

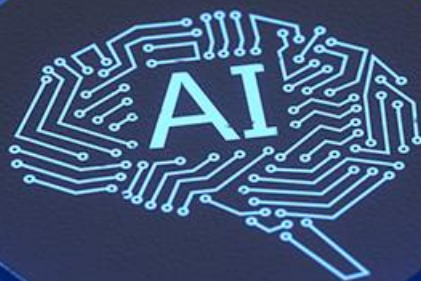


**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# SZTUCZNA INTELIGENCJA U BRAM



**AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE**  
Komentarz do wydarzeń rynkowych - czerwiec 2023 r.

# Lista autorów

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Marta Skrzypczyńska**

*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**

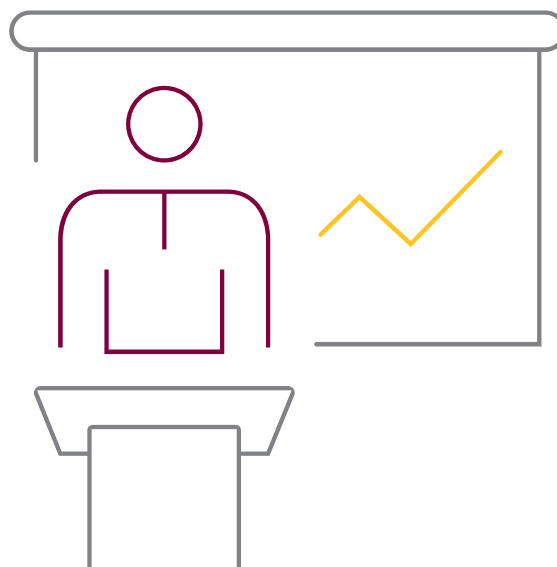
*Dyrektor ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

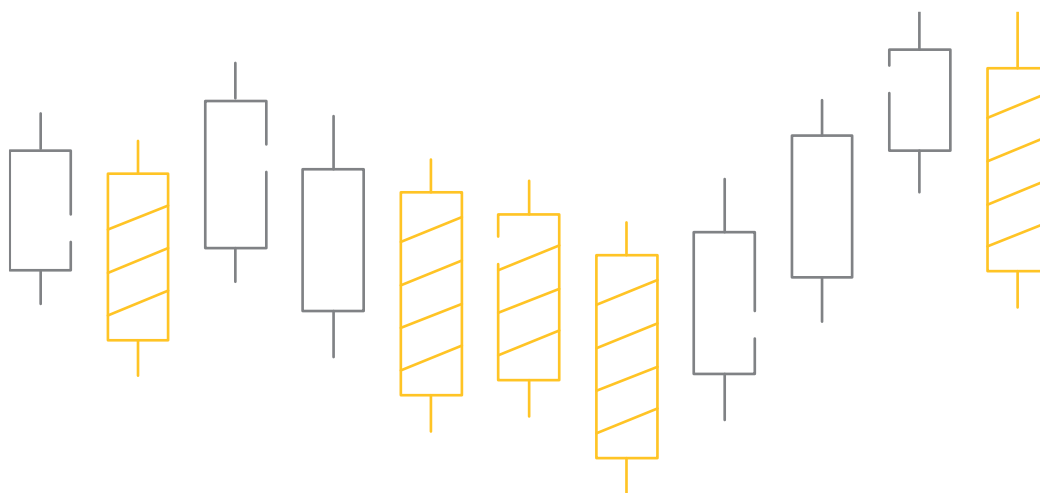
*Makler Papierów Wartościowych*



16 czerwca 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).....	9
Polska .....	10
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne IG.....	12
<b>Surowce</b> .....	<b>12</b>
Surowce energetyczne .....	13
Złoto .....	14
Metale przemysłowe.....	14
Towary rolne.....	14
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	16
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>18</b>





