



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

KONIEC T-I-N-A

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych - marzec 2023 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

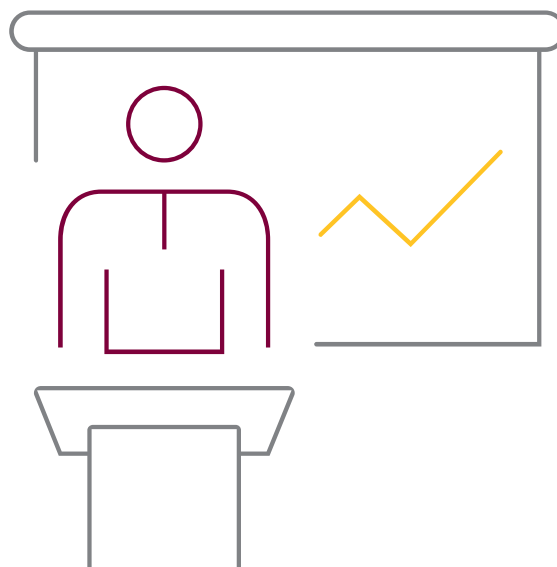
Dyrektor ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

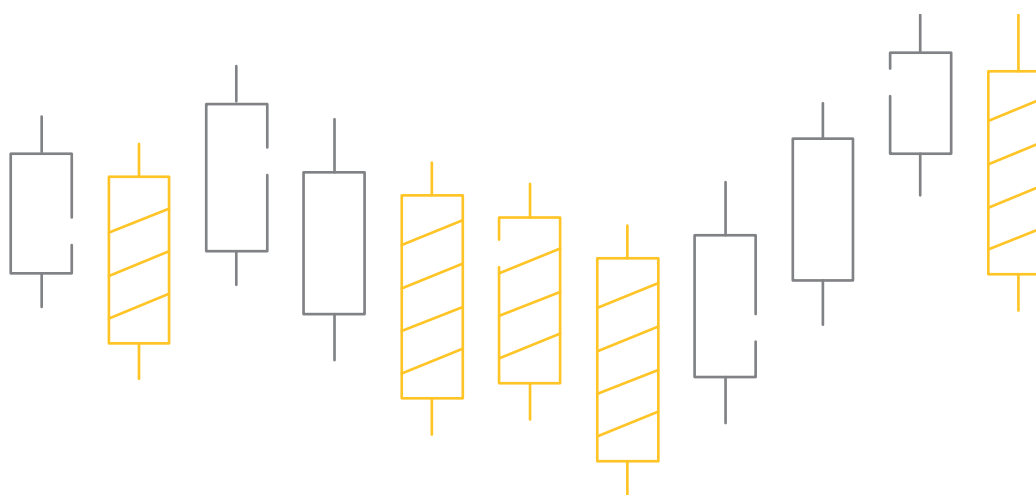
Makler Papierów Wartościowych



14 marca 2023 r.

Spis treści

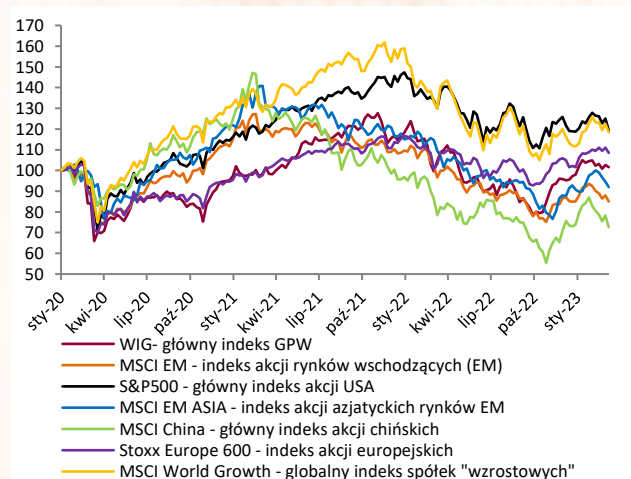
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska	9
Obligacje	10
Surowce	12
Surowce energetyczne	13
Metale szlachetne	13
Metale przemysłowe.....	14
Towary rolne.....	14
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów	15
Ważne informacje	17



Wstęp

- „Nie ma alternatywy dla akcji” (z ang. „**There Is No Alternative**”, w skrócie TINA) – zwrot ten pojawiał się przez szereg lat jako główny motyw uzasadniający inwestycje w akcje. I rzeczywiście, jeszcze **do 2021 roku**, przy niskiej na świecie inflacji i zerowych czy nawet lekko ujemnych stopach procentowych czołowych banków centralnych, **dla akcji w przestrzeni inwestycji w instrumenty finansowe**, nie było sensownych alternatyw.
- Jednak od ponad 2 lat systematycznie rosną rentowności (a spadają ceny) długoterminowych obligacji skarbowych, zwłaszcza krajów wysokorozwiniętych (DM). Na skutek wzrostu inflacji do nieakceptowalnych poziomów w krajach DM banki centralne zaprzestały skupu aktywów, które właśnie w sporej mierze koncentrowały się na tychże obligacjach skarbowych, oraz zaczęły podnosić kontrolowane przez siebie krótkoterminowe stopy procentowe. Tym samym **ryнки finansowe weszły w reżim funkcjonowania przy coraz niższej płynności** – nieobserwowany od kilkudziesięciu niemal lat.
- Wyższy „koszt pieniądza” ma za zadanie obniżyć inflację wielokanałowo – poprzez spadek zagregowanego popytu i inwestycji, ale także - poprzez trudniejsze uwarunkowania (koszty finansowania) dla działalności przedsiębiorstw, w rezultacie których część z nich upadnie albo będzie musiało ograniczyć skalę działalności. To z kolei obniży popyt na pracę i zahamuje trend wzrostu wynagrodzeń. Jednocześnie wyższe oprocentowanie kont czy obligacji tworzy już realną alternatywę dla rynku akcji.
- Dodatkowo w USA w pierwszej dekadzie marca, problemy giełd kryptowalut, przestój w pozyskiwaniu finansowania zewnętrznego przez prężny sektor technologicznych start-upów w Dolinie Krzemowej, doprowadziły do sytuacji, w której 16.-ty pod względem aktywów bank w USA musiał zostać objęty gwarancjami depozytów przez amerykański odpowiednik Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (szerzej o tym wydarzeniu piszemy na kolejnych stronach raportu w części *Obligacje*).
- Ramifikacje pierwszego, można by rzec, od niemal 15 lat „runu” na bank w USA, okazują się być po weekendzie, w trakcie którego doszło do objęcia gwarancjami depozytów, dość szerokie, tzn. przede wszystkim rezultatem jest **spadek notowań aktywów ryzykownych, na czele z akcjami**. W pakiecie przedstawionych przez Fed rozwiązań sytuacji kryzysowej znalazło się też nowe okienko płynnościowe dla instytucji finansowych przyjmujących depozyty, polegające na możliwości nieograniczonego finansowania na okres do 1 roku pod zastaw obligacji skarbowych i quasi-skarbowych USA, a także hipotecznych, rozliczanych po nominale, co już zdążyło z kolei wesprzeć znacząco wyceny obligacji.
- Na marzec, uwzględniając także te ostatnie wydarzenia zza Oceanu, **zdecydowaliśmy się utrzymać wszystkie nasze ubiegłomiesięczne preferencje w głównych segmentach rynku finansowego**, tj. przede wszystkim umiarkowaną preferencję obligacji ogółem nad akcjami, a w obligacjach **unikanie ryzyka kredytowego** i bazowanie tylko na emitentach o najwyższym standingu finansowym (IG – Investment Grade), zarówno w Polsce, jak i na rynkach DM. **W polskiej części obligacyjnej dodatkowo unikamy ryzyka stopy procentowej i preferujemy obligacje zmienno-kuponowe.** (zo)

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



Opis sytuacji gospodarczej

- **Lepszy obraz globalnej koniunktury na początku 2023...**
- **... nasila obawy o uporczywość inflacji**
- **Inflacja w Polsce nie przebijie 20%?**

Ostatnie tygodnie w globalnym obrazie gospodarczym to przede wszystkim **sygnały mocniejszej od oczekiwań koniunktury w krajach rozwiniętych**, zwłaszcza w sektorze usług. Do tego przerwana została seria niższych od oczekiwań odczytów inflacyjnych w USA czy też strefie euro, przez co przy wciąż mocnym rynku pracy można mówić o wzroście ryzyka bardziej uporczywej inflacji, a główne banki centralne (amerykańska Rezerwa Federalna – Fed, Europejski Bank Centralny – EBC) od dłuższego czasu szczególnie akcentują obawy przed właśnie takim scenariuszem. Tym niemniej perspektywa kontynuacji podwyżek stóp procentowych głównie w USA, ale też w strefie euro, stanęła pod znakiem zapytania, ze względu na pojawiające się sygnały presji wysokich stóp na stabilność części sektora bankowego w USA.

