA i węgla energetycznego).

W trakcie miesiąca stopniowo słabły obawy związane z nowym wariantem koronawirusa. Informacje o mniejszej zjadliwości wariantu Omikron odsunęły obawę przed dalszymi masowymi *lockdown*-ami, spadkiem mobilności i kolejnym paraliżem gospodarki. Równocześnie rynek bardzo uważnie obserwował sytuację gospodarczą w Chinach, w których podjęto pierwsze decyzje mające za cel pobudzenie wzrostu gospodarczego (obniżka stopy rezerw obowiązkowych o 0,5% i stopy procentowej z 3,85% do 3,8%). Analiza doniesień z chińskiej corocznej Centralnej Roboczej Konferencji Gospodarczej (13 grudnia) sugeruje nieoficjalne rozluźnienie ograniczeń emisyjnych w przemyśle ciężkim, węglowo-chemicznym i petrochemicznym, co skutkowało by mogło zwiększeniem produkcji w tych branżach (a więc i popytu na surowce). Pełen obraz skutków takich posunięć ujrzymy pewnie po lutowych Zimowych Igrzyskach Olimpijskich w Pekinie.

W międzyczasie rynek musiał zmierzyć się z kolejnym przybliżeniem perspektywy zacieśniania polityki monetarnej w USA. Obecnie mówi się o możliwej pierwszej podwyżce stóp procentowych już w marcu, co wiązałyby się również z odpowiednio szybszym wygaszeniem skupu aktywów przez FED. W roku 2021 stopy procentowe podnosiły w zasadzie tylko banki centralne państw Emerging Markets, w roku bieżącym zapewne zrobi to wiele banków w państwach rozwiniętych. Czynnikiem, który odegra także silną rolę na rynku surowców w 2022 roku będą napięcia geopolityczne. Relacje Ameryki z Rosją i kwestia ukraińska, napięcia w relacjach z Iranem, ekspansywna polityka Chin (Tajwan i Może Południowochińskie), niepokoje w Libii, czy też reperkusje krwawo stłumionej rebelii w Kazachstanie,

mogą poważnie zakłócać globalne dostawy surowców. Niepokoje w wielu kluczowych ze względu na poziom dostaw państwach rozwijających się, mogą spowodować wysokie ceny żywności, z którymi świat będzie się jeszcze zmagać w 2022 r. Jeśli dodamy do tego historycznie niskie poziomy zapasów wielu surowców (np. metali kolorowych czy gazu w Europie) i niechęć do inwestycji w nowe moce wydobywcze wśród wielkich koncernów naciskanych regulacjami ekologicznymi i ograniczanych coraz trudniejszym pozyskiwaniem kapitału na „brudne” inwestycje, to kto wie czy nie zobaczymy kolejnych szoków podaźowych, na miarę ostatniego „kryzysu energetycznego”.

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

W końcówce roku ceny ropy naftowej próbowały wycenić wpływ wariantu Omikron na popyt i ewentualną nadpodaź surowca. Jednak w związku ze spadkiem realności szerokiego zastosowania *lockdown*-ów w krajach

głównych konsumentów surowca i prognozami stabilnego wzrostu popytu, ceny rosły. Ropa Brent drożała 10,2% a WTI aż 13,6%. Działo się tak, pomimo że Międzynarodowa Agencja Energii (IEA) w grudniowym raporcie zaprognozowała na rynku ropy naftowej nadwyżkę w wysokości 1,7 mln baryłek dziennie w I kw. 2022 r. Wg Agencji, globalna produkcja ropy naftowej w 2022 roku wyniesie średnio 101,4 mln baryłek dziennie, czyli o 5,5 mln powyżej średniej produkcji w 2021 roku. Ma to wynikać ze wzrostu produkcji w Krajach OPEC+, które na początku stycznia podjęły decyzję o kolejnym zwiększeniu produkcji o 400 tys. baryłek w lutym (z koronawirusowych cięć na poziomie 7 mln baryłek dziennie pozostało już tylko 3,4 mln). Równocześnie rośnie produkcja w USA z łupków. Wg danych Departamentu Energii, w trzecim tygodniu grudnia sięgnęła ona 11,8 mln baryłek dziennie, najwięcej od maja 2020 r., W styczniu zanosi się na historyczny rekord produkcji. Warto jednak podkreślić, że nadal na świecie mamy bardzo niski poziom zapasów. Według tej samej instytucji zapasy ropy naftowej w USA spadły do 418 mln baryłek i stanowią już tylko ok 1/3 rekordowych zapasów z maja 2020 r., a wg raportu OPEC z 13 grudnia, zapasy ropy w krajach rozwiniętych w październiku były o 207 mln baryłek niższe od średniej z ostatnich 5 lat.