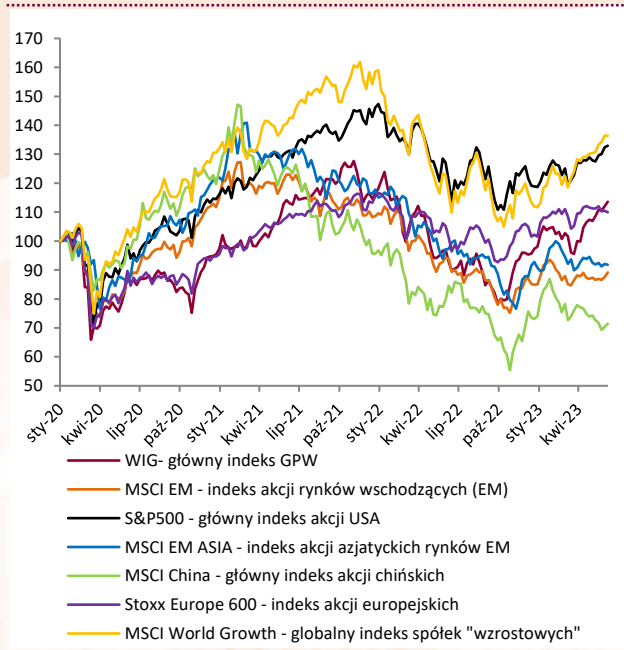
# Wstęp

- Rezerwa Federalna (Fed, amerykański bank centralny) na ostatnim posiedzeniu, zgodnie z oczekiwaniami, po raz pierwszy po 10. kolejnych podwyżkach, nie zmieniła głównej stopy procentowej dla dolara. Jednocześnie przewodniczący **Jerome Powell zapowiedział kontynuację podwyżek w dalszej części roku**. Większość gubernatorów opowiada się za jeszcze dwoma, o łącznie 0,5 pkt. proc. w ramach bieżącego cyklu. **Fed jest zdeterminowany w sprowadzeniu inflacji do celu**. Ta konsumencka – CPI, zdążyła już w maju spaść to +4,0% r/r - najniżej od 2 lat i wobec jeszcze +9,1% w sierpniu ubiegłego roku. Wolniej w USA jak i większości innych gospodarek spada inflacja bazowa (bez cen żywności i energii, +5,3 r/r w maju).
- Stabilizacja przy niskich dynamikach wzrostu, przy silnym rynku pracy, spadającej (choć nadal na wysokich poziomach względem wieloletnich średnich, jak i celów banków centralnych) inflacji konsumenckiej oraz lepszej koniunkturze w sektorach usługowych aniżeli przemysłowych to wspólne mianowniki aktualnego stanu głównych gospodarek rozwiniętych oraz polskiej.
- Natomiast za najważniejsze na globalnym rynku akcji można w ostatnim czasie uznać **wydarzenia z dziedziny (obszaru) sztucznej inteligencji (AI)**. Popularność chatu GPT-3, generującego odpowiedzi na pytania zadane przez użytkowników, który ujrzał światło dzienne pod koniec ubiegłego roku, pobudziła spółki technologiczne do działania, a giganci, tacy jak Google, Meta czy chiński Baidu, zdążyli już zaprezentować konkretne zastosowanie AI w dotychczasowych produktach.
- Natomiast **trend wzrostu kursów spółek** zajmujących się/ działających w obszarze/ na rzecz rozwoju sztucznej inteligencji (AI) nabrał rozpędu **od ostatniej dekady maja**, po tym jak jeden z czołowych i najbardziej zaawansowanych technologicznie amerykańskich producentów kart graficznych oraz półprzewodników – Nvidia, zaprezentował wyniki finansowe za I kwartał 2023 r. Mimo słabszych przychodów i niższej sprzedaży kart graficznych, prezes spółki w prezentacji dla inwestorów przedstawił niezwykle optymistyczne prognozy rozwoju rynku AI.
- W rezultacie akcje tej spółki tylko w maju zyskały na wartości 36% (od początku roku 150%), kontynuując wzrosty w czerwcu i przekraczając 1 bln, tj. 1000 mld USD kapitalizacji rynkowej. Nvidia się także 4.-tą najbardziej wartościową spółką na świecie (po Apple, Amazon i Microsoft), choć jednocześnie najdrożej (żeby nie powiedzieć abstrakcyjnie wysoko i nierealistycznie) wycenianą w relacji zarówno do bieżących, jak i prognozowanych zysków, tj. przy wskaźnikach cena zysk (P/E) bieżącym (opartym o wyniki za 4 ostatniej kwartały) jak i forward (opartym na konsensusie rynkowym prognoz na 4. kwartały kolejne) odpowiednio blisko 200 i 60.
- Indeks sektorowy notowanych w USA akcji producentów półprzewodników Philadelphia SE zyskał w maju wysokie 15% (36% od początku roku), a indeks globalnych spółek IT MSCI 8,0% w maju i (31% od początku roku). *Stopy zwrotu z poszczególnych segmentów rynku finansowego (indeksów i subindeksów), jak i najważniejszych na globalnym rynku spółek prezentujemy w tabelach na dwu przedostatnich stronach raportu.*
- W naszych nastawieniach taktycznych utrzymujemy umiarkowaną (+1 w skali od -2 do +2) preferencję obligacji względem akcji na poziomie globalnym, ale w czerwcu, **zmieniliśmy nieco preferencje w obszarze polskich obligacji skarbowych**. Mianowicie, przede wszystkim odeszliśmy od skrajnie do tylko umiarkowanie negatywnego (czyli z-2 do -1 w skali od -2 do +2) nastawienia do polskich obligacji skarbowych stałokuponowych, średnio- i długoterminowych. Nadal korzystniejszego stosunku stopy zwrotu do ryzyka dopatrujemy się w obligacjach krótkoterminowych i zmienno-kuponowych, jednakże ryzyko cenowe charakterystyczne dla polskich obligacji o stałych kuponach i dłuższych terminach zapadalności znacznie obniżyło się po

ostatnim po odczycie inflacyjnym w Polsce za maj (CPI + 13,0% r/r vs. 13,4% oczekiwane).

- Pomimo lepszego w ostatnim czasie zachowania spółek IT/ wzrostowych uważamy, że **monetyzacja rozwiązań związanych z AI będzie rozciągnięta w czasie a ilość spółek beneficjentów może być dość ograniczona**, dlatego też **nie zmieniamy preferowanego stylu ekspozycji** na akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM), tj. preferujemy spółki zaliczane do segmentów: value (nisko wycenianych, działających w bardziej tradycyjnych branżach) i quality (mających niskie zadłużenie i wysokie marże) nad spółkami wzrostowymi (growth).
- Cały czas pozytywnie, zwłaszcza w długim terminie zapatrujemy się na sektor surowcowy.
- Nastawienia przyjmujemy z horyzontem średnio-terminowym, tj. 6-12 mies. (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

## Opis sytuacji gospodarczej

- „Soft landing” w USA
- Niepokojąca rewizja PKB w Niemczech
- Polski rynek pracy ma się ciągle dość dobrze

Stabilizacja gospodarcza przy niskich dynamikach wzrostu, silnym rynku pracy i spadającej inflacji konsumenckiej oraz lepszej koniunkturze w sektorach usługowych to wspólne mianowniki aktualnego stanu głównych gospodarek rozwiniętych oraz polskiej.