Dane o PKB strefy euro czy też USA za IV kw. 2022 r. były lepsze od prognoz. Co więcej początek 2023 r. związany jest z wyraźną poprawą we wskaźnikach koniunktury PMI. Indeksy dla sektora usług, odpowiadającego za większą część gospodarek rozwiniętych, wróciły nad poziom 50 pkt, sygnalizując ożywienie w tym obszarze.

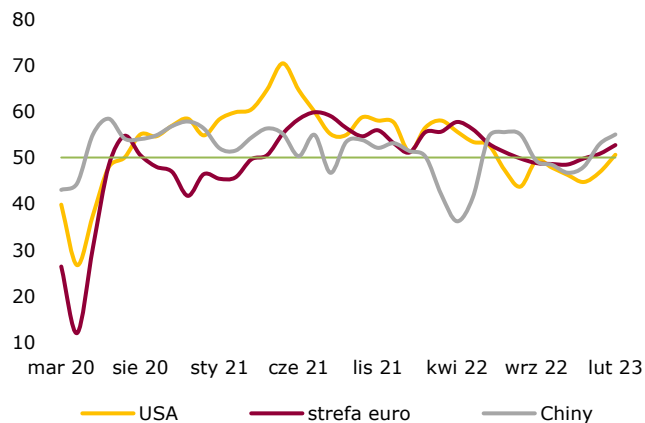
W przypadku najszerszego wskaźnika inflacji konsumenckiej CPI od kilku miesięcy obserwowaliśmy spadek jej rocznej dynamiki, ale wciąż jest ona wyraźnie podwyższona względem długoterminowych średnich oraz celów banków centralnych (2%). Natomiast **styczeń w USA, a luty w strefie euro przyniosły wyraźne przyhamowanie procesu obniżania inflacji.** Mniejsze znaczenie we wzroście cen ma obecnie komponent dóbr, ale nabiera wagi presja na ceny w usługach. W USA wskaźnik CPI (inflacja konsumencka) w styczniu cofnął się z 6,5% r/r do 6,4% r/r, ale już w przypadku usług z wyłączeniem energii wzrósł z 7% r/r do 7,2% r/r. W

strefie euro odpowiedni wskaźnik HICP obniżył się z 8,6% r/r do 8,5% r/r, ale inflacja usług wzrosła z 4,4% r/r do 4,8% r/r.

Taki rozwój sytuacji nasilił komentarze bankierów centralnych sugerujące konieczność dalszych podwyżek stóp procentowych. Powyższa retoryka może jednak zostać stępiona przez problemy amerykańskiego (a być może również europejskiego) sektora finansowego. **Szybki i znaczny wzrost stóp procentowych pogarsza zdecydowanie jakość portfeli obligacji będących w posiadaniu banków.** W USA w pierwszej połowie marca, kilka regionalnych instytucji ma w tej sytuacji poważne kłopoty, co wywołuje obawy depozytariuszy, wypłaty środków i w na razie nielicznych, skrajnych przypadkach bankructwa. Obawy o stabilność sektora bankowego stawiają pod znakiem zapytania kontynuację podwyżek stóp procentowych Fed nie tylko na marcowym posiedzeniu, ale także na kolejnych. Również EBC w obecnej sytuacji może ocenić, że dostosowanie stóp procentowych zostało już w znacznej mierze dokonane. Choć tu, wobec wyższej inflacji w strefie euro oraz jak dotąd wobec braku bankructw banków, podwyżki stóp procentowych są bardziej prawdopodobne.

W Chinach na początku bieżącego roku obserwujemy przyspieszenie gospodarki napędzane w głównej mierze przełomowym luzowaniem restrykcji epidemicznych. W pierwszych dniach marca nie mamy wciąż większości twardych danych z tego roku, tym niemniej ankietowe wskaźniki wyprzedzające koniunktury PMI sugerują wyraźne ożywienie, zwłaszcza w sektorze usług. Tu indeks w styczniu wybił się do 52,9 pkt i tym samym po raz pierwszy od września '22 znalazł się powyżej poziomu 50 pkt. W lutym kontynuował wyżkę do 55 pkt. W ślad za poprawą nastrojów w sektorach usługowych podąża przemysł. Indeks PMI dla tego sektora w lutym wzrósł do 51,6 pkt, co z kolei przerwało passę 6 miesięcy z rzędu poniżej poziomu 50 pkt.

Indeksy PMI usług (wg S&P Global) dla największych gospodarek



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Plany władz chińskich nieco studzą jednak oczekiwania dotyczące skali przyspieszenia koniunktury. Pekin zakłada w tym roku wzrost PKB o 5%, licząc przede wszystkim na odbicie w konsumpcji. Na tle oczekiwań rynkowych to byłby lekko negatywny scenariusz, który sugeruje mniej rządowego wsparcia dla inwestycji, a co za tym idzie słabszy popyt w tym obszarze.

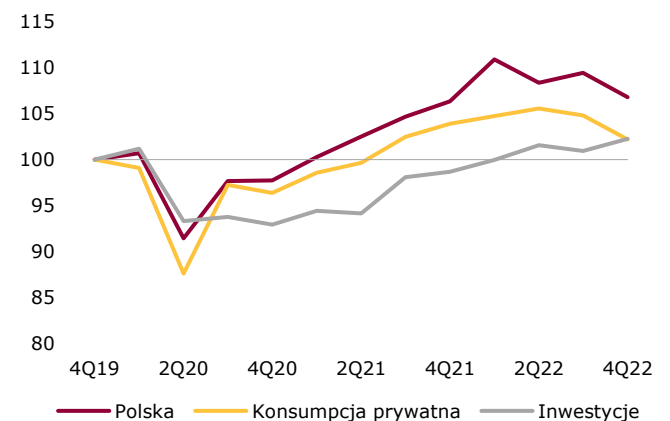
W Polsce w lutym poznaliśmy szczegółowe dane o PKB w IV kw. '22, które potwierdzają obraz mocnego pogorszenia konsumpcji i zaskakująco silnych inwestycji. **Inflacja wraz z marcem powinna wejść w okres systematycznego obniżania rocznej dynamiki, ale z bardzo wysokich, dwucyfrowych poziomów.** Nastroje biznesu i konsumentów są słabe, przy czym od kilku miesięcy systematycznie poprawiają się i wspierają scenariusz nadchodzącej stabilizacji koniunktury gospodarczej, która obecnie jest jednak jeszcze w fazie szybkiego spowalniania.

Wg danych GUS publikowanych z końcem lutego PKB Polski w IV kw. 2022 rósł o 2% r/r, przy spadku konsumpcji prywatnej o 1,5% r/r oraz wzroście inwestycji o 4,9% r/r. Statystyki te są mocno historyczne, ale warto o nich wspomnieć, gdyż pokazują dominujące tendencje w gospodarce. A te są jednoznaczne w przypadku konsumpcji, która hamowała wyraźnie w II poł. 2022 r., m.in. w reakcji na znaczny wzrost inflacji, większy od wzrostu wynagrodzeń.

Tymczasem dane inflacyjne są niejednoznaczne na początku roku. Mamy niższy od oczekiwanego pułap startowy wskaźnika CPI, który w lutym wyznaczył w naszej ocenie (DAM Alior) całoroczne maksimum, nie osiągając jednak przy tym (niemal na pewno) poziomu 20% r/r (spodziewamy się 18,5% r/r). A ryzyko takiego wzrostu CPI do niedawna było całkiem realne i na dodatek spójne z listopadową projekcją NBP. To jednak głównie zasługa mocniejszego od oczekiwanego hamowania w cenach energii. Inflacja bazowa utrzymuje duży impet i wg naszych szacunków w lutym zbliżyła się w okolice 12% r/r.

