



**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAVIGATOR RYNKOWY

# CHŁODNIEJSZE LATO W GOSPODARCE

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

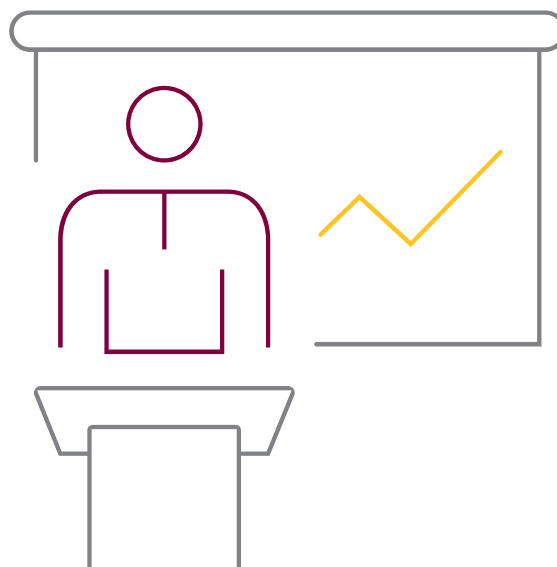
*Dyrektor ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

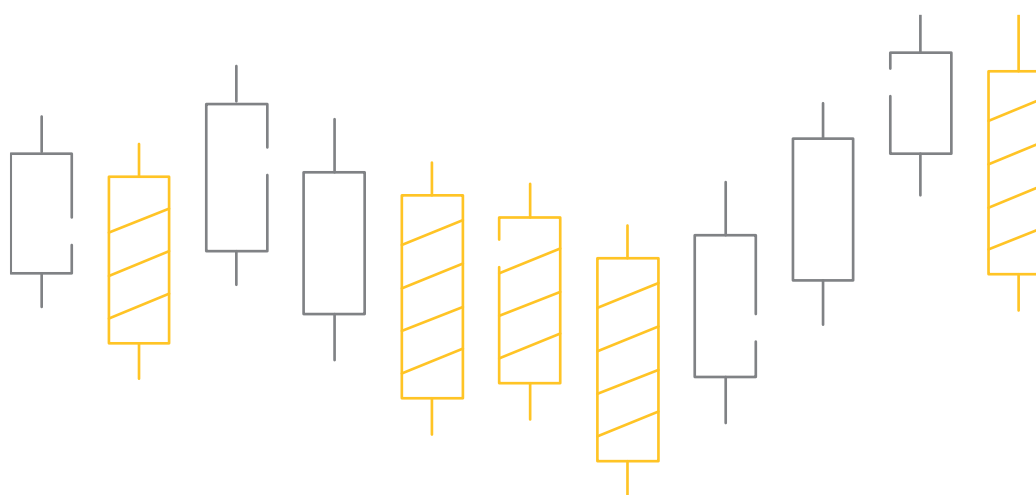
*Makler Papierów Wartościowych*



**18 maja 2023 r.**

# Spis treści

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



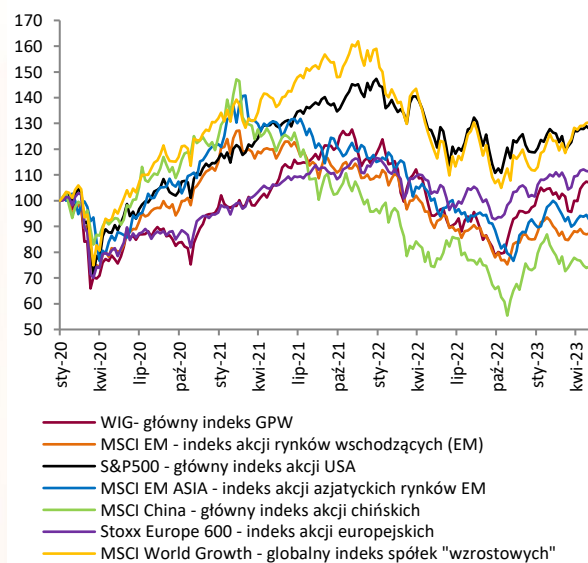
# Wstęp

- **Polski Produkt Krajowy Brutto spadł wg wstępnych danych GUS w I kw. o 0,2% r/r.** To niedużo, zwłaszcza w świetle ujemnych dynamik produkcji przemysłowej czy sprzedaży detalicznej w marcu (szerzej o tym w części *Opis sytuacji gospodarczej*), ale „ochłodzenie” koniunktury staje się faktem. W naszym kraju dodatkowo o tyle problematyczne, że przy całym czasie wysokiej inflacji, bo tempo wzrostu cen konsumenckich (wskaźnik CPI) nadal w kwietniu wynosiło wysokie 14,7% r/r.
- **Najbardziej zaawansowanym w zwalczaniu inflacji z gospodarek rozwiniętych (DM) są Stany Zjednoczone.** Tam inflacja CPI w kwietniu wyniosła już „tylko” 4,9%, a w komentarzu po ostatnim posiedzeniu Rezerwy Federalnej (Fed) **mowa była o możliwej „pauzie” - przerwie w podwyżkach stóp** (pasma wahań dla głównej stopy procentowej dla dolara, po 10. kolejnych podwyżkach, „dobiło” do przedziału 5,0-5,25%). Dodać należy, iż sektor finansowy USA jest świeżo po restrukturyzacji trzech średniej wielkości banków o łącznej sumie bilansowej ok. 550 mld USD (ponad 2% sumy aktywów całego sektora bankowego w USA), więc Fed musi działać ostrożnie, stąd zapewne słowo „pauza” rezerwujące możliwość powrotu do podwyżek, jeśli inflacja nie będzie dalej spadać w satysfakcjonującym dla amerykańskiego banku centralnego tempie do będących celem – 2 proc. Jednym z problemów wspomnianych banków były straty na długoterminowych obligacjach skarbowych i hipotecznych, których cen spadły w związku ze wzrostem zarówno bieżącej inflacji, jak i oczekiwań co do przyszłych stóp procentowych.
- Mimo, iż I kwartał przynosi umiarkowanie dobre dane z krajów G7, których gospodarki przeważnie jeszcze rosły, to oczywiście **proces normalizacji po okresie wysokiej inflacji jeszcze się nie zakończył** i w ogóle nie wiadomo na tę chwilę jak będzie przebiegał. **Szok surowcowy i zatory w globalnych łańcuchach dostaw ustąpiły**, ale nadal otwarty jest konflikt geopolityczny USA – Chiny, z niezakończoną wojną na Ukrainie włącznie. Uporczywie wysoka w większości krajów DM i u nas

pozostaje w szczególności inflacja bazowa (bez cen żywności i energii), co oznacza, że podwyższone (znacznie powyżej celów banków centralnych i poziomów optymalnych z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego) **oczekiwania inflacyjne zdążyły się już zakotwiczyć** wśród uczestników obrotu gospodarczego, jak również gospodarstw domowych. **Wyższa inflacja na dłużej oznacza niższy wzrost gospodarczy** (niższe inwestycje prywatne związane chociażby z trudniejszym i droższym dostępem do kredytu oraz trudniejszą, tj. obciążoną większym ryzykiem kalkulacją projektów inwestycyjnych). **Historycznie nie udawało się też sprowadzać inflacji do celu bez istotnego wzrostu stopy bezrobocia.** Tymczasem ta obecnie jest całym czasem prawie na rekordowo niskich poziomach, zarówno w Polsce, Europie Zachodniej, jak i USA.