W USA dane o PKB wskazują na chłodzenie tamtejszej gospodarki, co jest m.in. konsekwencją restrykcyjnej polityki pieniężnej Fed. Dynamika wzrostu PKB w USA za I kw. '23 wyniosła + 1,3% k/k w ujęciu zannualizowanym (SAAR). Chłodzenie odbywa się jednak przy wciąż silnym rynku pracy. Majowe dane o zatrudnieniu zaskoczyły pozytywnie, ale stopa bezrobocia wzrosła (do 3,7% z rekordowo niskich 3,4%). Dynamika płac z kolei

nieznacznie spowolniła, a liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła.

Wskaźniki koniunktury w USA pozostają niejednoznaczne. Te od S&P Global wskazują na postępujące ożywienie w sektorze usług i dekoniunkturę w przemyśle. Indeksy ISM z kolei obrazują słabnące ożywienie w usługach i przemyśle. **Presja inflacyjna w USA słabnie. Inflacja konsumencka spadła w maju do 4,0% r/r (najniżej od ponad 2 lat), ale inflacja bazowa wciąż pozostaje wysoka (+5,3% r/r).** Ceny producentów obniżają się.

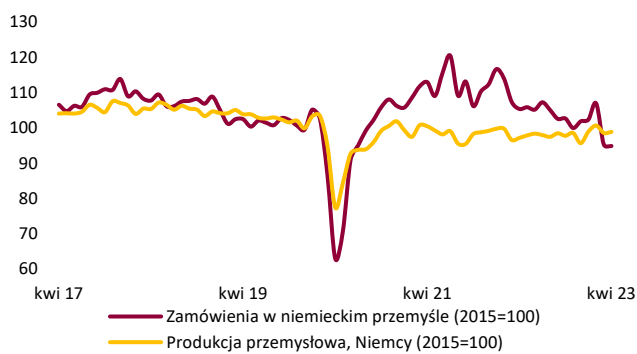
Całościowo dane z amerykańskiej gospodarki mogą skłonić Fed do łagodniejszego podejścia w polityce monetarnej i „pauzy” w podwyżkach stóp procentowych lub nawet ich zakończenia.

W strefie euro dane dotyczące PKB w I kw. 23 r. wskazują spadek o 0,1% k/k w porównaniu do wstępnych szacunków +0,1% k/k. W ujęciu r/r PKB

wzrosło o 1,0% wobec wstępnych 1,3%. Dane zostały zrewidowane w dół głównie z powodu słabszej koniunktury w Niemczech, gdzie miała miejsce znacząca rewizja. Spadek ten wynika m.in. z rozczarowującej produkcji przemysłowej w marcu. Gospodarka Niemiec w I kw. '23 znalazła się w technicznej recesji (dwa kwartały z rzędu spadku PKB w ujęciu k/k).

**Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej w strefie euro i Niemczech wskazują, że II kw. również nie zapowiada się obiecująco.** Opublikowane dane dla Niemiec dotyczące zamówień i produkcji przemysłowej w kwietniu były rozczarowujące. Niemiecki indeks nastrojów w biznesie za kwiecień spadł, sygnalizując pogorszenie nastrojów. Wskaźniki PMI w maju pokazują słabość przemysłu w strefie euro, przy relatywnie mocniejszym sektorze usługowym. Konsumpcja w Europie również słabnie, a sprzedaż detaliczna utrzymuje się w trendzie spadkowym. W kwietniu poziom sprzedaży detalicznej wbrew oczekiwaniom rynku nie zmienił się w porównaniu z marcem. Badania nastrojów konsumentów pokazują pewną poprawę, ale wciąż utrzymują się na niskim poziomie. Rekordowo niska pozostaje natomiast stopa bezrobocia.

**Niemcy – przemysł, zamówienia i produkcja**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Według finalnych danych dotyczących kwietniowej inflacji konsumenckiej w strefie euro i UE wskaźnik HICP (zharmonizowany wskaźnik inflacji umożliwiające porównania pomiędzy poszczególnymi krajami) nieznacznie wzrósł w kwietniu z 6,9% r/r do 7% r/r, przerywając pięciomiesięczną serię spadków. Inflacja bazowa zmniejszyła się, co jest pozytywnym sygnałem, ale inflacja usług wciąż budzi niepokój. **Wstępne dane dotyczące inflacji konsumenckiej w maju (6,1% r/r) były niższe niż oczekiwano.** Jednak prezes EBC, Christine

**Lagarde, wciąż wyraża obawy dotyczące inflacji bazowej** i podkreśla potrzebę dalszych podwyżek stóp procentowych. Przy czym EBC raczej podobnie jak Fed również zbliża się ku końcowi cyklu podwyżek stóp procentowych (aktualny bazowy scenariusz rynkowy to podwyżki kosztu pieniądza w strefie euro jeszcze o 50 p.b, rozłożone na dwa ruchy). Choć jednocześnie pozostawia możliwość większych ruchów, jeśli mocny rynek pracy spowoduje materializację obaw inflacyjnych.