Marcowe posiedzenie RPP miało dodatkową wagę wynikającą z publikacji projekcji inflacji. Sama prognoza średniorocznej CPI na 2023 obniżyła się z 13,2 na 11,9%, ale pozostaje to bez wpływu na perspektywy inflacji bazowej, której dynamika w naszej ocenie będzie spadać bardzo powoli. Zejście inflacji do celu NBP (2,5%, +/- 1 p.p.) w horyzoncie projekcji (2025) nadal może stać pod znakiem zapytania. W związku z utrzymaniem się długoterminowych ryzyk dla inflacji oraz przy jednoczesnych sygnałach premiujących obniżanie bieżącego wzrostu cen, naszym zdaniem **najbardziej prawdopodobny scenariusz to utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie przez resztę roku.** (js)

Polska - poziom PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów na środki trwałe (4Q'19=100, wyr. sez., ceny stałe)



źródło: GUS, opracowanie własne

Akcje

Rynki rozwinięte (DM)

- Spółki amerykańskie weszły w negatywne momentum wynikowe
- Momentum wynikowe, konsensusy oczekiwań EPS i wyceny korzystniejsze dla akcji europejskich niż amerykańskich
- W związku jednak z większymi kosztami wojny na Ukrainie, jak również dalekiemu jeszcze od zakończenia cyklu podwyżek stóp EBC, nie różnicujemy nastawienia do obu regionów i utrzymujemy dla akcji z nich, jak i dla akcji ogółem nastawienie umiarkowanie negatywne

W lutym rynki rozwinięte ogółem mierzone indeksem MSCI World straciły na wartości 2,5%, jednak nie było to jednorodne zachowanie. O ile rynki amerykańskie wyraźnie zniżkowały, to główne parkiety zachodnioeuropejskie zyskiwały na wartości. **Na korzyść rynków zachodnioeuropejskich przemawiały przede wszystkim spadające cen energii elektrycznej**, które dla głównych państw strefy euro w rocznych kontraktach spadły nawet do poziomów z połowy 2021 r. To pozwoliło zmniejszyć ryzyko recesji. Jeszcze w z końcem ubiegłego roku konsensus prognoz gospodarczych dla strefy euro zakładał ujemną dynamikę PKB w 2023 r., ale w ostatnich tygodniach te prognozy były rewidowane w górę, co utrwaliło bardziej pozytywny obraz dla inwestorów.

Jednocześnie niskie ceny energii elektrycznej to szansa na „schłodzenie” jednego z głównych czynników presji inflacyjnej; takie przeświadczenie znajduje zresztą potwierdzenie dla publikowanego ostatnio wskaźnika cen produkcji sprzedanej (PPI), który jest najniższy od ponad 12 miesięcy. Z dużym prawdopodobieństwem można również szacować osłabienie presji na poziomie inflacji konsumenckiej. Nie można jednak na tej podstawie przesądzać o zmianie dotychczas przyjętego kursu polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego nastawionej na walkę z inflacją. Choć wydarzenia z amerykańskiego systemu bankowego obniżyły konsensus oczekiwań na

docelowy poziom stopy referencyjnej EBC na koniec 2023 r. to nadal będziemy się najprawdopodobniej znajdować w cyklu kontynuacji podwyżek stóp zwłaszcza ze względu na ryzyko podtrzymania się na podwyższonym poziomie inflacji bazowej (bez cen energii i żywności).

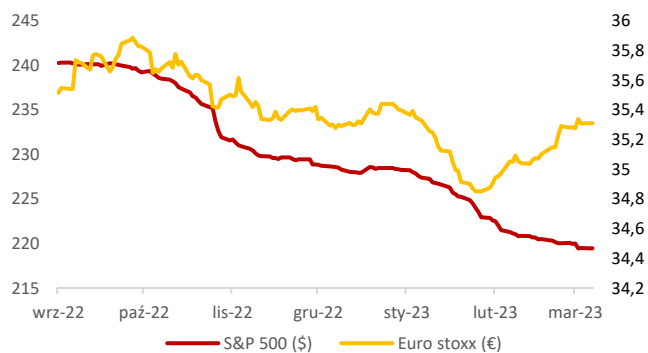
Na korzyść akcji europejskich spółek przemawiały również wyniki finansowe, które za IV kwartał wykazały mocne dwucyfrowe dynamiki zarówno na poziomie przychodów jak i zysków. W przeciwieństwie do akcji spółek amerykańskich, spółki europejskie (indeks Eurostoxx 600) na poziomie zagregowanym utrzymały poziom marż operacyjnych. Mamy jednak wątpliwości czy tą wyśrubowaną w ubiegłym roku marżowość uda się przenieść na kolejne okresy. Wówczas sprzyjały temu rosnące ogółem ceny w gospodarce, tempo wzrostu cen produktów były wyższe niż wzrostu kosztów wytworzenia. Biorąc pod uwagę wykazywaną determinację EBC do walki z inflacją oraz wyraźnie spadającą zdolność nabywczą gospodarstw domowych, **jest ryzyko znaczącego osłabienia dynamiki wzrostu zysków powodowanego obniżeniem tempa wzrostu przychodów i możliwego skurczenia marż**. W ciągu ostatnich 6 miesięcy konsensus prognoz zagregowanego zysku na akcję (EPS) dla indeksu Eurostoxx 600 zysk na akcję został zrewidowany w dół o ponad 5% i docelowo ma być bliski wartościom po 2022 r. (jeszcze nie wszystkie spółki opublikowały swoje wyniki). W tej sytuacji potencjał wzrostowy cen akcji także uznajemy za mocno ograniczony.

Dla akcji amerykańskich luty był mniej łaskawy, głównie na skutek rosnącego prawdopodobieństwa kolejnych decyzji o podwyżce stóp procentowych oraz sezonu publikacji wyników finansowych spółek za IV kw., w trakcie którego dominowała tendencja rewidowania w dół prognoz na kolejne okresy.

Oprócz niższego tempa wzrostu przychodów, pojawiają się szacunki coraz mocniejszego obkurczenia marż operacyjnych. Kompilacja tych zmiennych przekuwa się w

możliwy spadek zysku na akcję zagregowanego dla indeksu S&P500 za 2023 r., podczas gdy jeszcze pół roku temu szacowano blisko 10% wzrost zysku r/r. Dodając do tego, że bieżąca wycena indeksu przez pryzmat wskaźnika P/E nie jest niska, zarówno względem danych historycznych, jak i w porównaniu do innych wiodących rynków (zwłaszcza zachodnioeuropejskich), to perspektywa słabszych zysków może zaważyć na osłabieniu nastrojów i przekierowania części zainteresowania w stronę oferującego całkiem przyzwoite rentowności rynku obligacji. Dlatego też, w odniesieniu do akcji amerykańskich **podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne z dalszą preferencją spółek o silniejszych bilansach, stabilnych przepływach gotówkowych i relatywnie niższych od szerokiego rynku wycenach.** Dla akcji europejskich, mimo że mogą się jawić jako bardziej atrakcyjne z niższymi wycenami P/E oraz lepszymi prognozami dla wyników finansowych, również **podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne** w obawie o realizację tych prognoz, które naszym zdaniem nie oddają wszystkich ryzyk związanych z ostrym kursem EBC, podtrzymaniem presji inflacyjnej (przede wszystkim wysokie ceny żywności) oraz wciąż trwającym konfliktem zbrojnym za naszą wschodnią granicą. (mb)

Ewolucja prognoz zagregowanego zysku na akcję (EPS) dla głównych indeksów akcji w Europie i USA



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Rynki wschodzące (EM)

- Chiński przemysł rozpędza się, a wskaźniki koniunktury wyraźnie rosną.
- Amerykańska inicjatywa „Chip 4” uderza w chiński rynek wysokich technologii.
- Poprawa nastrojów wokół chińskiej gospodarki wzmocni popyt na surowce.

Po korzystnym początku roku, luty przyniósł na światowe rynki akcji ochłodzenie nastrojów, które szczególnie mocno dotknęło obszar rynków wschodzących. Segment ten, mierzony indeksem MSCI Emerging Markets, zaliczył w ostatnim miesiącu przeszło 2 razy większy spadek w porównaniu z globalnym rynkiem akcji (mierzonym szerokim indeksem MSCI World). Po solidnym odreagowaniu, spowodowanym rezygnacją chińskich władz z surowej polityki zero-COVID, **akcje chińskie wróciły do spadków** i w lutym zachowały się słabiej od rynków Ameryki Łacińskiej.