- Mając na względzie powyższe, tzn. iż nawet jeśli **spowolnienie gospodarcze** nie będzie głębokie to **jego okres będzie dłuższy niż w poprzednich cyklach gospodarczych**, **utrzymujemy umiarkowaną preferencję obligacji względem na akcji** na poziomie globalnym. (zo)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

# Opis sytuacji gospodarczej

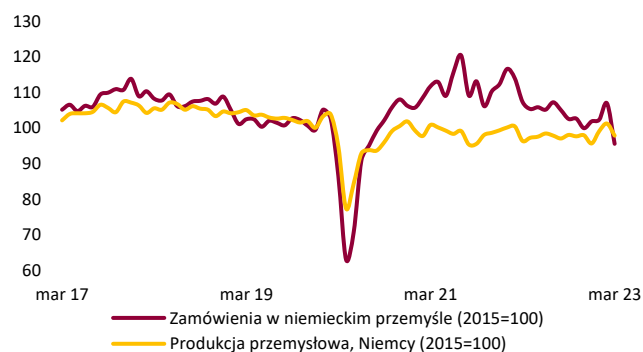
- **Fed sygnalizuje pauzę w cyklu**
- **Niepokojące dane z niemieckiego przemysłu**
- **Inflacja w Polsce niżej, ale daleko od celu NBP**

W kwietniu pojawiły się wstępne odczyty PKB za I kw. 2023 dla największych światowych gospodarek. Dane z USA pokazały mocniejsze od oczekiwań hamowanie ożywienia, ale nie w konsumpcji – ta przyspieszyła. W strefie euro drugi miesiąc z rzędu PKB pozostawał w stagnacji, tj. praktycznie nie zmieniał się w ujęciu kw./kw. po wyrównaniu sezonowym. To wynik lepszy od jeszcze niedawnych oczekiwań, częściowo za sprawą łagodniejszego wymiaru kryzysu energetycznego, a częściowo dzięki kontynuacji postpandemicznego odbicia w motoryzacji czy też w turystyce. Z kolei gospodarka Chin, napędzana luzowaniem restrykcji epidemicznych i ożywieniem w konsumpcji, przyspieszyła mocniej od oczekiwań i rosła o 1,3% kw./kw. oraz 4,5% r/r.

W USA proces obniżania inflacji konsumenckiej postępuje. Ale nie w przypadku inflacji bazowej (bez żywności i energii). Ta od początku roku stabilizuje się w okolicy 5,5% r/r. W połączeniu z hamującym, ale jeszcze całkiem silnym rynkiem pracy, a także przyspieszeniem konsumpcji prywatnej w I kw. 2023, to kompilacja, która niepokoi decydentów amerykańskiego banku centralnego (Fed) w kontekście zadania doprowadzenia inflacji do celu (2%). W rezultacie w maju doszło do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych w USA (o 25 p.b.), choć z wyraźną sugestią możliwej pauzy w czerwcu. Ostrożność Fed ma swoje uzasadnienie. Realna stopa procentowa (po skorygowaniu o inflację) jest już dodatnia. Z kolei nominalna stopa sięgnęła maksymalnego poziomu sprzed kryzysu lat 2008-09. Skutki zacieśniania polityki monetarnej nie ujawniły się jeszcze w pełni, a już generują napięcia w systemie bankowym. Gospodarka USA powinna kontynuować stopniowe hamowanie, podobnie jak inflacja.

Gospodarka strefy euro radzi sobie lepiej od niedawnych oczekiwań, choć w dużej mierze ze względu na nadganie zaległości pandemicznych, np. w turystyce i motoryzacji. Pytanie jak długo może trwać taki stan, w otoczeniu spadających od dłuższego czasu nowych zamówień. W maju uwagę przykuły twarde dane z Niemiec pokazujące niemal załamanie marcowych zamówień w przemyśle o 10,7 % m/m po wyrównaniu sezonowym, co stawia pod znakiem zapytania przyszłą koniunkturę w sektorze. Nienajlepsze perspektywy kreśli też PMI przemysłu dla całej strefy euro, spadający w kwietniu do 45,8 pkt. - poziomu najniższego od I połowy 2020 r. Zdecydowanie lepiej sytuacja wygląda w usługach, gdzie PMI od początku br. sygnalizuje wyraźne ożywienie, co na razie pozwala nieco zredukować negatywny obraz sytuacji. Choć w usługach również zaznaczają się obawy o trwałość popytu, co w kwietniu wyrażone było w najniższym od trzech miesięcy optymizmie firm.

## Niemcy – przemysł, zamówienia i produkcja



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Europejski Bank Centralny (EBC) w tej sytuacji przyhamował tempo zacieśniania polityki monetarnej. W maju stopy procentowe zostały podniesione o 25 p.b., najmniej w całym cyklu rozpoczętym w lipcu 2022 r. Bank balansuje na linii. Koniunktura z początkiem roku uległa lekkiej poprawie, ale perspektywy się pogorszyły. Z kolei inflacja konsumencka w kwietniu (7% r/r) była jeszcze daleko od celu (2%). To sprawia, że EBC

niemal zadeklarował następną podwyżkę stóp procentowych w czerwcu, co z kolei powinno oddziaływać w kierunku dalszego „chłodzenia” gospodarki.

Chiny miały całkiem udany początek roku. Oczywiście dzięki luzowaniu restrykcji epidemicznych i odbiciu konsumpcji. Popyt zewnętrzny natomiast pozostawał pod presją, przy postępującym chłodzeniu gospodarek rozwiniętych, co z kolei hamowało potencjał tamtejszego przemysłu. O ile jednak marcowe dane o sprzedaży detalicznej (10,6% r/r) napędziły optymizm, co do ożywienia w konsumpcji, to kwietniowy bilans handlowy już nieco je ostudził. Import w ub. miesiącu spadł o 7,9% r/r i 10% m/m, sygnalizując słabość popytu wewnętrznego. Częściowo można za taki wynik obciążyć słabszy popyt inwestycyjny oraz niskie ceny surowców. Ponieważ jednak inflacja konsumencka (w marcu i kwietniu poniżej 1% r/r) oraz producencka (r/r ujemna od października 2022) są bardzo nisko, rośnie presja na obniżki stóp procentowych w Chinach.

Marcowe **dane miesięczne z polskiej gospodarki dopełniły obraz słabnącej koniunktury z dominującym motywem silnego spadku w popycie krajowym.** To napędzane jest wyraźnie mniejszą konsumpcją gospodarstw domowych oraz prawdopodobnie jednoznacznym zakończeniem okresu nadbudowy zapasów przez firmy. Wstępny szacunek PKB za I kw. 2023 r. GUS to spadek r/r o 0,2%.

Produkcja przemysłowa w marcu spadła o 2,9% r/r. Sprzedaż detaliczna o 7,3% r/r. Tylko produkcja budowlano-montażowa w I kw. wyglądała jeszcze nieźle, napędzana obszarem infrastruktury. Choć w budownictwie po wzrostach o 2% r/r w styczniu i 6,6% r/r w lutym, w marcu również zaznaczyło się pogorszenie sytuacji, ze spadkiem o 1,5% r/r. Chłodzenie gospodarki nabrało tempa.

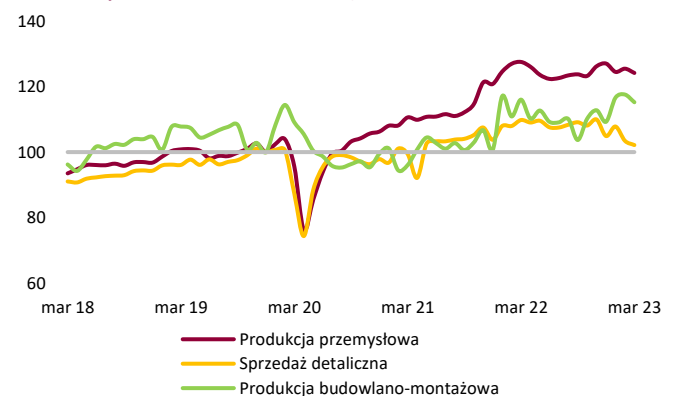
Przy czym nie w każdym obszarze wybrzmiało dobitnie. **Rynek pracy trzyma się jeszcze całkiem nieźle.** Aczkolwiek tu również dostrzegamy pewne rysy na

mocnym dotychczasowym obrazie. W lutym i marcu br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się po -0,1% m/m. To słaby wynik na tle historycznej średniej wzrostu o ok. 0,2% m/m w tych miesiącach.