**PKB Polski pomimo niewielkiego spadku o 0,3% r/r w I kw. '23 okazał się lepszy od oczekiwań, głównie dzięki inwestycjom.** Dane miesięczne już opublikowane w II kw. '23 wskazują jednak na utrzymującą się słabość koniunktury. W kwietniu produkcja przemysłowa spadła o 6,4% r/r, będąc wynikiem słabnącego popytu krajowego i globalnego. Jedynie sektor motoryzacyjny radzi sobie stosunkowo dobrze, choć pozytywny impuls słabnie. Branże energochłonne nadal odczuwają presję podażową. Produkcja dóbr inwestycyjnych utrzymuje się na wysokim poziomie dzięki popytowi wewnętrznemu i eksportowi na Ukrainę. Spowolnienie w przemyśle ma pozytywny skutek - obniżenie inflacji PPI do jednocyfrowej w kwietniu (6,8% vs. 25,9% ubiegłorocznego maksimum). W sprzedaży budowlano-montażowej obraz jest zmienny. Wzrost produkcji budowlano-montażowej w kwietniu wyniósł 1,2% r/r, ale różnie wygląda sytuacja w poszczególnych kategoriach. Aktywność związana z budową obiektów infrastruktury rośnie, natomiast budowa budynków nadal spada. Sprzedaż detaliczna w kwietniu spadła o 7,3% r/r, odzwierciedlając kontynuację słabości konsumentów. W II kwartale spodziewamy się pogłębienia spadku PKB w okolice -0,8% r/r, jednak kolejne kwartały powinny przynieść poprawę koniunktury.

**Wsparciem powinien pozostać mocny rynek pracy. Dane o zatrudnieniu i stopie bezrobocia potwierdzają, że trwające chłodzenie koniunktury nie szkodzi rynkowi pracy w Polsce.** Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec I kw. br. wzrosła zaledwie do 5,4% z 5,2% na koniec 2022 r., a wg Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) wyniosła 2,9% - jeden z najniższych odczytów w ciągu ostatnich 10 lat. Współczynnik aktywności zawodowej i wskaźnik zatrudnienia rosną, osiągając w 1Q'23 najwyższe poziomy od co najmniej 10

lat. Według wstępnych danych MRiPS (Ministerstwo Rodziny i Polityki Społecznej) stopa bezrobocia rejestrowanego dalej się obniżyła z 5,2% w kwietniu, do 5,1% w maju.

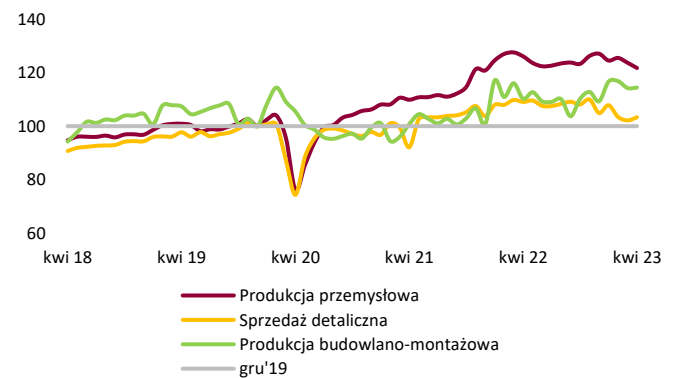
Z jednej strony siła nabywczą polskich konsumentów realnie wciąż spada, co prowadzi do redukcji popytu konsumpcyjnego. Z drugiej strony wzrost wynagrodzeń tylko powoli zwalnia, utrzymując ryzyko wysokiej presji płacowej i wydłużonego okresu podwyższonej inflacji.

**Wskaźnik wyprzedzający koniunktury PMI utrzymuje sygnały dezinflacyjne w obszarze produkcji.** Majowy odczyt PMI przemysłu dla Polski zaskoczył lekko pozytywnie i wzrósł do 47 pkt., choć wystąpił spadek produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Jednakże badanie wykazuje rekordowy spadek presji cenowych, przy tańszych surowcach, mocniejszym złotym i poprawie sytuacji w łańcuchach dostaw.

**Inflacja konsumencka spadła w Polsce z 14,7% r/r w kwietniu do 13% r/r w maju.** Ceny energii obniżyły się, ale ceny żywności wzrosły. Inflacja bazowa powoli obniża się, przy czym jest za wcześnie, aby mówić o trwałych pozytywnych tendencjach. W tych warunkach Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe

bez zmian w czerwcu, komunikując jednocześnie pozostanie w fazie cyklu zacieśniania monetarnego. Z drugiej strony w RPP pojawiają się komentarze o możliwości obniżek stóp procentowych na przełomie 2023/2024. Obecny rozwój globalnego scenariusza makro w kierunku nieco mniej uporczywej inflacji w USA i strefie euro wydaje się sprzyjać takiemu nastawieniu RPP, choć w naszej ocenie na razie nie przesądza o wcześniejszym rozpoczęciu cyklu luzowania monetarnego. (ms)

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



źródło: GUS, opracowanie własne

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

- „AI”, czyli nowe perspektywy wzrostu, ale czy dla wszystkich?
- W Europie dobre wyniki finansowe, jednak bez euforii rynkowej
- W USA wysokie P/E i słabe zyski ... jak tu rosnąć?
- Spadające ceny w gospodarce ryzykiem dla marż