Ostatnie (za luty) odczyty wskaźników **PMI dla przemysłu i usług w Chinach pozytywnie zaskoczyły inwestorów**, były bowiem potwierdzeniem długo wyczekiwanego „odbicia” chińskiej gospodarki po covidowym spowolnieniu. Szczególnie dobrze wypadły nastroje wokół sektora przemysłowego - PMI dla przemysłu wyniósł 52,6 pkt, co było **najwyższym wynikiem od przeszło dekady**. Warto pamiętać, że na powrocie gospodarki do wzrostowego trendu mogą zyskać nie tylko rodzime spółki z Państwa Środka, ale także wiele podmiotów związanych z Chinami umowami handlowymi. ChRL jako jeden z największych światowych importerów ropy naftowej i surowców, ma duży wpływ na wyniki finansowe spółek z całego świata.

Mimo poprawy w przemyśle, **sentymen wokół chińskich spółek technologicznych z powrotem zaczął się pogarszać** (co dobrze widać po zniżkujących cenach akcji największych technologicznych gigantów, takich jak Tencent czy Alibaba). Pod koniec lutego rynki obiegrała informacja o pierwszych wspólnych rozmowach amerykańskiej inicjatywy pod nazwą „Chip 4”. Grupa zrzesza USA, Japonię, Koreę Południową i Tajwan, a jej celem jest **zmniejszenie wpływu Chin w sektorze półprzewodników** oraz zabezpieczenie łańcuchów dostaw w tej branży.

Sektor wysokich technologii w skali globalnej wydaje się nieco zwalniać – w 2023 roku prognozowany jest spadek przychodów spółek w tej branży. **Technologiczni giganci nie hamują jednak inwestycji** – jak podaje Reuters, tajwański TSMC planuje wybudować kolejną, wartą przeszło 7,4 mld dolarów, fabrykę mikrochipów w Japonii, która byłaby zdolna produkować procesory w technologii 5-10 nanometrów. Inwestycji nie zamierza ograniczać także koreański Samsung, mimo zanotowania najniższych od 8 lat kwartalnych wyników finansowych.

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 LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, *dane na 13.03.2022 r.

Wracając jeszcze do implikacji porzucenia polityki zero-Covid przez Chiny, na odbudowującym się popycie na surowce ze strony Chin mogą zyskać przede wszystkim kraje, których gospodarki opierają się na wydobyciu i eksporcie surowców. Przykłady takich państw znajdujemy w regionie Ameryki Łacińskiej, wobec którego nadal podtrzymujemy pozytywne nastawienie. Nasze pozycjonowanie uzasadniają przede wszystkim **bardzo atrakcyjne wyceny** (wskaźnik P/E na poziomie 7), **najwyższa spośród wszystkich rynków stopa dywidendy** (dla indeksu MSCI EM Latin America jest to prawie 8%, a dla samego rynku brazylijskiego 9,5%) oraz wspomniana wcześniej **dobra ekspozycja na surowce i materiały** (sektor surowcowy odpowiada za ¼ indeksu MSCI EM Latin America). Niemniej ważnym argumentem jest **neutralność krajów tego regionu wobec światowych konfliktów i napięć geopolitycznych**, takich jak wojna w Ukrainie czy napięta sytuacja między Chinami i USA. Kraje Ameryki Łacińskiej nie mierzą się również z problemem wysokiej inflacji (w Brazylii inflacja CPI od lipca systematycznie spada, a tamtejszy bank centralny zakończył cykl podwyżek stóp procentowych). Spada również stopa bezrobocia w Brazylii – ostatni odczyt za grudzień wskazał 7,9%, co oznacza spadek o prawie 8 punktów procentowych od szczytu w kwietniu 2021 roku. Solidnie odbijają także wskaźniki PMI – lutowy odczyt dla sektora przemysłowego wyniósł 49,2 pkt (wobec grudniowego odczytu na poziomie 44,2), co potwierdza poprawiającą się sytuację brazylijskiej gospodarki. (ab)

Polska

- Luty przyniósł zatrzymanie wzrostów na GPW w reakcji na „jastrzębie” zaskoczenia ze strony Fed
- Korzystna dla „frankowiczów” opinia rzecznika generalnego TSUE
- Ze względu na siłę rynku akcji w ostatnich miesiącach nieadekwatną do momentum gospodarczego i sytuacji geopolitycznej, utrzymujemy negatywne nastawienie do polskiego rynku akcji

W lutym krajowe główne indeksy GPW wyhamowały zwyżkę, jaka trwała nieprzerwalnie przez 4 poprzednie miesiące. Wśród głównych indeksów GPW najslabiej wypadł WIG20 (skupiający największe podmioty), który zniżył o 2,9%, co dla indeksu szerokiego rynku WIG oznaczało spadek o 1,8%. Korekcie oparty się średnie i mniejsze podmioty skupione w indeksach mWIG40 oraz sWIG80, które wzrosły odpowiednio o 0,2% oraz 1%. Sentyment na krajowym parkiecie nie odbiegał istotnie od tego dla indeksu akcji globalnych MSCI All Countries, oraz rynku w USA. Wyhamowanie zwyżek na akcjach miało związek z jastrzębimi zaskoczeniami ze strony Fed po serii danych ekonomicznych z USA, w tym zaskakująco silnego rynku pracy za styczeń.

Sektorowo w lutym inwestorzy najmocniej nagrodzili wzrostem kursu sektor IT, mimo spadku oczekiwanego 12-miesięcznego wyniku o 3,9% (konsensus Bloomberg). Sektor bankowy wybronił się, spadając o jedynie 1,4%. W jego przypadku sentyment w połowie miesiąca popsuł **rzecznik generalny TSUE, który wydał opinię, że po uznaniu umowy kredytu hipotecznego za nieważną ze względu na nieuczciwe warunki, konsumenci mogą dochodzić od banków roszczeń wykraczających poza zwrot świadczeń pieniężnych**. Z kolei banki nie mają natomiast tego prawa w stosunku do konsumenta, w szczególności do wynagrodzenia za korzystanie przez niego z kredytu. Wyrok w tej sprawie zapadnie dopiero za kilka miesięcy. **Komisja Nadzoru Finansowego zmiękczyła ten przekaz informując, że niekoniecznie rozwiązania te wejdą do polskiego porządku prawnego**. Łącznie na te informacje rynek zagregował najpierw przeceną banków, która jednak została zniwelowana, a co więcej konsensus rynkowy z końca lutego zakłada wzrost oczekiwanego zysku na 12 miesięcy o 6,9%, w stosunku do konsensusu ze stycznia.

Wśród głównych indeksów GPW, rewizje oczekiwanych na najbliższe 4 kwartały wyników finansowych były symboliczne (poza indeksem mWIG40, dla którego rynek podniósł 12-miesięczne oczekiwania o 12,4% względem stycznia).

Spoglądając przez pryzmat oczekiwanych wskaźników P/E, **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są na poziomach w pobliżu minimów z 10 lat (4,6x) i jednocześnie razem z Turcją (4,2x) najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Wynika to przede wszystkim z wojny w Ukrainie i negatywnych konsekwencji z tego płynących dla Polski, jako kraju sąsiadującego. Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie, co do której jednak trudno obecnie zakładać deeskalację. Ponadto istotna jest odporność poszczególnych gospodarek na zawirowania ekonomiczne, w którą wkomponowuje się utrzymująca się bardzo wysoka (choć spowalniająca)

inflacja, a także raczej perspektywa dłuższego terminu sprowadzenia jej do celu inflacyjnego.

Chociaż wyceny polskich akcji względem historycznych jak i oczekiwanych zysków są niskie to możliwość obowiązywania podwyższonych stóp procentowych przez długi okres zwiększa wymaganą premię za ryzyko dla akcji względem obligacji. Jednocześnie spora część zysków z wysokiej inflacji gromadzi się w sektorach, które nie będą się nimi dzielić z akcjonariuszami.