Dynamika płac nominalnych jest jeszcze znaczna – w ujęciu r/r w marcu była dwucyfrowa 13. miesiąc z rzędu. Aczkolwiek początek roku został podbity przez znaczący wzrost płacy minimalnej oraz wysokie premie i nagrody za generalnie bardzo udany dla firm rok 2022. Spadek popytu w ostatnich miesiącach, a co za tym idzie ograniczona możliwość realizacji marzeń, tym bardziej przy wysokich stanach zapasów, powinna prowadzić do presji kosztowej w firmach i osłabi potencjał do realizacji podwyżek płac w dalszej części roku.

**Inflacja pozostaje wciąż bardzo wysoka, aczkolwiek wskaźnik CPI spadł z 16,1% r/r w marcu do 14,7% r/r w kwietniu. To poziom najniższy od maja 2022 r.** W ub. miesiącu na pierwszy plan wybiło się wyraźne spowolnienie dynamiki cen żywności. Inflacja bazowa nadal straszy - utrzymała się w okolicy marcowego wieloletniego maksimum (12,3% r/r). RPP przyjęła dane z lekką ulgą (były nieco niższe od oczekiwań), aczkolwiek raczej bez entuzjazmu. Inflacja konsumencka jest bardzo daleko od celu NBP (2,5%). Perspektywa obniżek stóp procentowych jest odległa i wykracza poza ten rok. (js)

**Polska – wybrane dane gospodarcze (gru’19=100, ceny stałe, wyrównane sezonowo)**



źródło: GUS, opracowanie własne

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

- Osłabienie presji inflacyjnej wzmaga oczekiwania odwrócenia restrykcyjnej polityki pieniężnej w USA
- Podwyższenie prognoz wzrostu gospodarczego w strefie euro i USA wspiera stabilizację prognoz przychodów spółek
- ... ale zmiany cen w gospodarce sprzyjają szacunkom obniżenia prognozowanych marż operacyjnych
- Dostrzegamy prognozowane wejście na ścieżkę ożywienia w przyszłym roku, ale też i ważymy ryzyka wynikające z walki z inflacją

Kwiecień przyniósł niewielkie, dodatnie stopy zwrotu na głównych rynkach rozwiniętych. Z perspektywy indeksu MSCI World od kilku miesięcy utrzymany jest trend boczny, po spadku w I połowie ubiegłego roku. **W ostatnich miesiącach obserwowane jest osłabienie presji inflacyjnej, która była powodem zdecydowanej reakcji banków centralnych w postaci podwyżek stóp procentowych o niespotykanym w okresie ostatnich 30 lat tempie.** Przedstawiciele banków centralnych nie sugerują jednak rychłego odwrócenia swojego nastawienia. Ale biorąc pod uwagę ostatnio raportowane upadłości, szczególnie w amerykańskim systemie bankowym, a do których pośrednio przyczynił się wzrost rynkowych stóp procentowych, rosną oczekiwania wyrażone w wycenie instrumentów finansowych na możliwe odwrócenie od obecnie prowadzonej restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Sytuacja w systemie finansowym została szybko opanowana, co krótkoterminowo poprawiło nastroje, ale też wpłynęło na mocne rewidowanie w dół prognoz tegorocznych wyników finansowych dla amerykańskiego sektora finansowego, co raczej będzie ciążyć nad

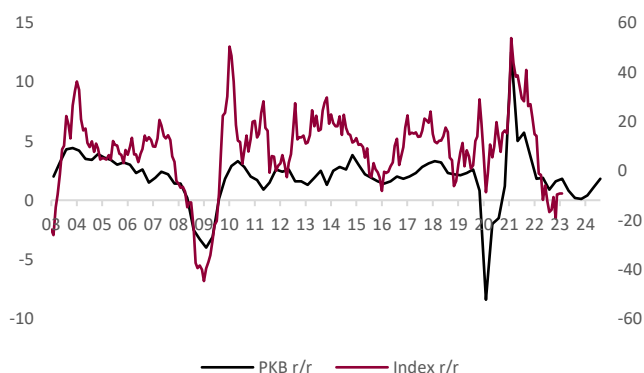
rynkowymi wycenami. W odniesieniu co tegorocznych prognoz dla całego rynku akcji w USA obserwujemy ustabilizowanie szacunków względem przychodów ze sprzedaży, które w poprzedzających miesiącach były korygowane do niższych poziomów. Można dostrzec tutaj pozytywny wpływ wykazywanej dla całej gospodarki poprawy prognoz, jeszcze do niedawna szacowano nawet ujemny realny wzrost gospodarczy w okresie II półrocza, tymczasem w ostatnich 2-3 miesiącach wyraźnie podwyższono te szacunki do wartości dodatnich. **Ale problemem pozostają marże operacyjne, które były mocno wyśrubowane w górę w poprzednich kwartałach wypiętrzając zyski do rekordowo wysokich poziomów.** Sprzyjała temu utrzymująca się na wysokim poziomie presja inflacyjna, bardzo duża grupa przedsiębiorstw w szybszym tempie zwiększała ceny produktów gotowych niż rosły ceny wytworzenia.

Obniżenie realnych wynagrodzeń wykazywane w podstawowych wskaźnikach w USA i strefie euro powoduje przesuwanie popytu bardziej w stronę dóbr podstawowych kosztem tych wyższego rzędu, tym bardziej że szczególnie w Europie zachodniej jest obserwowany znacznie wyższy od ogólnej inflacji wzrost cen żywności i kosztów utrzymania nieruchomości. **Oslabienie cen konsumpcyjnych przy braku adekwatnego obniżenia kosztów wytworzenia również będzie wpływać na zacieśnienie marż na poziomie operacyjnych.** A zważywszy jeszcze na dodatkowy negatywny impact ze strony wyższych kosztów finansowych (środowisko wyższych stóp procentowych) marża zysku netto może być jeszcze bardziej obkurczona, co znajduje potwierdzenie w dalszych rewizjach w dół prognozowanego zysku netto. W tej sytuacji raczej trudno o wzrost rynkowych wycen, zwłaszcza na rynku

amerykańskim, gdzie stosunek bieżącej wyceny rynkowej przedsiębiorstw do prognozowanych zysków (P/E 2023 dla indeksu S&P500 wynosi 18,95 – dane z 11.05.2023 wg. Bloomberg) jest na podwyższonym poziomie.

W związku z powyższym utrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne ogółem do rynków rozwiniętych, bez wykazywanych preferencji pomiędzy akcjami amerykańskimi i europejskimi. Ale też obserwujemy zmiany ocen i prognoz dla gospodarki ogółem, zwłaszcza w odniesieniu do 2024r, które zakładają wejście na ścieżkę ożywienia. Jednak naszym zdaniem „zagranie” już dziś pod ten scenariusz (rynk często antycypują oczekiwane wydarzenia z ok. 1-2 kwartałowym wyprzedzeniem) byłoby przedwczesne, zwłaszcza że wykazywana przed decyzjami polityki pieniężnej determinacja do dalszej walki z inflacją może skutkować głębszym osłabieniem zagregowanego popytu w gospodarce przesuwając na dalsze okresy potencjalne ożywienie. (mb)

USA - PKB r/r z prognozą do IV kw. 2024 r. (skala lewa) i zmiana S&P500 r/r z przesunięciem o 3 mies. (skala prawa)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Rynki wschodzące (EM)

- Skala chińskiego „odbicia” jak na razie rozczarowuje
- Mimo wzrostu konsumpcji, Chiny mierzą się z niskim popytem inwestycyjnym
- Indie wyrastają na nowe gospodarcze mocarstwo
- Problemy w sektorze wysokich technologii odbijają się na kwartalnych wynikach Samsunga

Kwiecień, mimo ożywienia na globalnych rynkach akcji, dla rynków wschodzących nie był szczególnie korzystny. Relatywnie dobrze w tym kontekście zachował się region Ameryki Łacińskiej, który w segmencie Emerging Markets radził sobie zdecydowanie lepiej niż rynki azjatyckie.