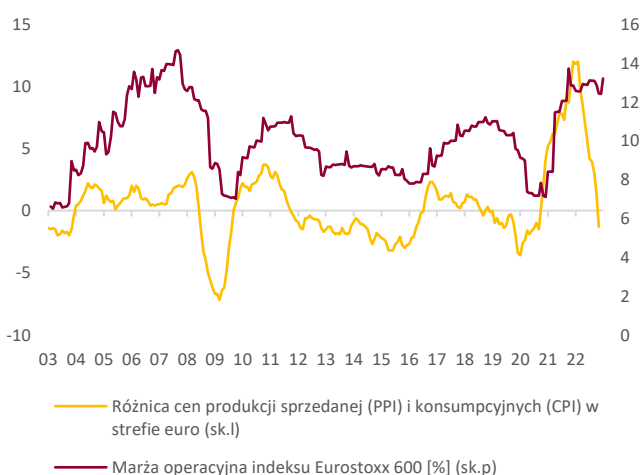
Maj dla rynków rozwiniętych ogółem przez pryzmat

globalnego indeksu MSCI World przyniósł niewielki 1,2%-owy spadek. Jest to jednak głównie efekt słabszego zachowania giełd zachodnioeuropejskich, których główne indeksy wyraźnie zniżkowały. W znacznie lepszej kondycji nadal pozostają akcje japońskie. W odniesieniu do akcji amerykańskich pojawia się mocne zróżnicowanie na spółki technologiczne oraz pozostałe sektory. Ta druga grupa, czyli większość „pokrywanych” subindeksami głównych makrosektorów, notowała spadki, z czego najboleśniej dotknęły spółki surowcowe, w tym



paliwowe. Ale też bez wyraźnej różnicy zniżkowały spółki zarówno cykliczne jak i te o niższej wrażliwości koniunkturalnej. Wspomnianym wyjątkiem były spółki technologiczne. Na fali bardzo optymistycznych szacunków rozwoju szeroko rozumianego spektrum „sztucznej inteligencji” mocno zyskiwały przedsiębiorstwa, które będą dostawcami mocy obliczeniowych, czyli producenci półprzewodników i zaawansowanych układów elektronicznych. O ile temat sztucznej inteligencji (akronim „AI”) przewijał się już w przestrzeni publicznej znacznie wcześniej, o tyle coraz silniejsze jego wskazanie jako kolejnego skoku technologicznego i cywilizacyjnego z realnym przełożeniem na ponadprzeciętne prognozy wzrostu sprzedaży i zysków jednego z wiodących producentów zaawansowanych układów elektronicznych, czyli spółki Nvidia Corporation, pociągnęło wycenę rynkową całego sektora mocno w górę. Z pewnością temat AI będzie przyciągał uwagę również dla podmiotów o wątpliwym modelu biznesowym, jednakże w przypadku producentów sprzętu lub firm już dokonujących zaawansowanych transformacji danych, mamy do czynienia z podmiotami o ugruntowanej pozycji finansowej, przed którymi uruchamiają się perspektywy dodatkowego ponadprzeciętnego wzrostu rynku sprzedażowego.

**Eurostoxx 600 – zagregowana marża operacyjna dla spółek z indeksu i różnica w cenach produkcji sprzedanej i konsumpcyjnych strefy euro.**



źródło: GUS, opracowanie własne

W odniesieniu do akcji europejskich opublikowane wyniki finansowe za I kw. były na poziomie zagregowanym dla szerokiego indeksu Stoxx Europe 600 nie tylko wyraźnie

wyższe od prognoz, ale także w ujęciu dynamicznym odnotowano dwucyfrowe tempo wzrostu licząc r/r. Dobra kondycja rynku pracy przejawiająca się niskiej stopie bezrobocia, wzrost wynagrodzeń i potwierdzona wzrostem nastrojów konsumentów jest bodźcem do podtrzymania pozytywnych szacunków. Tak więc ostatnie pogorszenie w wycenach rynkowych (wspomniany spadek indeksów zachodnioeuropejskich) można jedynie tłumaczyć pojawiającymi się wątpliwościami o przyszłe perspektywy, mimo że w dostępnych prognozach analitycznych nie ma na to jednoznacznego potwierdzenia. Np. silne osłabienie presji inflacyjnej w wielu gospodarkach zachodnioeuropejskich prezentowane we wskaźnikach cen produkcji sprzedanej producentów (PPI) sugeruje, że generowane wcześniej na bardzo wysokich poziomach marże operacyjne (ceny produktów rosły szybciej od kosztów wytworzenia) będą trudne w utrzymaniu, co może przełożyć się wprost na osłabienie zysków przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę inne parametry rynkowe, jak wycena giełd zachodnioeuropejskich (wskaźniki P/E dla indeksu Stoxx Europe 600), oczekiwana stopa wzrostu wycen wg prognoz lub porównanie potencjalnej dochodowości akcji z rentownościami głównych europejskich obligacji, akcje zachodnioeuropejskie wykazują wyższą atrakcyjność w porównaniu z innymi rynkami rozwiniętymi. Jednak na preferowanie tego regionu ponad inne naszym zdaniem byłoby przedwczesne ze względu na opóźnienie cyklu koniunkturalnego i monetarnego zacieśniania (stopy EBC będą jeszcze rosnąć) względem gospodarek anglosaskich. Zwracamy również uwagę na ostatnie osłabienie wskaźników PMI w sektorze wytwórczym, co również nakazuje ostrożność względem przyszłych perspektyw w tym dziale gospodarki. Znamienne są tutaj prognozy sektorowe dla branży surowcowej wykazujące oczekiwanie znacznego spadku zysków. Jeżeli więc popyt na materiały bazowe ma słabnąć to byłoby to wskazaniem na możliwe osłabienie również w branżach przetwarzających te surowce, czyli szeroko rozumianym przemyśle. W tej sytuacji przeciwwaga ze strony sektora usług, który wg chociażby badań PMI wykazuje lepsze szacunki, lub defensywnych spółek ochrony zdrowia (duży udział w indeksie Stoxx Europe 600) może okazać się niewystarczająca dla trwałego podtrzymania lepszych nastrojów.