Po lutym rynek akcji nadal był jednym z najsilniejszych na świecie w ostatnich kilku miesiącach przy jednoczesnym niesprzyjającym momentum gospodarczym (dynamika PKB w IV kw. wyhamowała do +2% r/r), w związku z czym już miesiąc wcześniej dostrzeżliśmy ryzyko technicznego średnioterminowego przesilenia i realizacji zysków na krajowych akcjach, co zresztą w marcu właśnie się materializuje. Tym samym utrzymujemy skrajnie negatywne (-2) nastawienie dla akcji polskich vs. umiarkowanie negatywne do akcji rynków rozwiniętych (-1) oraz neutralne (0) do akcji z rynków EM. (tk)

Obligacje

- Kryzys związany z koniecznością objęcia gwarancjami depozytów w dwu bankach w USA zredukował część ze wzrostu rentowności długoterminowych obligacji DM/IG
- Nadal jednak ich poziom uznajemy za atrakcyjne, zwłaszcza w dobie możliwego utrzymania presji na rynkach akcji oraz w obliczu konieczności unikania ryzyka kredytowego wśród emitentów o subinwestycyjnym standingu finansowym (high-yield)
- Polski rynek obligacji cały czas w dobrej kondycji, ale obecny poziom stóp oznacza co najmniej kolejne dwa lata inflacji powyżej górnej granicy celu NBP i ok. 1,5 roku ujemnych realnych stóp procentowych

W trakcie ostatniego weekendu (11-12 marca) amerykański odpowiednik polskiego Bankowego Funduszu Gwarancyjnego tj. Federalna Korporacja Gwarantowania Depozytów (FDIC) objęła gwarancjami wszystkie depozyty Silicon Valley Bank (SNB), będącego

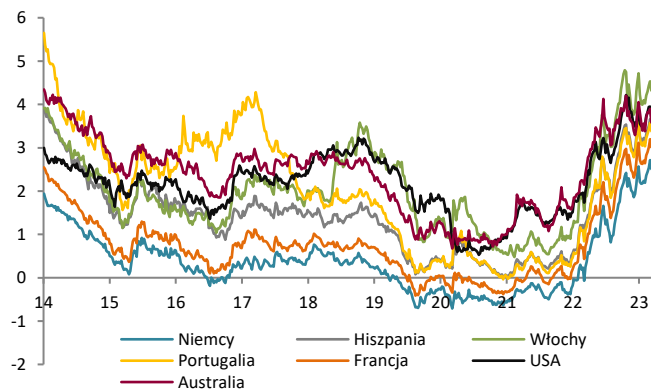
16.-tym największym bankiem w USA pod względem aktywów (ok. 200 mld USD) oraz nieco pomniejszego Signature Bank. Jednocześnie swoich wkładów nie odzyskają akcjonariusze ani niezabezpieczeni obligatariusze tych banków, zaś ich kierownictwa zostały zwolnione. Zastosowano tym samym mechanizm podobny do tego, jaki miał miejsce w naszym kraju przy przymusowej restrukturyzacji Idea i Getin Banku, ale odmienny od tego, który zastosowano 15 lat temu w USA, kiedy pieniędzmi podatników ratowano akcjonariuszy i obligatariuszy instytucji finansowych. Mimo że według prawa gwarantowane były depozyty tylko do kwoty 250 tys. USD, to administracja zdecydowała się zapewnić klientom dostęp do pełnych kwot, chcąc wyeliminować ryzyko wystąpienia domina niewypłacalności.

Należy nadmienić, że SVB nie był bankiem detalicznym a specjalistycznym, w którym pieniądze (kwoty znacznie większe niż 250 tys. USD) lokowała duża część start-up'ów, firm i funduszy venture capital z Doliny Krzemowej, a

ważnym powodem problemów banku było, iż finansując się krótkoterminowymi, co do zasady, depozytami (płatnymi na żądanie), w szczycie boemu technologicznego i niskich rentowności obligacji zbudował znaczącą, za ok. połowę aktywów, pozycję w długoterminowych obligacjach stałokuponowych. **W związku z wycofywaniem depozytów przez start-upy odcięte w ostatnim czasie od finansowania na rynkach kapitałowych SVB zmuszony został do sprzedaży obligacji** (jak pisaliśmy na wstępie, ich cena przez ostatnie 2 lata mocno spadła; w zależności od serii, mogło to być nawet o kilkanaście procent), ze stratą na tyle dużą, że przekroczyła kapitały własne, a próba dokapitalizowania banku emisją akcji zakończyła się niepowodzeniem. Wszystko wydarzyło się błyskawicznie w zaledwie kilka dni.

Bezpośrednimi następstwami tych wydarzeń był wzrost percepcji ryzyka wśród globalnych inwestorów, skutkujący spadkami kursów akcji sektora bankowego (zwłaszcza niektórych innych mniejszych banków w USA) i jednoczesnym gwałtownym wzrostem cen (a spadkiem rentowności) długoterminowych obligacji skarbowych, hipotecznych i korporacyjnych emitentów o wysokim standingu finansowym (IG), czyli tych, których przecena de facto stała u podstaw problemów banku SVB.

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych krajów wysoko-rozwiniętych (DM) w proc.



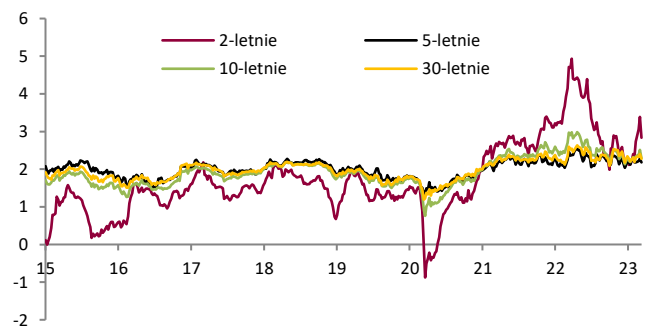
źródło: Bloomberg

Nie bez znaczenia dla wzrostu cen ww. obligacji było otwarcie przez Fed dla instytucji finansowych przyjmujących depozyty nieograniczonej linii kredytowej pod zastaw właśnie tych obligacji, co zniwelowało podaż, a dodatkowo mogło uruchomić **popyt wynikający z pojawienia się dodatkowej płynności** (papiery mogą być zastawiane po nominale, a w znakomitej większości notowane są obecnie na rynku z dyskontem).

Jednocześnie doszło do **sporego obniżenia się konsensusu oczekiwań rynkowych** co do docelowych poziomów stóp procentowych banków centralnych, zarówno w USA, jak i Europie, w związku z tym, iż banki centralne nie chcą ryzykować dalszymi perturbacjami na rynkach finansowych (a ściślej ryzykownych aktywów), mogą „odpuścić” walkę z inflacją na jakiś czas.

Czy ostatnie wydarzenia w USA wpływają na nasze preferencje? Już w lutym zrównoważyliśmy nastawienia do zagranicznych obligacji DM/IG vs. dotychczas najmocniej preferowane polskie krótkoterminowe i zmienno-kuponowe obligacje skarbowe. Pozytywnie zaczęliśmy się też zapatrywać na dość unikalny segment obligacji inflacyjnych DM, na których stopę zwrotu wpływ mają z jednej strony notowania zwykłych obligacji skarbowych, a z drugiej – rynkowe oczekiwania inflacyjne. Zwłaszcza sytuacja, w którym banki centralne na czele z Fed robią przerwę w podwyżkach stóp procentowych, powinna premiować ww. segment obligacji.

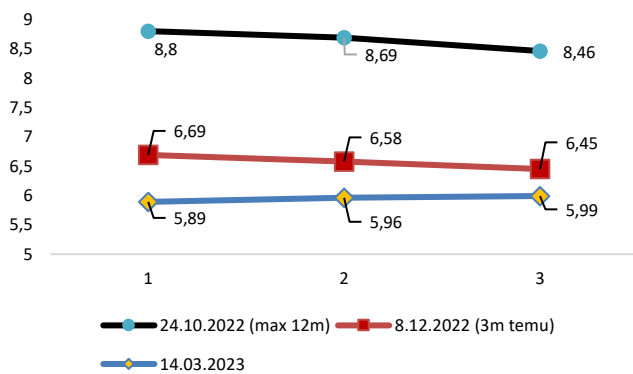
Implikowane z notowań obligacji o poszczególnych okresach do wykup oczekiwania inflacyjne w USA (breakevens) w proc.