Przy stabilnie rosnącym popycie, problemem mogą być niespodziewane szoki podażowe. W ostatnich tygodniach Libia ograniczyła produkcję dzienną, z 1,2 do 0,7 mln baryłek, w efekcie poważnych awarii tragicznie niedoinwestowanej infrastruktury. Ryzykiem (przejściowym) wydawały się być też obciążone dostawy z Kazachstanu (produkcja na poziomie 1,68 mln baryłek dziennie).

W grudniu doszło do dużego rozdźwięku pomiędzy cenami gazu ziemnego w USA, które finalnie skończyły miesiąc 18,3% niżej, i w Europie, gdzie ceny wykonały szaleńczy rajd, podbijając o kilkanaście procent październikowe szczyty, po czym dynamicznie spadły po informacjach o przekierowaniu szeregów statków z LNG do portów europejskich (w efekcie sytuacji, w której ceny w Europie stały się znacznie wyższe niż w Azji).

Sytuacja nadal jednak pozostanie napięta. Według danych Refinitiv, od sierpnia dostawy gazu do Europy spadły o 18 %, co spowodowało, że zapełnienie europejskich magazynów wciąż jest o około 23% poniżej pięcioletniej

średniej o tej porze roku (dane Bloomberg). Nadzieję na normalizację cen daje fakt, że popyt chiński po zapełnieniu magazynów i na skutek wysokich cen znacznie spadł. Pomaga w tym także zwiększenie akceptacji władz chińskich dla spalania węgla. Również Japonia zgromadziła duże zapasy LNG (są obecnie o 42 % wyższe niż zwykle). Jednak do pełnej normalizacji w Europie dojdzie dopiero wtedy, gdy Rosja przywróci dostawy w oczekiwanych przez odbiorców ilościach.

Złoto

Grudzień był stosunkowo udanym miesiącem dla metali szlachetnych. Cena złota wzrosła o 3,1%, do 1829 USD za uncję, a srebro drożało o 2,1%. Na początku miesiąca ceny złota oscylowały w przedziale 1750-1790 USD za uncję, by po posiedzeniu Fed z 14-15 grudnia sforsować dynamicznie barierę 1800 USD. Co prawda przekaz ze strony Rezerwy Federalnej był bardziej jastrzębi niż poprzednio (planowane 3 podwyżki stóp w 2022 r. każda o 0,25 pkt. proc. koniec skupu aktywów już w marcu), jednak najwyraźniej dla rynku znacznie gorsza była niepewność, z jaką mierzył się przed tymi informacjami. Złotu pomógł także osłabiający się po komunikacie dolar. Perspektywy złota w najbliższym czasie determinować będzie przede wszystkim polityka monetarna w państwach rozwiniętych. Ten rok upłynie zapewne pod znakiem odchodzenia od ultraluznej polityki banków centralnych. Stanowi to spore zagrożenie dla złota jako aktywa konkurującego z obligacjami, a nie generującego odsetek. Należy jednak pamiętać, że realne stopy procentowe (po uwzględnieniu inflacji) pozostaną zapewne w większości państw wysokorozwiniętych, z USA na czele, silnie ujemne. Dużą niewiadomą jest sytuacja na rynku akcji. Potencjalne spadki w tym obszarze (co w sytuacji rosnących stóp w którymś momencie może okazać się możliwe), mogłyby stanowić silne wsparcie dla złota w tym roku. Podobnie stymulująco wpływać na cenę mogą, wspomniane we wstępie, ryzyka geopolityczne.