W odniesieniu do akcji amerykańskich nastawienie umiarkowanie negatywne ma naszym zdaniem silne uzasadnienie w prognozowanym spadku tegorocznych zysków z jednej strony, i utrzymujących się podwyższonych wycenach (wskaźniki zarówno P/E oraz P/E forward dla indeksu S&P500) z drugiej. Umiarkowanie dobre nastroje w ostatnich tygodniach wspierały publikacje wyników finansowych, gdzie raportowany zysk za I kw. dla wielu spółek istotnie przekraczał wcześniejsze prognozy, jednakże dominowały spadki zysku r/r. Dodatkowo nadal są dokonywane rewizje w dół wcześniejszych prognoz dla kolejnych kwartałów oraz wyników całorocznych, wraz z niewielkimi korektami w dół prognozowanych przychodów, za to bardziej wyraźnymi obniżeniami prognoz w zakresie marż operacyjnych. Podobnie jak na rynku zachodnioeuropejskim niejako papierkiem lakmusowym sektora wytwórczego mogą być słabe prognozy dla spółek surowcowych.

Konsensus prognoz w serwisie Bloomberg zagregowanego zysku na akcję (EPS) spółek z indeksu S&P500 za 2023 r. zakłada tylko nieznaczny spadek względem roku 2022 (raptem 1-2%), jednakże w sytuacji i tak podwyższonych wycen, gdzie P/E dla indeksu S&P500 oscyluje wokół 20x (dla porównania dla Stoxx Europe 600 P/E 15x), perspektywa dalszego wzrostu notowań bez wzrostu zysków spółek wydaje nam się mało prawdopodobna. Z pewnością zainicjowany niedawno temat AI będzie prowokował do rewizji prognoz wyników spółek w górę, jednak w horyzoncie naszych rozważań (6-12 mies.) uważamy, że będzie to mieć znaczenie jedynie dla wąskiej grupy spółek, które już budowały i posiadają kompetencje dla tej działalności (hardware lub software). W przypadku szerszej grupy spółek adopcja czy komercjalizacja AI będzie wymagać odpowiednio dłuższego czasu. Dostrzegamy ostatnio lepsze zachowanie spółek growth, czyli też beneficjentów ostatnich wydarzeń wokół AI, jednak uważamy, że w środowisku utrzymujących się podwyższonych stóp procentowych oraz przesuwaniu dołka koniunkturalnego w USA bardziej w stronę 2024 r., bezpieczniejsze naszym zdaniem będą nadal spółki o mocnym bilansach, stabilnym majątku trwałym, silnej pozycji gotówkowej, czyli podmioty zaliczane do segmentu value i quality. (mb)

## Rynki wschodzące (EM)

- Problemy chińskiej gospodarki pogłębiają się
- Duże osłabienie eksportu Chin psuje sentyment wokół tamtejszych spółek
- Optymizm wobec sektora wysokich technologii widoczny jest także na rynkach wschodzących
- Indie zyskują na słabości gospodarki Państwa Środka

Maj przyniósł dalszą obniżkę szerokiego indeksu MSCI Emerging Markets i kontynuację relatywnej słabości rynków wschodzących w stosunku do rynków rozwiniętych. W tym kontekście szczególnie słabo poradziły sobie akcje chińskie, które (mierzone indeksem MSCI China) obsunęły się o 9%. Nie najlepiej zachowywały się także europejskie rynki wschodzące. Słabość walorów z krajów EM wpisała się w globalne pogorszenie sentymentu spowodowane obawami o techniczną wypłacalność Stanów Zjednoczonych i pogłębiającym się osłabieniem gospodarki chińskiej.

Spywające z Państwa Środka dane makroekonomiczne nadal nie napawają optymizmem. Opublikowane ostatnio odczyty dotyczące chińskiego bilansu handlowego potwierdzają spowolnienie zarówno w imporcie, jak i eksporcie, co odbija się na nie tylko na zyskach spółek z ChRL, ale także na globalnym rynku surowcowym i sektorze przemysłowym. W maju chiński eksport zmniejszył się o 7,5%, co było wynikiem wyraźnie niższym niż zakładał rynkowy konsensus. Spowolnienie gospodarcze rynków rozwiniętych (i związany z nim spadek globalnego popytu na chińskie dobra) sprawiło, że tamtejsza gospodarka będzie musiała polegać na lokalnym popycie ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Malejący import (odczyt majowy wskazał spadek o 4,5% w ujęciu rok do roku) odbije się natomiast przede wszystkim na cenach surowców, których Chiny są głównym konsumentem (np. ropa naftowa czy miedź). Nieznaczną poprawę sytuacji w przemyśle zwiastują ostatnie odczyty wskaźników PMI, które przekroczyły już poziom 50 pkt.