Przyczyną niekorzystnego sentymentu wobec spółek chińskich (które stanowią przeszło 30% portfela indeksu MSCI Emerging Markets) są przede wszystkim obawy o tamtejszą gospodarkę, a mówiąc ściślej – **rozczarowanie skalą odbicia chińskiej gospodarki po rezygnacji z restrykcyjnej polityki zero-COVID**. O ile obserwowane jest ożywienie konsumpcji i wzrost sprzedaży detalicznej, o tyle słabo prezentuje się popyt inwestycyjny w Chinach. Sytuację dobrze obrazuje ostatni odczyt danych o handlu zagranicznym Państwa Środka, a dokładniej **wyraźny spadek importu, który w kwietniu obniżył się o 7,9% w stosunku rok do roku**. Chiny, jako druga największa gospodarka na świecie, mają bardzo duży wpływ na globalny handel. Spadek importu przełożył się zatem na problemy u największych partnerów handlowych Chin, takich jak USA, Japonia, Korea Południowa czy Tajwan. Sytuacja ta nie sprzyja także notowaniom ropy naftowej i miedzi, a zastój w chińskim przemyśle widać również w ostatnich odczytach wskaźnika PMI, który obsunął się już poniżej progu 50 pkt.

Chińska gospodarka zostaje w tyle szczególnie w zestawieniu z nabierającym impetu mocarstwem jakim są Indie. **Przebiły one już Chiny pod względem liczby ludności, mają też wyraźnie korzystniejszą strukturę demograficzną (średnia wieku w Indiach to ok. 31 lat, a w Chinach prawie 40)**. Indie wyprzedziły Chiny także w tempie wzrostu PKB w ostatnich latach, a prognozy Banku Światowego wskazują, że ta tendencja będzie się utrzymywać. Indyjskie spółki mogą zyskać przede wszystkim na rosnącej wymianie handlowej z państwami „Zachodu” – **ze względu na rosnące koszty produkcji i sytuację geopolityczną wiele spółek przenosi swoje fabryki z Chin właśnie do Indii**.

Sentyment wobec rynku Państwa Środka psują również nieprzerwanie pogarszające się stosunki chińsko-amerykańskie. Mocarstwa te ścierają się ze sobą przede wszystkim na dwóch frontach – nowoczesnych technologii i niepodległości Tajwanu. **Głównym problemem wydaje się być niechęć obu państw do łagodzenia konfliktu**. Chińskie samoloty i okręty wojskowe

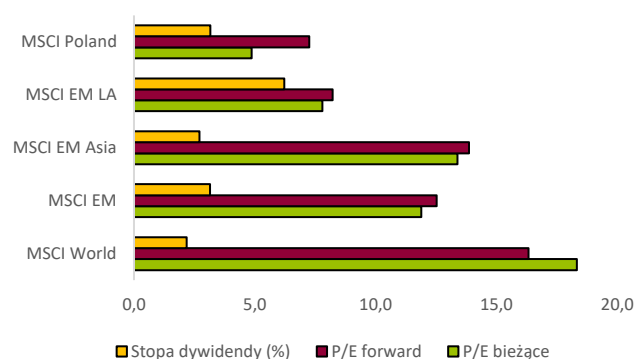


wykonują ćwiczenia wokół Tajwanu, a USA zaostrzają sankcje związane z dostępem do mikrochipów i najnowszych technologii oraz sprzedają broń tajwańskiej armii. Sytuacji nie poprawia brak stanowczego sprzeciwu Chin wobec wojny rosyjsko-ukraińskiej.

Nie najlepsze perspektywy nadal ma kluczowy dla azjatyckich rynków akcji sektor technologiczny. W kwietniu swoimi kwartalnymi wynikami podzielił się Samsung, którego zysk operacyjny wyniósł w I kw. bieżącego roku 640 mld wonów koreańskich, co oznacza spadek o 95% w ujęciu rok do roku. Za tak słaby wynik technologicznego giganta odpowiada przede wszystkim niekorzystna sytuacja na rynku układów scalonych, które dla Samsunga są głównym motorem wzrostu i generowania zysków. **Wysoki poziom zapasów u producentów elektroniki i obniżający się popyt na zakup tych towarów przez klientów detalicznych spowodowały znaczący spadek cen półprzewodników.** Południowokoreańska spółka, wraz z publikacją wyników, zapowiedziała znaczące cięcia w produkcji. Mimo to Samsung przewiduje ożywienie koniunktury na rynku mikrochipów już w II połowie 2023 roku.

Ryzyka geopolityczne, słaba sytuacja gospodarcza Chin oraz problemy sektora technologicznego sprawiają, że w maju utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie do rynków wschodzących ogółem. Wciąż podtrzymujemy jednak pozytywny pogląd na akcje regionu Ameryki łaćńskiej. Struktura sektorowa najważniejszych gospodarek tej części świata, tj. Brazylii i Meksyku odpowiada naszym preferencjom w zakresie stylu inwestycyjnego, tzn. większość stanowią tam spółki zaliczane do sektora *value*. Gospodarki te poradziły sobie także z problemem inflacji – bank centralny Brazylii zakończył już cykl podwyżek stóp procentowych, a prognozy Bloomberg’a wskazują na możliwość pierwszych obniżek stóp już w III kwartale bieżącego roku. Spośród rynków wschodzących, giełdy Ameryki łaćńskiej nadal wyróżniają się atrakcyjnymi wycenami i oferują wysoką stopę dywidendy. (ab)

### 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 łaćńska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, \*dane na 17.05.2023 r.

## Polska

- Fed z niejasnym przekazem
- Kryzys niektórych banków w USA może niepokoić
- W kwietniu duże podmioty na GPW wyprzedzały zdecydowanie średnie i małe podmioty

Wzrostom na GPW nie przeszkadzało wyczekiwanie na majowe posiedzenie Rezerwy Federalnej w USA, podczas którego podniesiono stopy procentowe zgodnie z oczekiwaniami. Rynek nie doczekał się jednak wyraźniejszej informacji o zakończeniu cyklu podnoszenia stóp procentowych. Zamiast tego Fed pozostawił sobie furtkę dla dalszych podwyżek, argumentując to oczekiwaną wysoką inflacją w dłuższym terminie, silnym rynkiem pracy oraz innymi czynnikami, które będą brane pod uwagę. Mimo, że ze strony Fed nie popłynęły „gołębie” sygnały, rynki zareagowały ze spokojem. To co może jednak niepokoić inwestorów to obawy o problemy finansowe kolejnych banków w USA.

W kwietniu główne indeksy GPW rosły, przy czym przede wszystkim za sprawą dużych spółek odrabiających straty z marca. Wśród głównych indeksów GPW najlepiej wypadł WIG20, który wzrósł o 9,4%, co dla indeksu szerokiego rynku WIG oznaczało wzrost o 7,4%. Kolejny miesiąc z rzędu umacniały się średnie i mniejsze podmioty skupione w indeksach mWIG40 oraz sWIG80, które wzrosły odpowiednio o 2,1% oraz 4,4%. Sentyment na krajowym parkiecie wyprzedzał ten dla indeksu akcji

globalnych MSCI All Countries, który w kwietniu zyskał jedynie 1,3%.

Sektorowo na GPW w minionym miesiącu inwestorzy najmocniej nagrodzili wzrostem kursu banki (+11,3% - odrabianie marcowych spadków), mimo symbolicznego spadku oczekiwanego 12-miesięcznego wyniku o 0,9% (konsensus Bloomberg). Drugie miejsce zajął ponownie sektor budowlany (+10,3%), którego oczekiwane 12-miesięczne wyniki podniesione zostały o 2,1% w stosunku do marca. Na drugim biegunie zmian kursów znalazło się górnictwo (-3,1%), przy jednoczesnym wzroście oczekiwanych wyników o 1,1%, następnie ponownie sektor gier (-1,1%) przy spadku oczekiwań na wyniki o 2,6%. Wyraźny wzrost oczekiwanych wyników odnotowała energetyka (odrabiając obniżkę oczekiwań z marca), dla której spodziewane wyniki wzrosły o 48,9%, a kurs sektora wzrósł o 7,5%.