Niezależnie od wpływu czynników makro dobrze wygląda cały czas popyt na fizyczny kruszec. W listopadzie, po raz pierwszy od lipca, globalne „złote” ETF-y, zanotowały napływy netto na poziomie 13,6 tony (ok. 838 mln USD). Ich zasoby szacuje się obecnie na 3578 ton (208 mld USD). Warto też zwrócić uwagę na popyt z Indii. Indie wydały rekordową sumę 55,7 mld USD na import złota w 2021 roku, kupując ponad dwukrotnie więcej niż w 2020. Pod

względem wolumenu Indie importowały 1050 ton złota w 2021 r., najwięcej od dekady i znacznie więcej niż 430 ton rok wcześniej. Również w Chinach w listopadzie popyt utrzymał się na podwyższonym poziomie, po tym jak w październiku zanotował wolumen największy od 2019 r.

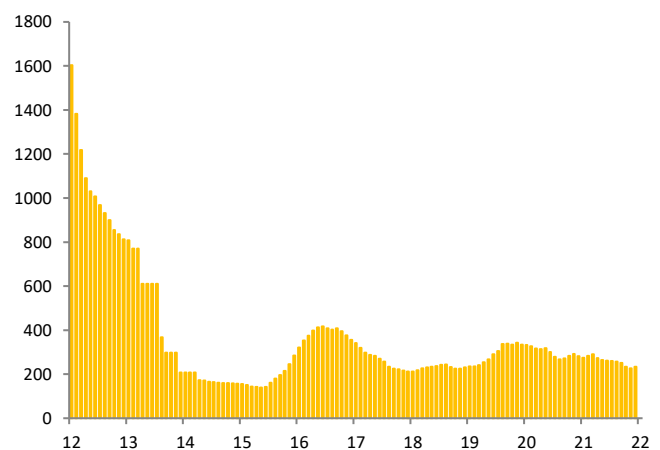
W najbliższych miesiącach ceny złota będą więc zakładnikiem dwóch sprzecznych tendencji. Obawy o odpływ kapitału inwestycyjnego (głównie instytucjonalnego) związanej ze wzrostem rentowności długu, a z drugiej strony rosnącego popytu na metal fizyczny, który u kluczowych odbiorców (Indie, Chiny) osiąga już przedpandemiczne poziomy i niechybnie je niebawem przebiję.

Metale przemysłowe

W związku z faktem, iż popyt ma metale przemysłowe jest prostą pochodną tempa wzrostu gospodarczego i poziomu inwestycji, rynek czujnie obserwuje sytuację gospodarczą głównych krajów- konsumentów. Kluczowa jest oczywiście koniunktura w Chinach, na którą cię rzuciła pogarszająca się kondycja sektora nieruchomości i ograniczenia w produkcji w emisyjnych branżach, motywowane celami ekologicznymi. Ten drugi problem wydaje się powoli rozwiązywać sam. Władze po cichu wycofują się z najbardziej restrykcyjnych ograniczeń dotyczących energetyki i hutnictwa w obawie o pogorszenie koniunktury i dalsze zaburzenia w łańcuchach dostaw. Jednak kwestia branży nieruchomościowej jest nieco bardziej skomplikowana. W grudniu agencja Fitch uznała firmę Evergrande (drugi co do wielkości deweloper w Chinach) za niewypłacalną, po tym jak nie wykupiła swoich obligacji. Czekają ją obecnie jakaś forma restrukturyzacji, z aktywną rolą państwa. Rynek z niepokojem obserwuje również pojawiające się w kraju ogniska koronawirusa, które administracja zwalcza na nowo surowymi *lockdown*-ami, nawet całych wielomilionowych miast. W obawie przed rozszerzeniem się kryzysu, chińskie władze postanowiły złagodzić politykę monetarną (Ludowy Bank Chin symbolicznie obniżył główną stopę procentową z 3,85% na 3,8% oraz stopę rezerwy obowiązkowej dla banków) i zapowiedziały dalsze aktywne wsparcie dla gospodarki. Analitycy Capital Economics spodziewają się dalszych obniżek, nawet łącznie o 0,45 pkt. proc. w tym roku. Szczególnie wrażliwe na takie informacje ceny rudy żelaza, ewidentnie dyskontowały pozytywny scenariusz, rosnąc w grudniu o 18,5%. W podobnym tempie (18,6%)