źródło: Bloomberg

Dostrzegamy też **szereg czynników działających w kierunku utrwalenia inflacji na podwyższonych poziomach w kolejnych latach**, mianowicie: 1. spadek podaży pracy w gospodarkach DM na skutek starzejących się społeczeństw, 2. deglobalizacja (spadający udział eksportu i importu w światowym PKB) związana z izolowaniem się dwu przeciwstawnych bloków politycznych: Rosja-Chiny vs. „Zachód”, 3. „greenflacja” - obejmująca szereg zjawisk polityczno-gospodarczych wiążących się m.in. bezrefleksyjnym wzrostem nakładów na budowę odnawialnych źródeł energii (OZE) i elektromobilność.

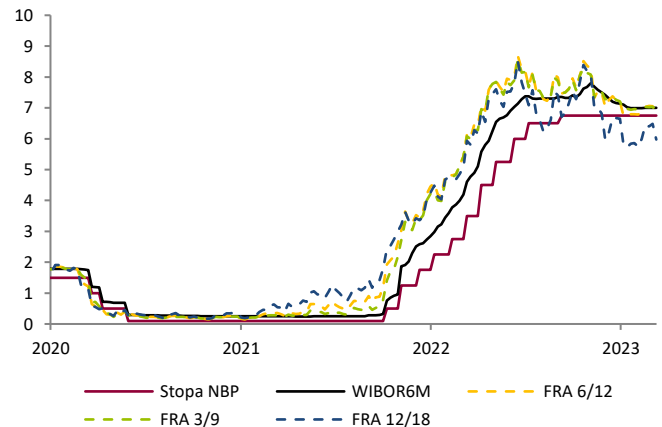
Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach



źródło: Bloomberg

Na polskim rynku obligacji zalecamy unikać ekspozycji na długoterminowy stałokuponowy dług skarbowy. Dynamika inflacji CPI od marca zacznie, co prawda, w Polsce spadać, ale do poziomów odpowiadających bieżącym rentownościom na całej „krzywej” polskich papierów skarbowych, tj. ok. 6 proc., ma szansę zejść nie wcześniej niż za 1,5 roku, a w związku z tym, jeszcze przez długi okres obligacje te nie będą dawać zysku w ujęciu realnym.

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

Większą rentowność (zakładając stałość będącej bazą do oprocentowania większości papierów stopy WIBOR6M) oferują obligacje zmienno-kuponowe skarbowe lub quasi-skarbowe (obligacje „covidowe” emitowane przez BGK/PFR). Pozytywnie zapatrujemy się też cały czas na segment obligacji korporacyjnych polskich emitentów, ale tylko tych o najwyższym standingu finansowym (IG), gdzie mimo trwającego od grudnia wzrostu cen, nadal premie za ryzyko utrzymują się na atrakcyjnym poziomie (zo).

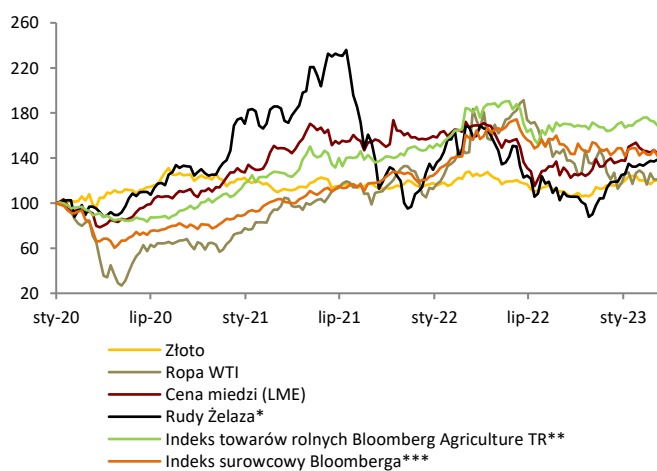
Surowce

- Wyższe odczyty inflacyjne i lepsze dane z gospodarki USA, zmusiły rynek do przeszacowania skali podwyżek stóp, umocniły dolara i dały silne paliwo do korekty na surowcach.
- -Inwestorzy koncentrują się obecnie na „restarcie pocovidowym” gospodarki chińskiej, szanse na jego sukces potwierdzają lutowe odczyty PMI
- Zarówno Międzynarodowa Agencja Energetyczna, Departament Energii w USA jak i OPEC twierdzą, że popyt na ropę będzie rósł w tym roku szybciej niż podaź
- Złoto czeka na koniec cyklu monetarnego w USA i silnego dolara
- Chińczycy rozpoczęli proces odbudowy skrajnie niskich zapasów metali bazowych
- Rynek zbóż oczekuje na informacje dotyczące przedłużenia Ukraińsko-Rosyjskiej umowy zbożowej, która wygasa 18 marca

W lutym sektor surowców pozostawał pod silną presją cenową. Czynnikiem, który najmocniej zaważył na spadkowym charakterze tego miesiąca był silny dolar. Po raz kolejny dała o sobie znać zasada, że o ile w dłuższych okresach głównym czynnikiem determinującym ceny jest kondycja gospodarki, to w krótkim terminie sentyment wyznacza waluta, w której kwotowane są notowania. Bloomberg Commodity Index, agregujący notowania najważniejszych towarów osunął się o 5%. Od wielu

tygodni rynek próbuje oszacować czy istotniejszy wpływ na popyt na towary będzie miało „pocovidowe” otwieranie się gospodarki chińskiej, czy też spowolnienie wzrostu w krajach Zachodu w konsekwencji coraz bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej. Po przełomie roku, kiedy dominował „chiński” optymizm, rynek musiał zmierzyć się z niepokojącymi danymi dotyczącymi inflacji w USA (zauważalnie wyższe od oczekiwań CPI i PPI), a bardziej „jastrzębie” komentarze Jerome Powella, czy też wypowiedzi takie jak prezesa Fed z Richmond, Thomasa Barkina, że widzi stopy w USA w przedziale 5,5%-5,75%, stanowiły świetną pożywkę dla wzrostu rentowności amerykańskich obligacji, umocnienia dolara i spadków cen surowców. Dodatkowo na przełomie miesiąca rynek z rozczarowaniem przyjął chińskie założenia dotyczące wzrostu PKB w 2023 r, na poziomie 5% (najniżej od 25 lat) oraz brak stanowczych deklaracji dotyczących silniejszego wspierania gospodarki. **Otoczenie wybitnie sprzyjało więc korekcie rosnącego od jesieni rynku, jednak w naszej ocenie nie jest to koniec mocnego zachowania sektora surowcowego w bieżącym cyklu.**

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

Ropa naftowa zakończyła luty niewielkimi spadkami cen (Brent -0,7% WTI -2,3%). Sporą zmienność w trakcie miesiąca powodowało rozdarcie rynku między optymizmem wynikającym z chińskiego otwierania

gospodarki i obawami jak bardzo dotkną wzrost gospodarczy zachodu wysokie stopy procentowe. Rosnące zapasy ropy w USA (480 milionów baryłek na koniec lutego, najwyższej od maja 2021 r.) dowodziły, że obawy o popyt w Stanach są uzasadnione. Warto jednak informację tę zestawić ze stanem rezerw strategicznych w USA, które będąc na poziomie ok. 372 mln baryłek są najniższe od 1983 r. Jednocześnie na przełomie lutego i marca zaczęły docierać na rynek coraz bardziej optymistyczne informacje dotyczące popytu z Chin, które powinny wspierać ceny w najbliższych tygodniach.