Wśród głównych indeksów GPW, rewizje in plus oczekiwanych 12-miesięcznych wyników najmocniej dotknęły indeksy: mWIG40 (3,1%) oraz WIG20 (2,8%). Z kolei dla indeksu szerokiego rynku WIG rewizja oczekiwanych wyników wyniosła -1,9%, co świadczy o

niewielkiej rozbieżności pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku.

Spoglądając przez pryzmat oczekiwanych wskaźników P/E, **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (5,7x) i jednocześnie razem z Turcją (2,9x) 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. Większość istotnych sektorów GPW (poza IT) nadal utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat oczekiwanego P/E (banki, paliwa, energia, górnictwo, gry). Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie oraz perspektywy dla inflacji, która powoli spowalnia.

W marcu podwyższyliśmy nasze nastawienie do akcji polskich do poziomu umiarkowanie negatywnego (-1) i nadal uważamy, że jest to adekwatne pozycjonowanie. Przypominamy również, że akcje polskie są przez nas tak samo postrzegane, jak akcje większości rynków - poza Ameryką Łacińską, dla której utrzymujemy nastawienie umiarkowanie pozytywne (+1). (tk)

## Obligacje

- **Preferujemy obligacje zmiennie-kuponowe w Polsce i długoterminowe inflacyjne oraz korporacyjne IG z rynków rozwiniętych**
- **Unikamy stałokuponowych długoterminowych obligacji polskich**

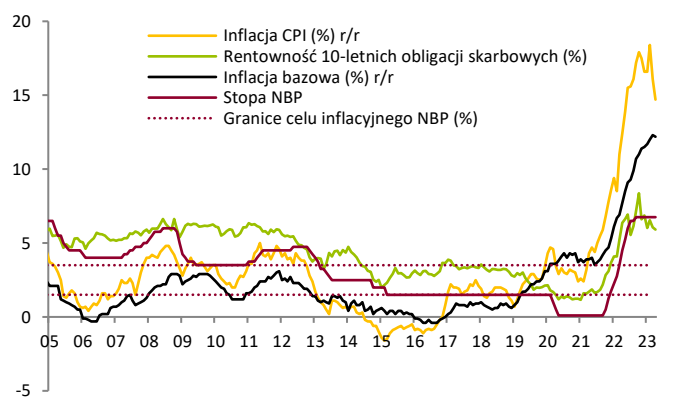
Wysoki poziom inflacji konsumenckiej (CPI) w Polsce (+14,7% r/r w kwietniu), z którego dopiero zaczyna ona spadać, a także jej niepewny powrót do celu NBP przy obecnym poziomie stóp procentowych (główna 6,75%; przy czym jeszcze do ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej z wypowiedzi prezesa NBP można było usłyszeć o prawdopodobnych obniżkach stóp przed końcem br.) skłaniają nas do unikania długoterminowych stałokuponowych obligacji skarbowych (emitenci nieskarbowi zazwyczaj preferują zmienny kupon uzależniony od stopy WIBOR).

Inflacja bazowa na poziomie 12,2%, przy coraz niższym oprocentowaniu lokat w bankach (jest to efekt najprawdopodobniej kształtowania się oczekiwań rynkowych na obniżki stóp najpóźniej od początku przyszłego roku), sprzyja zakotwiczeniu się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych wśród przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Jednocześnie spadek koniunktury w naszym kraju w I kw. (minimalny) stał się faktem, przy czym niektóre wskaźniki wyprzedzające koniunktury wykazują odbicie; rośnie aktywność kupujących m.in. na rynku nieruchomości mieszkalnych.

W związku z powyższym zakładamy, że stosunek potencjalnego zysku do ryzyka jest zdecydowanie korzystniejszy w segmencie polskich obligacji zmiennie-kuponowych, zarówno skarbowych, quasi-skarbowych (emitowanych przez BGK i PFR), jak i korporacyjnych, przy

czym tylko emitentów o najwyższym standingu finansowym. W sytuacji hipotetycznego powrotu nawet do podwyżek stóp przez NBP rentowność tych papierów będzie rosła. W przypadku obligacji stałokuponowych cena jest natomiast negatywnie skorelowana z poziomem stóp i oczekiwań (spadek stóp i oczekiwań wpływa na wzrost ceny i spadek rentowności, wzrost – w kierunku odwrotnym).

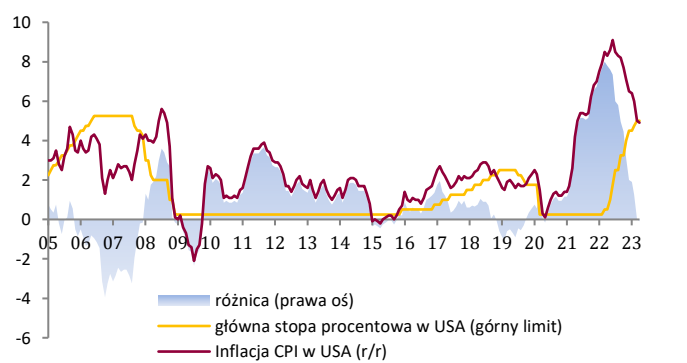
**Długookresowe uwarunkowania polityki monetarnej: rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych (stałokuponowych) na tle inflacji i stopy procentowej NBP**



źródło: Bloomberg

Nie należy jednak zapominać też o potrzebie dywersyfikacji geograficznej. Przykładowo obligacje inflacyjne w USA zawierają w wycenach bardzo niski poziom oczekiwań (blisko 2%), gdy tymczasem, mimo znaczącego spadku, dynamika r/r CPI w USA to 4,9% w kwietniu, a Fed ma za sobą tę łatwiejszą część walki z inflacją. Warto też zwrócić uwagę na skalę normalizacji monetarnej w USA, gdzie gospodarka weszła w okres dodatnich realnych stóp procentowych (krótkoterminowa stopa procentowa dla dolara jest wyższa zarówno od bieżącej, jak i oczekiwanej inflacji w USA).

**USA - różnica pomiędzy stopą inflacji a główną stopą procentową Fed**

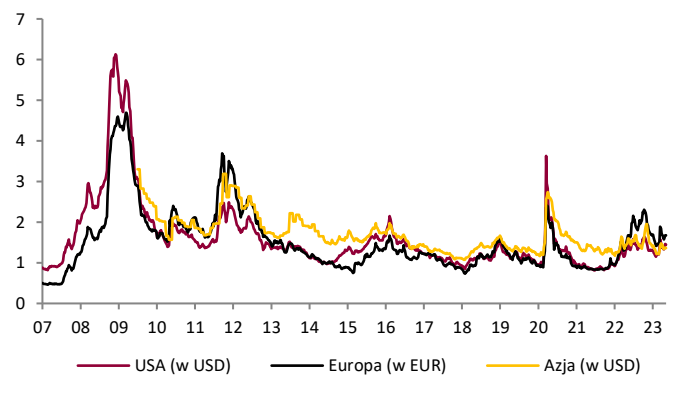


źródło: Bloomberg

## Zagraniczne korporacje

Po marcowym zamieszaniu związanym z sytuacją banków w USA, w kwietniu rynki obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (IG – Investment Grade) zanotowały pozytywne stopy zwrotu, zarówno w USA, jak i Europie. Po obu stronach Atlantyku wszystkie sektory poza finansowym i nieruchomości wróciły ze spreadami do swoich poziomów z początku roku. Konsensus rynkowy największych banków inwestycyjnych zakłada powolny spadek spreadów w dalszej części roku. Jako główny powód w większości podają dobre wyniki finansowe (często lepsze od oczekiwań analityków). Z drugiej strony ostatnie epizody napięć bankowych oraz wzrosty kosztów finansowych dla banków mogą jeszcze bardziej zaostrzyć i tak już wysokie warunki kredytowania. Skutki tego mogą odbić się na całej gospodarce w postaci wyższych kosztów pożyczek dla przedsiębiorstw. Zestawiając ze sobą wszystkie powyższe aspekty oraz wysoką rentowność (5,3% w regionie USA oraz 4,2% w Europie) pozostawiamy umiarkowanie pozytywne nastawienie do tej klasy aktywów bez zmian. (dm)