rosły ceny węgla koksującego. Po tym, jak w okresie czerwiec-październik import rudy spadł rok do roku o 9,6%, przy równoczesnym spadku ceny na giełdzie w Dalian o 42%, w listopadzie skokowo wzrósł do poziomu 104,5 mln ton, co było najwyższym wynikiem od lipca 2020 r. Dla wysoko emisyjnych branż nadal dużym czynnikiem niepewności będzie polityka ekologiczna władz, choć część analityków spekuluje, że po Igrzyskach Olimpijskich w Pekinie (4-20 lutego) może nastąpić w tym obszarze dalsze poluzowanie.

Wartość zapasów miedzi



źródło: Bloomberg

W grudniu dość dobrze zachowywały się w ceny miedzi (+4,3%), której zapasy monitorowane na głównych światowych giełdach (LME, COMEX, Shanghai) są obecnie najniższe od 2006 roku.

Presję na spadek ceny wywierały oczywiście obawy dotyczące sektora nieruchomości w Chinach (choć w miarę wzrostu stóp procentowych na świecie, schłodzenie w tym obszarze może nabrać bardziej globalnego charakteru). Z drugiej strony czynnikiem wspierającym cenę były zakłócenia wydobywania w Peru (w kopalni Las Bambas odpowiadającej za 2% globalnej podaży), czy zwycięstwo w wyborach prezydenckich w Chile lewicowego kandydata Gabriela Borica, zapowiadającego wprowadzenie wysokich podatków dla sektora wydobywczego. Dobrze zachowały się ceny platyny (+4%) i palladu (+12,1%), które odreagowały część wcześniejszych spadków wynikających z problemów z produkcją w branży motoryzacyjnej, która jest głównym źródłem popytu na te metale. W grudniu drożały także aluminium (+6,5%), cynk (+4,3%) czy nikiel (+11,2%). Szczególnie ten ostatni metal może „dostarczyć” silnych

wrażeń w najbliższych miesiącach. Niezależnie od silnych fundamentalnych podstaw wzrostu popytu w najbliższych latach, mamy tu odczynienia z bardzo ciekawą sytuacją techniczną, jeśli chodzi o analizę wykresu. Można bowiem zaobserwować pewne podobieństwa do tego, jak wyglądał wykres cen gazu w okolicy połowy zeszłego roku...

W najbliższych tygodniach i miesiącach nadal będziemy obserwować bardzo silny wpływ koniunktury gospodarczej (ze szczególnym uwzględnieniem Chin) na ceny metali, przy czym najbardziej czułe będą na nią ceny rudy żelaza. Ceny będą jednak nadal silnie wspierane w całym kompleksie metali bardzo mocnym „story” fundamentalnym, w postaci popytu generowanego przez dekarbonizację i „zieloną” transformację gospodarek. „Greenflacja” powinna nadal mieć się dobrze...

Towary rolne

W grudniu stabilne pozostawały ceny pszenicy (-0,4%), drożała natomiast soja (+9,2%) i kukurydza (+4,5%). Pomimo, że ceny towarów rolnych są na historycznie wysokich poziomach, to analitycy zwracają uwagę na historycznie niski poziom relacji cen zbóż do cen nawozów i ograniczoną dostępność tychże. Według spółek z branży, cena gazu odpowiada obecnie za 80-90% kosztu wytworzenia nawozów azotowych. W związku z tym, że wiele firm w Europie wstrzymywało produkcję, a kraje takie jak Rosja czy Chiny ograniczyły eksport nawozów, wysokie ich ceny będą więc się nadal utrzymywać. Wyższe koszty producentów i mniejsze zużycie nawozów, skutkujące potencjalnie mniejszymi plonami mogą skutecznie blokować spadek cen żywności. Wiele krajów

rozwijających się, będących eksporterami surowców przemysłowych, równocześnie importuje spore ilości żywności (Afryka, Bliski Wschód). Nic nie jest równie szybko skłonić ludzi do „wyjścia na ulice” jak drożyzna. Niestety istnieją więc obawy, że sytuacje takie jak ostatnio w Kazachstanie mogą się w tym roku powtórzyć także w innych krajach.