Euforia związana z rozwojem sztucznej inteligencji nie ominęła także spółek z azjatyckich rynków wschodzących. Mowa tu przede wszystkim o dwóch podmiotach będących głównymi producentami zaawansowanych mikrochipów, czyli o tajwańskim Taiwan Semiconductor

Manufacturing Company oraz o koreańskim Samsungu. Na fali optymizmu związanego z korzystnymi prognozami Nvidii, obie wymienione wyżej spółki podrożały w maju odpowiednio o 11% i 9%. Poprawę sytuacji sektora półprzewodników przewidywał już wcześniej Samsung, który liczy na wzrost zapotrzebowania na wysokie technologie w drugim półroczu bieżącego roku i pokonanie problemów wywołanych spadkiem popytu i wysokimi zapasami.

Kontynuując temat spółek IT, warto wspomnieć o **kolejnej odstonie konfliktu technologicznego między Chinami a USA**. Zgodnie z komunikatem chińskich władz, „z powodu poważnego zagrożenia bezpieczeństwa operatorzy krytycznej infrastruktury w Chinach powinni przestać kupować produkty firmy Micron Co.”. Omawiana spółka jest amerykańskim producentem komponentów takich jak kości pamięci RAM czy dyski SSD. Eksport do Chin w poprzednich latach generował ok. 10% przychodów Micron Technology. Mimo nieznacznego tąpnięcia akcji spółki na giełdzie w Nowym Jorku, inwestorzy szybko odrobili straty, a notowania wróciły do wzrostowego trendu.

W czerwcu nadal utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do akcji rynków Ameryki Łacińskiej, które niezmiennie charakteryzują się atrakcyjnymi wycenami i wysoką stopą dywidendy. Walory te mogą dodatkowo zyskiwać na fali negatywnego sentymentu wobec chińskich podmiotów, które wciąż borykają się z szeregiem problemów związanych ze spadkiem popytu i słabością gospodarki Państwa Środka.

Relatywnie wysokie koszty produkcji oraz napięte relacje ze Stanami Zjednoczonymi sprawiają, że firmy (m.in. Samsung czy Foxconn – główny producent telefonów dla Apple) **przenoszą produkcję z Chin do Indii**. Za inwestycją w Indiach przemawia szereg argumentów, takich jak wysokie prognozowane tempo wzrostu gospodarczego, korzystna struktura demograficzna i młode społeczeństwo, dobre stosunki międzynarodowe zarówno z krajami DM, jak i EM oraz niskie koszty produkcji. Ze względu jednak na relatywnie wysoki poziom korupcji, prorosyjskie nastawienie i nieatrakcyjne wyceny, **jak na razie nie widzimy podstaw do przeważania rynku indyjskiego w bieżącej alokacji aktywów**. (ab)

## Polska

- **W maju PMI dla przemysłu w Polsce wyraźnie wyprzedza odczyty strefy euro i Niemiec**
- **Symboliczna korekta kursu indeksów GPW**
- **Polska i rynki EM nadal tanio wyceniane**
- **Spadająca inflacja i słabnące momentum gospodarcze ryzykami dla wyników większości spółek**
- **Utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie dla akcji polskich ogółem**

W maju wskaźnik PMI w krajowym przemyśle, obrazujący sentyment sektora na najbliższe pół roku odnotował lekki wzrost do 47 (nadal utrzymując się w rejonach recesyjnych poniżej 50). Jednak krajowa gospodarka wyraźnie lepiej plasowała się na tle całej strefy euro (spadek do 44,8), a przede wszystkim Niemiec, których wskaźnik PMI spadał 4. miesiąc z rzędu do poziomu 43,2.

W maju główne indeksy GPW minimalnie skorygowały się, za sprawą dynamicznego cofnięcia z końca miesiąca dużych spółek skupionych w WIG20, co zostało zniwelowane już na początku czerwca (jednak majowy spadek wynosił na indeksach od -1,5% do -0,7%). Sentyment na krajowym parkiecie korespondował z tym dla indeksu akcji globalnych MSCI All Countries, który w maju zniżkował o 1,3%, oddając kwietniowy wzrost.

Korekcyjny sentyment na całym rynku w różnym stopniu przekładał się na sektory GPW. W minionym miesiącu inwestorzy najmocniej nagrodzili wzrostem kursu jedynie sektor gier (+4,8%) oraz nieruchomości (+2,8%). Na drugim biegunie rynkowego sentymentu znalazło się górnictwo (-11,7%), paliwa (-4,8%) oraz budownictwo (-2,8%). Zmiany sentymentu rynkowego nie przekładały się w prostej linii na zmiany oczekiwań odnośnie przyszłych 12-miesięcznych zysków dla tych sektorów. W ciągu miesiąca najmocniej w górę zrewidowano oczekiwane wyniki dla sektora energetycznego (+9,5%) (konsensusy Bloomberg). Drugie miejsce zajęły paliwa z rewizją do góry oczekiwanych wyników o +7,8%, a następnie banki (+3,2%). Na trzecim miejscu uplasował się sektor bankowy, dla którego konsensus rynkowy wskazuje na wzrost oczekiwanych wyników na najbliższe 12-miesiące o 3,2%.

Wśród głównych indeksów GPW, rewizje in plus oczekiwanych 12-miesięcznych wyników najmocniej dotknęły ponownie WIG20 (+4,3%), co rzutowało na WIG i jego rewizję oczekiwań na przyszłe wyniki o +3,3%. Dla spółek średnich skupionych w mWIG40, rewizja oczekiwanych wyników wyniosła -1,1%, natomiast neutralnie pod tym względem postrzegany był indeks małych spółek sWIG80, dla którego utrzymano oczekiwania z końca kwietnia.