**Premie (spreads) za ryzyko kredytowe w poszczególnych segmentach obligacji IG (o ratingu inwestycyjnym)**



źródło: Bloomberg

# Surowce

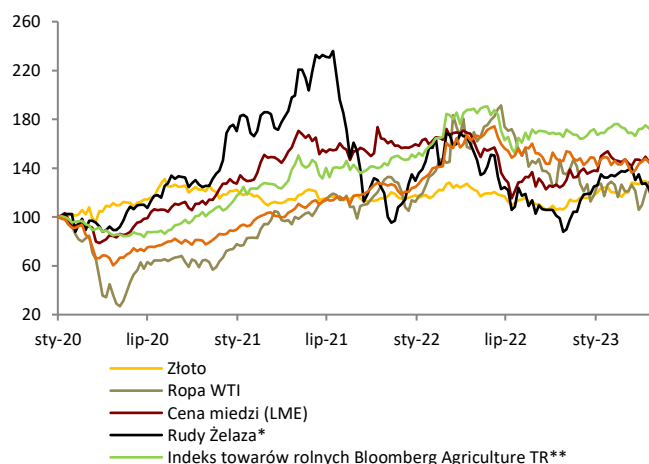
- Surowce uciertały wczesną wiosną na pogorszeniu nastrojów, po „kryzysie banków regionalnych” w USA
- Kapitał spekulacyjny opuszczał rynek (z wyjątkiem złota), jednak nie widać spadku popytu na fizyczne dostawy
- globalne Zapasy ropy ponownie spadają
- Prawdopodobny koniec cyklu podwyżek stóp w USA znacząco poprawia perspektywy dla złota
- Ożywienie gospodarcze w Chinach powinno stopniowo wesprzeć ceny metali
- - Ceny w sektorze rolnym zbliżają się do poziomów „przedwojennych”, potencjał dalszego spadku wydaje się ograniczony

W kwietniu Bloomberg Commodity Index, agregujący ceny w USD najistotniejszych towarów, spadł o 1,1%. Koniunktura w USA budzi stale obawy, które narastają w miarę wzrostu stóp procentowych. Jednak na razie większość analityków zakłada w miarę „łagodne lądowanie” amerykańskiej gospodarki, a po ostatniej podwyżce pasma wahań dla głównej stopy procentowej dla dolara do przedziału 5-5,25% przewodniczący Fed zasugerował „przerwę” w cyklu podwyżek. Z drugiej strony problemy regionalnych banków w USA nasuwają zrozumiałe skojarzenie z kryzysem sprzed 15 lat, mimo że problemy są stosunkowo szybko zażegnane i nie zanoszą się na to by wyszły poza skalę lokalną.

Z kraju, który konsumuje największe ilości praktycznie każdego surowca, tj. z Chin, napływają z kolei mieszane dane, a gospodarka rozwija się selektywnie (w pierwszej kolejności usługi, przemysł wolniej). Ożywienie okazuje się w mniejszym stopniu związane ze wzrostem popytu na surowce, niż to było w przeszłości. Jednak rozruszanie i tego obszaru gospodarki jest, w naszej ocenie, nieuniknione i powoli już następuje, co widać w danych np. z obszaru nieruchomości, których ceny kilku miesięcy ponownie zaczęły rosnąć. **W naszej ocenie długoterminowy potencjał wzrostowy dla szerokiego spektrum surowców pozostaje, a jego podstawy oparte są na coraz bardziej ograniczonej podaży w odniesieniu do**

szeregu z nich (skutek braku inwestycji), ożywienia gospodarczego w Chinach, transformacji energetycznej, ponownego rozwoju infrastruktury, jak również coraz istotniejszego ryzyka związanego z pogodą. Niezmiennie też uznajemy ekspozycje surowcowe za pożądany składnik portfela inwestycyjnego, który w kolejnych miesiącach i kwartałach pomoże w jego dywersyfikacji i korzystnie wpłynie na relację stopy zwrotu względem zmienności. (6-12 mies.)

## 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 zaliczyła neutralny miesiąc (Brent -0,3%, WTI +1,5%) jednak mocno spadała w pierwszych dniach maja. Warto jednak podkreślić, że zarówno amerykański Departament Energii (DoE), Międzynarodowa Agencja Energii (IAE), jak i OPEC+ zgodnie zakładają, iż w tym roku zauważalnie silniejszy będzie na świecie wzrost popytu niż podaży ropy. Marcowy raport IAE wskazał, że światowy rynek ropy w czerwcu pograży się w deficycie i zakończy rok niedoborem podaży w wysokości 2,4 mbd (rok rozpoczął się nadpodażą 1,5 mbd). Silne ożywienie popytu

pochodzić ma z Chin, gdzie szczególnie podróże lotnicze notują niezwykle dynamiczne odbicie, przy równoczesnym spadku podaży z Rosji (produkcja ropy miałyby spaść o 1,4 mbd r/r, ponieważ kraj będzie miał trudności ze znalezieniem alternatywnych rynków zbytu i nasiliły się problemy techniczne w wyniku sankcji), OPEC natomiast będzie silnie reglamentował podaż, dbając o cenę. Co istotne, komercyjne zapasy ropy w USA, po tym jak wzrosły do poziomów najwyższych od 1,5 roku, spadają już trzy tygodnie z rzędu do 459,6 mln baryłek, równocześnie zapasy strategiczne ropy (SPR) po kilkunastu miesiącach wyprzedają się na poziomie najniższym od 1983 roku – 365 mln baryłek i cały czas spadają. Równocześnie po spadku cen ożywia się popyt na gaz ziemny. Przy rosnących cenach uprawnień do emisji niektóre branże, takie jak huty metali czy zakłady rafinacji ropy naftowej, już zaczęły ponownie spalać gaz na potrzeby energetyczne. Przy tej cenie wraca również produkcja nawozów. **W związku z tym zakładamy, że w drugiej połowie roku powinna narastać presja na wzrost cen surowców energetycznych, a obecne ich osłabienie należałoby traktować jako okazję do „wchodzenia w rynek” dla graczy średnio- i długoterminowych.**

## Złoto

W przeciwieństwie do nośników energii, w kwietniu metalom szlachetnym (złoto +1,1%, srebro +4%) wydarzenia rozgrywane się na rynku raczej sprzyjały. Słabszy dolar i silny spadek rentowności długu popchnął złoto w kierunku 2000 USD/uncja, a następnie pozwolił wyznaczyć w pierwszych dniach maja nowy szczyt notowań w okolicach 2080 USD. Dodatkowo, część inwestorów traktuje ekspozycję na złoto jako element zabezpieczenia na wypadek poważniejszej stymulacji monetarnej w sytuacji dalszych problemów banków regionalnych w USA. Od dołka w połowie marca, do końca kwietnia (dane tygodniowe za World Gold Council) zakupy netto w sektorze ETF-ów na złoto wyniosły 50 ton (po tym jak w zeszłym roku sprzedaż netto wyniosła prawie 470 ton). W kolejnych miesiącach, coraz wyraźniej rysujący się po ostatnim posiedzeniu FED koniec podwyżek stóp w Stanach, powinien wspierać notowania złota. **Warto przypomnieć, że w trzech ostatnich cyklach monetarnych, gdy stopy Fed osiągnęły wartość szczytową, następował silny wzrost ceny złota w kolejnych miesiącach i kwartałach.** Istotnym czynnikiem jest także stosunkowo

niewrażliwy na cenę silny popyt ze strony banków centralnych. W 2022 r. ich udział w całkowitym popycie wzrósł do rekordowych 23% w porównaniu z przedziałem 8-14% obserwowanym w latach 2011-2019. Według raportu World Gold Council (WGC), banki centralne kupiły aż 125 ton złota w pierwszych dwóch miesiącach 2023 roku, co stanowi najwyższy wynik od czasu, gdy stały się nabywcami netto w 2010 roku, a obecna niestabilność polityczna świata, rysująca się wielobiegowość i nasilające dążenie do dedolaryzacji rezerw walutowych w niektórych krajach, mogą popyt ten jeszcze nasilać. **Zakładamy, że komponent złota w portfelu lub inwestycja w spółki wydobywające ten kruszec, to pożądane uzupełnienie portfela na najbliższe kwartały.**