Podsumowując, zakładamy, że częściowa ekspozycja portfeli na instrumenty powiązane z rynkiem surowców nadal pozostaje uzasadniona, przynajmniej na I poł. 2022 roku. Fundamenty wysokich cen pozostają niezmienione. W obszarze surowców energetycznych, szczególnie ropy, która „waży” w koszykach surowcowych najwięcej, nadal będziemy mieli do czynienia z odbudowywaniem się popytu do poziomów sprzed pandemii, przy sztywnej podaży ze strony OPEC+ i bardzo niskich nakładach inwestycyjnych w nowe moce wydobywcze. Działania na rzecz pobudzenia globalnej gospodarki będą stymulować popyt na stal i w konsekwencji wspierać ceny rudy żelaza (które spadły już do poziomów z wiosny 2020 roku). Zielona transformacja i dekarbonizacja zapewnią stale rosnący popyt na większość metali przemysłowych, z miedzią na czele. Wreszcie w epoce niezwyklej pobłażliwości banków centralnych w stosunku do inflacji i spadającego zaufania do walut papierowych nietrudno znaleźć uzasadnienie do posiadania ekspozycji na złoto w ramach zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego. Warto też przypomnieć, że w ramach klasycznej teorii cyklu gospodarczego (jeśli tylko uznamy, że nadal ona obowiązuje) szczyt hossy na surowcach powinien nastąpić po szczycie hossy na akcjach – a ten, jak się spodziewamy, dopiero jeszcze przed nami. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	3,9%	6,4%	4,8%	16,8%	65,7%	78,9%
MSCI World	USD	4,2%	7,5%	7,1%	20,1%	71,5%	84,5%
MSCI Emerging Markets	USD	1,6%	-1,7%	-10,4%	-4,6%	27,6%	42,9%
MSCI EM Asia	USD	1,3%	-1,2%	-11,3%	-6,6%	37,2%	59,0%
MSCI EM Latin America	USD	4,6%	-4,4%	-18,7%	-13,1%	-17,0%	-9,0%
MSCI EM Europe	USD	-1,4%	-8,6%	-2,7%	12,9%	20,8%	25,3%
MSCI Poland	PLN	3,3%	-1,0%	2,8%	15,1%	-7,5%	8,4%
MSCI Frontier Markets	USD	1,4%	0,4%	3,0%	16,4%	29,0%	33,3%
S&P500 - USA	USD	4,4%	10,6%	10,9%	26,9%	90,1%	112,9%
Russell 2000	USD	2,1%	1,9%	-2,8%	13,7%	66,5%	65,4%
MSCI Europe	EUR	5,5%	7,4%	7,7%	22,4%	41,6%	32,0%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	5,4%	7,3%	7,7%	22,2%	44,5%	35,0%
DAX - Niemcy	EUR	5,2%	4,1%	2,3%	15,8%	50,4%	38,4%