Ze strony OPEC+ nie mieliśmy żadnych zmian w polityce podażowej. Po tym jak kartel obniżył limit wydobycia w październiku 2022 r. o 2 mln b/d, zamierza pozostawić go bez zmian do końca bieżącego roku. W sytuacji dużej niepewności dotyczącej poziomu popytu z Chin oraz skali ubytku dostaw z obciążanej coraz dotkliwymi sankcjami Rosji, prognozowanie stanu rynku obciążone jest stosunkowo wysokim ryzykiem błędu. Jednak większość ośrodków analitycznych wypowiada się w podobnym tonie jak Międzynarodowa Agencja Energetyczna (MAE), która szacuje, że popyt globalny na ropę w 2023 roku wzrośnie o ok. 1,9 mln baryłek dziennie (do 101,7 mln bd), z czego połowa ma pochodzić ze wzrostu popytu w Chinach, a wzrost podaży wyniesie zaledwie 1 mln baryłek. **Skutkować powinno to narastającą rynkową nierównowagą, która będzie wywierać silną presję na wzrost cen.**

Metale szlachetne

Powrót siły dolara mocno zaszkodził notowaniom złota (-5,3%) i srebra (-11,9%). Obawy o dodatkową podwyżkę stóp procentowych były zimnym prysznicem dla skupionego wcześniej na narracji o spadającej inflacji rynku. Warto jednak pamiętać o tym, że silniejsze odczyty inflacyjne oraz nadal silne dane z rynku pracy w USA, jedynie odwołują nieunikniony koniec cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Historycznie okresy następujące po szczycie restrykcyjnej polityki monetarnej w USA były dla złota bardzo korzystne. W poprzednich kwartałach mieliśmy do czynienia z silnym popytem na fizyczny metal. Banki centralne, po rekordowym III kwartale (400 ton), w IV kupiły 417 ton kruszcu, dało to wynik roczny na poziomie 1136 ton – najwyższy od 55 lat! **Nasze średnioterminowe (6-12 mies.) nastawienie do „królewskiego kruszcu” pozostaje niezmiennie pozytywne.**

Metale przemysłowe

Pomimo, że w Chinach nie ogłoszono żadnych nowych narzędzi wsparcia gospodarki, inwestorzy w sektorze metali bazowych nadal żyją nadzieją, że otwierająca się chińska gospodarka wygeneruje silny impuls popytowy. Zagregowany indeks Bloomburga dla metali bazowych zanotował bardzo słaby miesiąc, spadając w lutym o 9,5% i niwelując zwyżki z pierwszego miesiąca roku. Miedź taniała o 3%, aluminium o 10,9%, nikiel 11,6% a cynk aż o 18,4%. Co zaskakujące znacznie lepiej zachowywały się notowania rudy żelaza; sam lutowy wzrost cen to jedynie 1,9%, jednak od października notowania wzrosły o ok. 40%. Wg Firmy consultingowej Mysteel, jest to efektem znacznie silniejszego wykorzystania mocy produkcyjnych w chińskich hutach (81,7%, poziom o 6,35% wyższy niż przed rokiem), które spowodowało „wyczyszczenie” zapasów rudy w portach. Po ogłoszeniu otwierania chińskiej gospodarki po covidowych lockdownach, pierwszy etap wzrostu nastąpił niejako „na kredyt” (zaufania). Obecnie rynek do trwalszych wzrostów potrzebuje dalszego potwierdzenia odradzającego się popytu w twardych danych gospodarczych. W tym kontekście optymizmem napawa skok wskaźnika PMI dla przemysłu w Chinach w odczycie za luty do poziomu 52,6 z nieznacznie powyżej 50 pkt. w styczniu. W sektorze usług odnotowano również wzrost - do wysokich 56,3 pkt., co uwiarygadnia scenariusz rozkręcania się gospodarki. Co ciekawe równocześnie zauważyć można proces bardzo szybkiej od stycznia odbudowy zapasów podstawowych metali w Chinach, co tłumaczyć można zapewne próbom przygotowania się przez kluczowych graczy do zmienionych realiów funkcjonowania gospodarki. Nadal pozostają one jednak na bardzo niskich poziomach w relacji do historycznych średnich, co może wpływać na zwiększoną zmienność rynku.

Dodatkowo rynek cały czas musi mierzyć się z niepewnością, jeśli chodzi o dostawy z Rosji, niepokojami społecznymi w Peru (drugi na świecie największy producent miedzi - znaczący producent srebra, cynku i cyny), zakłócenia produkcji i procesów inwestycyjnych w Chile czy spór między First Quantum, operatorem kopalni miedzi Cobre Panama a rządem Panamy (1,5% światowej produkcji miedzi).

W bazowym scenariuszu zakładamy, że chińskie ożywienie spowoduje docelowo zwiększone zapotrzebowanie na

metale, rekompensując słabszy popyt w gospodarkach zachodnich. Słabszy dolar nadal pozostaje podstawowym założeniem na ten rok i obecny epizod umocnienia powinien być jedynie przerywnikiem w tymże scenariuszu, uwarunkowanym potrzebom zdyskontowania nieco większego zacieśnienia monetarnego, niż zakładano jeszcze miesiąc temu. W związku z tym zakładamy, że z dużym prawdopodobieństwem zobaczymy w tym roku zauważalnie wyższe ceny w tym sektorze. Dodatkowo poza odmienianą przez wszystkie przypadki „zieloną transformacją”, na scenie rysuje się nowy czynnik popytowy na metale związany z nowym wyścigiem zbrojeń na świecie.

Towary rolne

Ceny kluczowych upraw podlegały zauważalnej korekcie spadkowej. Soja taniała o 3,3%, kukurydza o 7% a pszenica 9,2. Dzięki temu FAO Food Price Index spadł po raz kolejny i od szczytu z poprzedniej wiosny jest niżej o ok. 25%, co jest bezwzględnie informacją dobrą, szczególnie z punktu widzenia rozwijających się krajów importerów żywności. Kluczowym czynnikiem cenotwórczym w krótkim terminie jest kończące się 18 marca porozumienie w sprawie korytarzy zbożowych na Morzu Czarnym. Brak jego przedłużenia może destabilizująco wpłynąć na ceny pszenicy i kukurydzy i wyrzucić silną presję na wzrost cen. W dłuższym terminie wpływ na ceny utrzymują ciężkie do prognozowania zjawiska pogodowe. Warto także pamiętać o tym, że mniej więcej od 5-6 lat globalny rynek zbóż pozostaje w niewielkim corocznym deficycie, co skutkuje spadkiem światowych zapasów.