## Metale przemysłowe

Podobnie jak wiele innych surowców, ceny metali znalazły się pod presją podaży, wynikającą z obaw związanych z sytuacją w systemie bankowym. W kwietniu ceny miedzi zniżkowały o 5,5%, aluminium o 0,4%, a rud żelaza o 8,6%. Niemniej, w średnioterminowej perspektywie wsparciem dla notowań są niewielkie zapasy i wzmożony popyt w Chinach, gdzie po wyraźnym ożywieniu w sektorze usług, rynek spodziewa się w kolejnych miesiącach większej aktywności przemysłu. Informacje docierające z Chin na razie są mieszane, z przewagą pozytywnych. Marzec pozytywnie zaskoczył eksportem (wzrost popytu na pojazdy elektryczne, produkty solarne i baterie litowe), z drugiej strony rozczarował import (wzrost importu ropy naftowej, rudy żelaza i soi, został zrekomensowany spadkiem importu miedzi). **Szczególnie warto zwrócić uwagę na miesięczny wzrost cen nowych domów w marcu, który był najszybszy od 21 miesięcy** - sektor ten w ostatnich dwóch latach budził wiele obaw wśród inwestorów, jednak wygląda na to, że nie zmaterializują się one w najbliższej przyszłości. Wg Societe Generale nastąpiło znaczące ożywienie w działalności mieszkaniowej i to nie tylko ze względu na efekty bazowe, a spadek liczby nowych rozpoczętych prac znacznie się zmniejszył. Popyt na najistotniejszą z punktu widzenia inwestorów miedź jest ściśle powiązany z globalną koniunkturą, co sprawia, że zawirowania w światowej gospodarce będą istotnie przekładać się na ceny tego surowca. Niemniej, fundamenty rynku miedzi są silne, także w kontekście kilku najbliższych lat, a wynikają one z perspektyw deficytu na rynku wynikającego z ożywienia

**gospodarki i zielonej transformacji, przy znikomej ilości nowych inwestycji.** W perspektywie krótkoterminowej (kilka miesięcy) wśród liczących się globalnie ośrodków analitycznych zauważyć można różnicę zdań co do kierunku zmiany cen. I tak np. Goldman Sachs zakłada niemal natychmiastowy ruch ceny w górę, co motywuje wyczerpującymi się w szybkim tempie zapasami, natomiast nieco bardziej zachowawczy jest Saxo Bank, który widzi większą podaż wynikającą z uruchomienia kilku nowych projektów wydobywczych w tym roku. Jednak co do dobrych perspektyw na rok 2024 i kolejne niemal wszyscy są zgodni. Dodatkowo rynek zaskakiwany będzie w najbliższych miesiącach niestabilną podażą. Niezmiennie ryzyko generuje rosyjski kierunek dostaw, niestabilne politycznie pozostaje RPA (platyna, pallad), ryzyka polityczne i niestabilność społeczna, stały się stałym elementem krajobrazu także w Chile czy Peru. Trzy tygodnie temu Narodowa Agencja Statystyczna w Chile opublikowała raport o produkcji wydobywczej, który pokazał, że produkcja wyniosła w lutym tylko 381 tys. ton (spadek o 3,4% rok do roku, a ciągu ostatnich 13 lat tylko w 2017 r. była niższa). **W naszej opinii najbliższe miesiące mogą cechować się dla sektora metali bazowych podwyższoną zmiennością, jednak w perspektywie 6-12 miesięcy perspektywy dla inwestycji w tym obszarze są dobre i jedynie znacznie silniejsze niż obecnie zakładamy spowolnienie gospodarcze na świecie, mogłoby je przekreślić.**

## Towary rolne

Na rynku towarów rolnych kwiecień był korekcyjnym miesiącem, spadały ceny zarówno pszenicy (-10,5%) jak i

kukurydzy (-8%) i soi (-3,8%). Głównym powodem spadków cen były obawy o pogorszenie koniunktury na zachodzie i wycofywanie się kapitału spekulacyjnego z rynku, po tym jak rozwinął się problem banków regionalnych w USA i inwestorzy postanowili opuszczać ryzykowne aktywa. Jednocześnie warto dodać, że w pierwszych dniach maja doszło na rynku do solidnego odbicia cen w górę. Warto pamiętać, iż od sezonu 2016/2017 na rynku zbóż co roku produkcja globalna jest nieco niższa niż popyt, w tym mniej więcej czasie rozpoczął się trend wzrostowy cen zbóż na giełdach, a wg danych amerykańskiej agencji USDA deficyt produkcji utrzyma się także w tym roku i globalne zapasy ponownie spadną.

**Pozostajemy pozytywnie nastawieni do sektora surowców. Zapoczątkowane w marcu zamieszanie na rynkach wynikało raczej z popłochu jak i wśród inwestorów spekulacyjnych wywołały obawy o kryzys bankowy aniżeli z rzeczywistego spadku popytu. Nadal zakładamy umiarkowane spowolnienie na Zachodzie i rosnący popyt z Chin, co powinno zapewnić rosnący popyt na ropę i metale. Słaby dolar powinien wspierać surowce, w szczególności złoto, dodatkowo Rezerwa Federalna zasugerowała przerwę w cyklu podwyżek stóp (a może nawet koniec cyklu). Nadal niskie zapasy i zagrożenia dla podaży z kierunku rosyjskiego oraz niepokoje w Ameryce Południowej mogą dodatkowo zwiększać zmienność cen metali przemysłowych. Dla cen zbóż kluczowa pozostanie skala dostaw z Ukrainy i Rosji. Całość składa się na pozytywny obraz szerokiego sektora surowcowego, dlatego ekspozycję na niego w kolejnych miesiącach uważamy za pożądaną. (bn)**