CAC40 - Francja	EUR	6,4%	9,7%	9,9%	28,9%	51,2%	47,1%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	4,9%	-0,9%	-1,2%	6,9%	2,6%	-6,8%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	5,9%	6,5%	8,9%	23,0%	49,2%	42,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	4,6%	4,2%	4,9%	14,3%	9,8%	3,4%
FTSE Nordic 30	SEK	6,4%	7,8%	12,2%	30,0%	71,5%	76,5%
Nikkei - Japonia	JPY	3,5%	-2,2%	0,0%	4,9%	43,9%	50,6%
TOPIX - Japonia	JPY	3,3%	-1,9%	2,5%	10,4%	33,3%	31,2%
MSCI China	HKD	-3,2%	-6,0%	-23,3%	-22,4%	18,4%	43,7%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-0,3%	-4,8%	-18,8%	-14,1%	-9,5%	6,4%
Kospi - Korea Płd.	KRW	4,9%	-3,0%	-9,7%	3,6%	45,9%	46,9%
SENSEX - Indie	INR	2,1%	-1,5%	11,0%	22,0%	61,5%	118,8%
XU100 - Turcja	TRY	2,7%	32,1%	37,0%	25,8%	103,5%	137,7%
RTS- Rosja	USD	-3,0%	-10,2%	-3,5%	15,0%	49,3%	38,5%
BOVESPA - Brazylia	BRL	2,9%	-5,5%	-17,3%	-11,9%	19,3%	74,0%
WIG	PLN	2,2%	-1,5%	4,9%	21,5%	20,1%	33,9%
AKCJE - segmenty	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	3,6%	1,9%	0,0%	14,6%	61,0%	65,4%
MSCI ACWI Large Cap	USD	3,9%	6,9%	5,3%	17,2%	66,6%	81,1%
WIG20	PLN	3,3%	-1,9%	2,2%	14,3%	-0,4%	16,4%
WIG20 total return	PLN	3,3%	-1,8%	4,1%	16,8%	5,6%	28,7%
mWIG40	PLN	-0,7%	0,7%	9,7%	33,1%	35,4%	25,5%
sWIG80	PLN	-0,6%	-5,0%	-2,6%	24,6%	89,7%	40,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	7,3%	7,7%	8,5%	18,3%	60,8%	91,7%
MSCI World Energy	USD	3,7%	3,6%	3,9%	35,1%	-4,6%	-20,3%
MSCI World Financials	USD	4,2%	3,3%	4,9%	25,1%	45,0%	40,7%
MSCI World Metals&Mining	USD	8,6%	10,4%	-3,5%	8,1%	51,5%	61,2%
MSCI World Industrials	USD	5,4%	5,7%	3,4%	15,1%	59,3%	64,9%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	0,5%	8,3%	6,6%	17,1%	97,7%	124,7%
MSCI World Consumer Staples	USD	8,2%	9,1%	6,5%	10,8%	40,4%	41,3%
MSCI World IT	USD	2,6%	13,1%	14,5%	29,1%	168,9%	255,1%
Nasdaq	USD	0,7%	8,3%	7,9%	21,4%	135,8%	190,6%
Nasdaq100	USD	1,1%	11,1%	12,1%	26,6%	157,8%	235,6%
S&P Global Clean Energy	USD	-9,0%	-1,7%	-9,3%	-24,4%	154,8%	167,1%
Eurostoxx Banks	EUR	7,1%	0,1%	7,2%	36,2%	15,4%	-14,6%
WIG-Games	PLN	4,6%	-6,7%	-6,0%	-22,8%	123,0%	
WIG-Energia	PLN	-3,3%	-10,6%	-10,4%	18,3%	0,2%	-5,3%
WIG-Banki	PLN	0,8%	12,8%	32,0%	81,3%	15,9%	38,0%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	2,1%	8,1%	8,8%	20,4%	111,3%	146,2%
MSCI World Value	USD	6,4%	6,7%	5,2%	19,3%	36,2%	35,0%