Podsumowując, pozostajemy pozytywnie nastawieni do sektora surowców. Lutowe spadki cen w głównej mierze wiążemy, z chwilowym umocnieniem dolara, które zdyskontowało nieco mocniejsze niż zakładano zacieśnienie polityki monetarnej w USA. W dalszej części roku dolar powinien tracić siłę, co wesprze surowce, w szczególności złoto. Zakładamy udany „pocovidowy restart” gospodarki chińskiej (widać to już w odczytach PMI), co z kolei powinno zapewnić rosnący popyt na ropę i metale. Nadal niskie zapasy i zagrożenia dla podaży z kierunku rosyjskiego oraz niepokoje w Ameryce Południowej mogą dodatkowo zwiększać zmienność ich cen. Dla cen zbóż kluczowa natomiast pozostanie skala dostaw z Ukrainy i Rosji. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	-3,0%	1,9%	0,2%	-9,9%	22,7%	21,4%
MSCI World	USD	-2,5%	1,7%	0,7%	-8,8%	26,8%	28,2%
MSCI Emerging Markets	USD	-6,5%	3,6%	-4,2%	-17,7%	-4,1%	-19,3%
MSCI EM Asia	USD	-6,9%	5,0%	-3,7%	-17,2%	-1,0%	-13,3%
MSCI EM Latin America	USD	-6,4%	2,0%	-1,9%	-8,7%	-9,4%	-28,7%
MSCI EM Europe	USD	-1,6%	10,7%	23,0%	-65,7%	-78,9%	-81,3%
MSCI Poland	PLN	-2,3%	7,2%	16,5%	-10,5%	-4,1%	-29,8%
MSCI Frontier Markets	USD	-2,5%	2,3%	-9,7%	-21,6%	-12,7%	-27,4%
S&P500 - USA	USD	-2,6%	0,2%	-2,2%	-9,2%	34,4%	46,3%
Russell 2000	USD	-1,8%	3,6%	-0,1%	-7,4%	28,5%	25,4%
MSCI Europe	EUR	1,6%	5,3%	8,0%	2,0%	22,9%	20,7%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	1,7%	5,3%	8,2%	1,8%	22,7%	21,5%
DAX - Niemcy	EUR	1,6%	6,8%	18,5%	6,3%	29,2%	23,6%
CAC40 - Francja	EUR	2,6%	9,0%	15,8%	9,1%	36,9%	36,6%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	4,0%	12,9%	16,5%	10,8%	7,7%	-4,5%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	3,3%	12,4%	25,5%	8,1%	25,0%	21,5%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,3%	5,4%	6,0%	5,6%	19,7%	8,9%
FTSE Nordic 30	SEK	1,5%	6,3%	9,8%	10,3%	49,2%	59,8%
Nikkei - Japonia	JPY	0,4%	-2,5%	-4,2%	3,5%	29,8%	24,4%
TOPIX - Japonia	JPY	0,9%	-0,6%	0,7%	5,6%	31,9%	12,7%
MSCI China	HKD	-10,2%	15,0%	-3,8%	-17,6%	-21,1%	-31,0%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-9,4%	14,4%	-1,9%	-12,9%	-24,3%	-35,9%
Kospi - Korea Płd.	KRW	-0,5%	0,2%	-2,7%	-10,6%	21,4%	-0,6%
SENSEX - Indie	INR	-1,0%	-5,7%	0,2%	4,8%	54,0%	72,5%
XU100 - Turcja	TRY	5,2%	6,4%	66,5%	169,1%	394,1%	340,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-7,5%	-3,5%	-6,6%	-7,3%	0,7%	22,9%
WIG	PLN	-1,8%	8,0%	15,1%	-1,6%	22,1%	-2,5%
AKCJE - segmenty	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-2,2%	4,6%	2,6%	-8,2%	26,5%	15,8%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-3,0%	1,6%	-0,2%	-10,0%	22,9%	22,8%
WIG20	PLN	-2,9%	6,9%	15,3%	-7,6%	4,5%	-21,8%
WIG20 total return	PLN	-2,9%	6,9%	16,2%	-4,6%	11,0%	-12,4%
mWIG40	PLN	0,2%	8,6%	11,7%	-3,7%	23,4%	-6,3%
sWIG80	PLN	1,0%	11,6%	11,7%	7,3%	68,4%	34,2%
AKCJE - sektory	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-4,2%	-4,7%	0,8%	-3,5%	28,3%	43,3%
MSCI World Energy	USD	-5,1%	-4,4%	1,1%	14,4%	57,5%	15,8%
MSCI World Financials	USD	-2,0%	5,2%	10,4%	-4,5%	26,7%	7,4%
MSCI World Metals&Mining	USD	-10,3%	5,7%	10,7%	-8,3%	63,6%	28,5%
MSCI World Industrials	USD	-0,9%	3,4%	7,4%	-2,2%	26,5%	19,1%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-2,3%	4,7%	-3,3%	-15,6%	28,4%	30,8%
MSCI World Consumer Staples	USD	-2,4%	-3,0%	-1,0%	-5,6%	16,3%	18,4%
MSCI World IT	USD	-0,1%	4,4%	-1,8%	-13,3%	45,5%	83,0%
Nasdaq	USD	-1,1%	3,7%	-5,7%	-16,7%	33,7%	57,5%
Nasdaq100	USD	-0,5%	3,9%	-4,5%	-15,4%	42,3%	75,7%
S&P Global Clean Energy	USD	-7,0%	-6,0%	-15,5%	-7,3%	54,3%	104,0%
Eurostoxx Banks	EUR	6,5%	25,8%	52,2%	25,9%	40,5%	-12,1%
WIG-Games	PLN	1,6%	4,6%	40,0%	-1,0%	-7,9%	
WIG-Energia	PLN	-7,2%	6,4%	-12,9%	-9,8%	59,3%	-16,2%
WIG-Banki	PLN	-1,4%	7,9%	32,6%	-15,6%	12,5%	-20,6%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-1,9%	3,3%	-1,8%	-13,6%	28,4%	43,3%
MSCI World Value	USD	-3,1%	0,2%	3,3%	-4,6%	21,6%	10,8%

SUROWCE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-2,0%	0,2%	-8,7%	0,4%	57,8%	49,0%
Miedź	USD	-3,0%	13,5%	10,8%	-7,8%	60,9%	31,9%
Aluminium	USD	-10,9%	0,0%	-7,0%	-31,3%	38,8%	8,1%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-3,2%	1,5%	-0,9%	-0,7%	81,1%	44,3%
Rudy żelaza	USD	1,9%	35,2%	19,3%	-11,4%	45,4%	62,3%
Węgiel koksujący	CNY	9,2%	20,6%	16,3%			
Złoto	USD	-5,3%	4,9%	5,1%	-4,3%	15,2%	38,6%
Srebro	USD	-11,9%	-0,1%	10,7%	-14,5%	25,5%	27,4%
Bloomberg Commodity Index	USD	-5,0%	-7,2%	-14,8%	-7,3%	49,6%	20,4%
OBLIGACJE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-3,6%	-0,2%	-2,1%	-15,6%	-18,0%	-13,0%
USD Korporacyjne IG	USD	-3,2%	0,5%	-2,3%	-10,4%	-11,1%	5,7%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-1,4%	-0,8%	-2,8%	-9,6%	-12,1%	-6,8%
USD azjatyckie IG	USD	-1,5%	2,1%	-0,8%	-6,8%	-6,9%	9,1%
USD Korporacyjne HY	USD	-1,3%	2,2%	0,8%	-5,5%	4,1%	15,2%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,1%	2,3%	2,2%	-4,2%	-1,0%	5,6%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-3,7%	3,9%	0,8%	-7,6%	-3,2%	-0,9%
EM skarbowe w USD	USD	-2,5%	1,8%	0,7%	-9,2%	-15,1%	-5,1%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-1,2%	3,6%	4,3%	-2,5%	-9,3%	0,0%
WALUTY	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-2,6%	2,3%	6,1%	-5,7%	-4,1%	-13,3%
EUR/PLN	PLN	-0,1%	0,4%	-0,8%	0,1%	8,7%	12,7%
CHF/PLN	PLN	-0,2%	-1,1%	-4,1%	3,3%	16,1%	30,2%
USD/PLN	PLN	2,6%	-1,8%	-6,4%	6,2%	13,3%	29,9%
USD/JPY	JPY	4,7%	-2,0%	-1,1%	18,4%	26,2%	27,6%
Bloomberg USD Index	USD	2,6%	-2,0%	-2,9%	6,3%	3,7%	10,5%
MSCI EM Currency Index	USD	-2,2%	2,8%	1,0%	-3,6%	2,7%	-2,8%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-1,8%	1,0%	-0,3%	-3,2%	-13,5%	-29,3%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	2,3%	2,4%	-9,6%	-10,2%	120,0%	247,2%
Amazon	USD	-8,6%	0,3%	-27,9%	-38,6%	0,0%	24,6%
Alphabet (Google)	USD	-8,9%	-6,2%	-18,4%	-33,3%	34,5%	63,2%
Microsoft	USD	0,9%	3,4%	-6,5%	-15,7%	58,3%	181,8%
Meta Platforms (Facebook)	USD	17,4%	60,8%	8,1%	-17,1%	-9,1%	-1,9%
Netflix	USD	-9,0%	14,6%	44,3%	-18,3%	-12,7%	10,6%
Tesla	USD	18,8%	12,5%	-28,6%	-29,1%	361,9%	799,4%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	1,1%	3,2%	4,2%	-5,2%	4,4%	38,0%
Roche	CHF	-4,7%	-13,0%	-14,2%	-20,2%	-4,2%	44,9%
ASML	EUR	-2,9%	3,3%	12,6%	-1,1%	142,2%	281,9%
Nestle	CHF	-4,8%	-6,5%	-8,2%	-9,4%	15,6%	60,7%
Novartis	CHF	-3,9%	-4,8%	-1,4%	2,8%	9,5%	36,1%
Novo Nordisk	DKK	5,6%	16,1%	21,6%	48,2%	166,2%	249,8%
L'Oreal	EUR	-0,8%	6,4%	6,3%	7,2%	61,8%	128,1%
LVMH	EUR	-1,4%	13,7%	18,7%	21,8%	121,3%	245,4%
Astrazeneca	GBP	4,2%	-0,1%	-2,9%	22,7%	72,2%	161,5%
SAP	EUR	-1,0%	3,0%	26,4%	10,0%	3,0%	36,8%
Sanofi	EUR	-0,9%	1,1%	8,5%	-1,1%	18,6%	67,1%
MSCI EM Asia	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-2,1%	3,6%	2,8%	-13,5%	70,8%	142,5%
Tencent Holding	HKD	-10,1%	34,0%	11,6%	-13,7%	-2,4%	-12,4%
Alibaba	USD	-20,3%	15,7%	-10,4%	-16,5%	-57,8%	-52,8%
Samsung Electronics	KRW	-0,7%	1,5%	2,3%	-13,9%	22,0%	49,3%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 28 lutego 2023 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 jedyne 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.