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	1,3%	0,8%	11,2%	-1,6%	36,0%	28,1%
MSCI World	USD	1,6%	1,8%	10,7%	-0,9%	40,2%	35,3%
MSCI Emerging Markets	USD	-1,3%	-7,1%	15,5%	-7,3%	8,2%	-15,5%
MSCI EM Asia	USD	-2,4%	-8,1%	19,9%	-6,4%	6,4%	-10,2%
MSCI EM Latin America	USD	1,6%	-4,1%	1,0%	-4,3%	37,4%	-26,0%
MSCI EM Europe	USD	11,5%	5,8%	42,8%	8,2%	-72,2%	-77,8%
MSCI Poland	PLN	9,3%	-0,1%	26,7%	0,2%	11,6%	-24,9%
MSCI Frontier Markets	USD	0,1%	-2,3%	5,3%	-17,8%	9,8%	-24,0%
S&P500 - USA	USD	1,5%	2,4%	6,9%	-2,8%	45,6%	56,2%
Russell 2000	USD	-1,9%	-7,5%	-4,2%	-7,8%	36,3%	13,7%
MSCI Europe	EUR	2,0%	2,7%	13,7%	5,0%	37,3%	20,9%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	1,9%	2,5%	13,6%	4,4%	36,8%	21,3%
DAX - Niemcy	EUR	1,9%	5,1%	20,2%	13,9%	47,5%	26,6%
CAC40 - Francja	EUR	2,3%	5,6%	19,4%	15,1%	63,9%	36,6%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	0,1%	2,0%	16,7%	8,6%	35,2%	-6,9%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-0,1%	2,4%	20,2%	12,6%	53,2%	13,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	3,1%	1,4%	11,7%	4,8%	32,1%	4,9%
FTSE Nordic 30	SEK	1,6%	5,9%	16,4%	17,5%	60,7%	66,1%
Nikkei - Japonia	JPY	2,9%	5,4%	6,5%	7,5%	46,0%	28,4%
TOPIX - Japonia	JPY	2,7%	3,8%	8,3%	8,3%	42,0%	15,8%
MSCI China	HKD	-5,2%	-15,1%	33,3%	-2,4%	-20,2%	-28,6%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-2,5%	-12,3%	33,9%	-1,9%	-19,0%	-34,3%
Kospi - Korea Płd.	KRW	1,0%	0,7%	10,3%	-6,2%	29,3%	0,4%
SENSEX - Indie	INR	3,6%	3,0%	1,9%	6,2%	90,3%	74,8%
XU100 - Turcja	TRY	-4,1%	-11,1%	19,1%	90,2%	358,5%	329,1%
BOVESPA - Brazylia	BRL	2,5%	-7,0%	-8,8%	-5,0%	28,4%	20,8%
WIG	PLN	7,4%	2,7%	27,0%	8,0%	40,7%	5,7%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	-0,2%	-4,3%	6,7%	-5,1%	40,7%	12,1%
MSCI ACWI Large Cap	USD	1,4%	1,6%	11,6%	-1,1%	36,4%	31,0%
WIG20	PLN	9,4%	0,6%	27,5%	2,1%	20,6%	-15,5%
WIG20 total return	PLN	9,4%	0,6%	27,5%	5,4%	28,1%	-5,4%
mWIG40	PLN	2,1%	5,9%	22,8%	5,5%	44,0%	0,6%
sWIG80	PLN	4,4%	9,6%	29,7%	13,7%	82,8%	50,8%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	3,4%	2,1%	5,6%	1,7%	27,2%	53,4%
MSCI World Energy	USD	3,8%	-4,8%	-1,5%	8,2%	102,4%	6,5%
MSCI World Financials	USD	2,7%	-7,4%	5,8%	-2,4%	45,7%	4,9%
MSCI World Metals&Mining	USD	-3,0%	-12,2%	21,2%	-8,2%	57,5%	28,9%
MSCI World Industrials	USD	0,5%	1,4%	13,7%	5,9%	47,4%	25,4%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	0,0%	1,5%	10,6%	-6,0%	36,7%	35,8%
MSCI World Consumer Staples	USD	3,9%	7,2%	12,3%	0,8%	25,2%	31,5%
MSCI World IT	USD	-0,2%	9,0%	16,3%	1,0%	60,5%	107,7%
Nasdaq	USD	0,0%	5,2%	10,1%	-5,0%	42,0%	71,7%
Nasdaq100	USD	0,5%	8,9%	14,7%	-1,6%	52,6%	99,0%
S&P Global Clean Energy	USD	-5,5%	-9,2%	-1,0%	-2,0%	75,7%	88,7%
Eurostoxx Banks	EUR	1,6%	-5,2%	18,4%	22,0%	86,6%	-20,1%
WIG-Games	PLN	-1,1%	-5,2%	4,0%	11,8%	-37,6%	
WIG-Energia	PLN	7,5%	-5,1%	20,2%	-22,8%	65,7%	-14,1%
WIG-Banki	PLN	11,3%	4,8%	26,6%	7,5%	88,6%	-11,5%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	1,5%	6,0%	15,7%	0,3%	40,6%	57,2%
MSCI World Value	USD	1,7%	-2,3%	5,9%	-2,6%	36,5%	12,5%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	0,8%	-5,5%	-6,5%	-11,6%	86,6%	39,2%
Miedź	USD	-5,5%	-8,3%	12,9%	-12,3%	65,0%	27,1%
Aluminium	USD	-0,4%	-8,6%	7,6%	-21,5%	61,6%	6,6%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-1,7%	-1,8%	2,2%	-11,0%	101,9%	46,1%
Rudy żelaza	USD	-8,6%	-6,5%	25,4%	-22,9%	39,0%	77,7%
Węgiel koksujący	CNY	-20,8%	-23,0%	-7,8%			
Złoto	USD	1,1%	3,2%	21,0%	5,0%	16,5%	50,3%
Srebro	USD	4,0%	6,1%	30,1%	8,2%	65,2%	51,8%
Bloomberg Commodity Index	USD	-1,1%	-6,5%	-6,7%	-19,2%	74,9%	16,7%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	0,1%	0,0%	8,1%	-3,4%	-14,7%	-9,3%
USD Korporacyjne IG	USD	0,8%	0,5%	8,9%	0,0%	-5,8%	10,3%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,7%	0,0%	3,4%	-4,5%	-7,0%	-5,1%
USD azjatyckie IG	USD	0,9%	1,3%	8,9%	0,9%	-1,4%	12,8%
USD Korporacyjne HY	USD	1,0%	0,7%	5,8%	0,7%	15,7%	17,5%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,5%	0,1%	6,6%	-1,6%	8,2%	5,2%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-0,1%	-0,9%	10,2%	1,5%	4,6%	2,8%
EM skarbowe w USD	USD	0,2%	-1,4%	10,2%	-1,4%	-2,0%	-2,7%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	1,0%	1,3%	13,0%	9,8%	-8,6%	1,8%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	1,7%	1,4%	10,6%	5,0%	1,8%	-9,2%
EUR/PLN	PLN	-2,0%	-2,6%	-2,8%	-2,2%	0,8%	9,0%
CHF/PLN	PLN	-1,3%	-1,0%	-2,1%	1,3%	8,0%	32,5%
USD/PLN	PLN	-3,6%	-3,9%	-12,1%	-6,9%	-1,1%	19,9%
USD/JPY	JPY	2,6%	4,9%	-7,7%	4,2%	27,5%	25,0%
Bloomberg USD Index	USD	-0,3%	0,4%	-7,4%	-1,8%	-2,0%	7,3%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,3%	-0,8%	6,7%	0,0%	8,1%	-0,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,6%	-1,5%	3,6%	-2,5%	-3,9%	-26,6%
Europe REITS	EUR	3,0%	-6,7%	5,7%	-18,8%	5,9%	-32,0%
US REIT's	USD	0,7%	-6,8%	1,5%	-22,3%	18,6%	9,7%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	2,9%	16,5%	9,3%	4,3%	148,5%	338,6%
Amazon	USD	2,1%	3,1%	2,0%	-27,1%	-8,9%	34,1%
Alphabet (Google)	USD	3,5%	8,0%	11,5%	-9,4%	74,2%	108,1%
Microsoft	USD	6,6%	24,1%	31,0%	7,1%	86,1%	239,8%
Meta Platforms (Facebook)	USD	13,4%	58,4%	142,3%	16,8%	31,4%	38,4%
Netflix	USD	-4,5%	-8,5%	11,6%	65,4%	-18,3%	5,8%
Tesla	USD	-20,8%	-7,6%	-28,1%	-43,8%	220,4%	738,1%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	0,8%	3,2%	3,7%	-18,2%	-2,3%	24,5%
Roche	CHF	7,4%	0,5%	-12,3%	-19,6%	-12,8%	49,9%
ASML	EUR	-8,0%	-7,0%	20,3%	6,4%	116,2%	277,6%
Nestle	CHF	5,4%	7,3%	9,0%	-6,6%	18,5%	69,4%
Novartis	CHF	8,8%	15,0%	18,6%	9,3%	18,5%	63,0%
Novo Nordisk	DKK	3,6%	19,6%	39,6%	47,9%	163,8%	328,9%
L'Oreal	EUR	6,7%	16,0%	39,6%	26,4%	79,4%	135,5%
LVMH	EUR	4,0%	9,6%	36,1%	43,2%	155,8%	229,1%
Astrazeneca	GBP	4,6%	12,2%	17,7%	13,6%	54,3%	165,2%
SAP	EUR	5,6%	17,8%	25,2%	29,5%	20,4%	45,8%
Sanofi	EUR	-0,2%	11,7%	16,0%	1,6%	21,4%	87,6%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-5,8%	0,3%	33,8%	-3,3%	80,3%	162,5%
Tencent Holding	HKD	-10,7%	-17,0%	80,6%	7,2%	-9,5%	-2,3%
Alibaba	USD	-17,1%	-28,5%	32,9%	-6,8%	-57,9%	-52,2%
Samsung Electronics	KRW	2,3%	2,0%	15,7%	3,6%	42,5%	43,1%

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