SUROWCE	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	12,9%	2,3%	9,9%	54,3%	34,5%	32,1%
Miedź	USD	4,3%	9,2%	3,9%	26,8%	69,7%	78,1%
Aluminium	USD	6,5%	-1,3%	11,8%	42,2%	50,6%	64,7%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	3,6%	6,3%	5,2%	26,7%	50,1%	19,1%
Rudy żelaza	USD	18,5%	-6,0%	-47,6%	-27,8%	58,2%	41,1%
Węgiel koksujący	CNY	18,6%	-16,0%	25,0%			
Złoto	USD	3,1%	4,1%	3,3%	-3,6%	42,6%	59,4%
Srebro	USD	2,1%	5,1%	-10,8%	-11,7%	50,4%	46,3%
Bloomberg Commodity Index	USD	3,5%	-1,6%	4,9%	27,1%	29,3%	13,3%
OBLIGACJE	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-0,5%	-1,0%	-2,1%	-6,6%	8,0%	15,4%
USD Korporacyjne IG	USD	-0,1%	0,2%	0,2%	-1,0%	24,5%	29,2%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,1%	-0,7%	-0,6%	-1,0%	8,1%	9,4%
USD azjatyckie IG	USD	0,1%	0,1%	0,6%	0,0%	19,4%	25,7%
USD Korporacyjne HY	USD	1,9%	0,7%	1,6%	5,3%	28,9%	35,7%
EUR Korporacyjne HY	EUR	1,0%	0,0%	0,6%	4,2%	19,1%	22,0%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	0,7%	0,4%	-0,7%	-1,6%	13,5%	25,3%
EM skarbowe w USD	USD	1,6%	-0,1%	-0,8%	-2,3%	16,4%	21,9%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-2,5%	-8,4%	-9,3%	-10,7%	-0,8%	9,4%
POZOSTALE	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	0,3%	-1,8%	-4,1%	-6,9%	-0,8%	8,1%
EUR/PLN	PLN	-1,5%	-0,5%	1,5%	0,6%	6,9%	4,1%
CHF/PLN	PLN	-1,0%	3,5%	7,3%	4,8%	16,1%	7,7%
USD/PLN	PLN	-1,8%	1,3%	5,8%	8,1%	8,0%	-3,6%
USD/JPY	USD	-1,7%	-3,3%	-3,5%	-10,2%	-4,8%	1,6%
Bloomberg USD Index	USD	-0,8%	0,7%	2,7%	4,7%	-1,9%	-7,4%
MSCI EM Currency Index	USD	0,6%	0,7%	-0,2%	0,9%	7,4%	15,1%
JP Morgan EM Currency Index	USD	0,7%	-4,8%	-8,2%	-9,2%	-15,4%	-20,3%
Europe REITS	EUR	2,9%	6,0%	2,3%	13,7%	0,3%	-11,6%
US REIT's	USD	8,2%	15,5%	15,7%	38,8%	49,2%	37,5%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	7,4%	25,7%	30,0%	34,6%	363,8%	551,5%
Amazon	USD	-4,9%	1,5%	-3,1%	2,4%	122,0%	344,7%
Alphabet (Google)	USD	2,1%	8,4%	18,6%	65,3%	177,2%	265,6%
Microsoft	USD	1,7%	19,5%	24,6%	52,5%	242,4%	482,1%
Facebook	USD	3,7%	-0,9%	-3,3%	23,1%	156,6%	192,4%
Netflix	USD	-6,1%	-1,3%	14,1%	11,4%	125,1%	386,6%
Tesla	USD	-7,7%	36,3%	55,5%	49,8%	1487,7%	2372,7%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	5,4%	15,9%	16,0%	26,7%	26,0%	33,9%
Roche	CHF	5,4%	10,9%	8,8%	26,4%	70,9%	91,7%
ASML	EUR	1,0%	9,7%	22,3%	78,7%	431,0%	595,7%
Nestle	CHF	8,0%	13,1%	10,6%	25,4%	72,5%	100,4%
Novartis	CHF	9,3%	4,5%	-4,8%	-0,3%	20,2%	46,4%
Novo Nordisk	DKK	4,3%	18,3%	40,7%	75,6%	163,3%	225,7%
L'Oreal	EUR	4,9%	16,8%	10,9%	35,7%	115,8%	159,8%
LVMH	EUR	5,9%	17,7%	10,4%	43,8%	192,6%	332,9%
Astrazeneca	Gbp	4,9%	-3,1%	0,7%	21,7%	61,4%	133,5%
SAP	EUR	10,2%	6,9%	5,3%	18,4%	50,2%	62,2%
Sanofi	EUR	5,6%	6,6%	0,2%	16,9%	31,3%	39,8%
Chiny - BAT	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	-0,7%	-3,2%	-27,0%	-31,2%	-6,2%	-9,5%
Tencent Holding	HKD	-0,6%	-1,0%	-21,8%	-18,8%	46,7%	143,9%
Alibaba	USD	-6,9%	-19,8%	-47,6%	-49,0%	-13,3%	35,3%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 grudnia 2021 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.