Spoglądając przez pryzmat oczekiwanych wskaźników P/E, **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (5,6x) i jednocześnie razem z Turcją (4,4x) najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Warto zauważyć, że w podobnym miejscu znajdują się łącznie wszystkie rynki rozwijające się, a na historycznym wskaźniku P/E – rynki rozwijające się są tańsze niż Polska. Za względną słabość naszego rynku w dominującym stopniu wpływa wojna w Ukrainie i negatywne konsekwencje z tego płynące dla Polski, jako kraju sąsiadującego (m.in. ryzyka kraju przyfrontowego). Większość kluczowych sektorów GPW (poza IT) nadal utrzymuje swoją atrakcyjność przez

pryzmat oczekiwanego P/E (najtańsze są: paliwa, banki, energia, górnictwo, gry). Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie (i efekty zapowiadanej kontrofensywy ukraińskiej) oraz perspektywy dla inflacji, która od kilku miesięcy spowalnia.

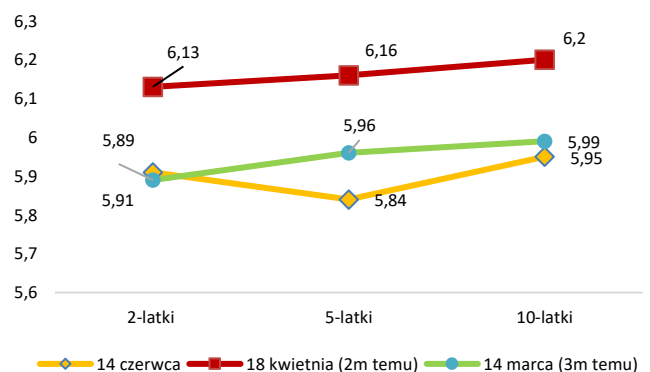
W marcu podwyższyliśmy nasze nastawienie (w horyzoncie 6-12 miesięcy) dla akcji polskich do poziomu umiarkowanie negatywnego (-1) i w dalszym ciągu uważamy, że jest to adekwatne pozycjonowanie w kontekście zbiorczego ryzyka oraz momentum gospodarczego. **Spadająca inflacja wraz ze słabnącą koniunkturą gospodarczą powinny w przypadku większości spółek negatywnie odbijać się na ich wynikach finansowych.** 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

- Ryzyko wzrostu rentowności długoterminowych obligacji skarbowych polskich (spadku cen) zmalało w naszej ocenie
- Cały czas atrakcyjnie obligacje korporacyjne emitentów o najwyższym standingu finansowym

Mając na względzie ostatni odczyt inflacyjny w Polsce za maj (CPI +13,0% vs. 13,4%, jak również silny kurs PLN, w średnim terminie (do końca roku), uważamy, że **ryzyko istotnego wzrostu rentowności (a spadku cen) polskich średnio- i długoterminowych obligacji skarbowych zmalało.** Stąd podwyższyliśmy dlań nasze nastawienie ze skrajnie do umiarkowanie negatywnego, zwłaszcza, że warunki cenowe są obecnie zbliżone do tego co było jeszcze kilka miesięcy temu przy znacznie wyższych bieżących odczytach inflacyjnych. W połowie czerwca polskie benchmarkowe obligacje skarbowe stałokuponowe wyceniane były z rentownością ok. 6 proc.

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

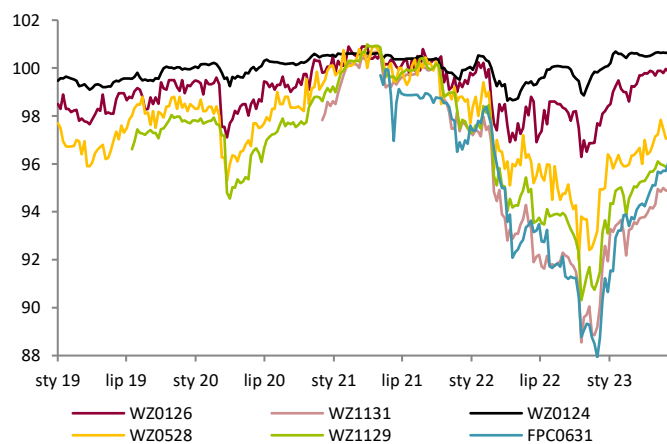


źródło: Bloomberg

Jednocześnie, w związku z realizacją już sporej części zakładanego scenariusza wzrostów cenowych od dołka w listopadzie, z **umiarkowanie pozytywnego do neutralnego obniżyliśmy nastawienie dla polskiego długu skarbowego**

krótkoterminowego i zmiennokuponowego. Ceny czyste (nieuwzględniające narosłych odsetek, co ułatwia porównania w czasie) najdalej zapadających obligacji jak np. covidowej FPC0631 (emitent BGK, zapadalność w czerwcu '31) wzrosły w tym czasie o ponad 10%. Jednocześnie **portfele obligacji zmiennokuponowych „pracują” obecnie cały czas najczęściej przy kuponie równym stopie WIBOR 6M** (w przypadku skarbowych WZ, bo w pozostałych przypadkach zawsze kupon powiększony jest o dodatkową marżę/ premię), **która od około roku stabilizuje się na poziomie ok. 7 proc.**

**Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmiennokuponowych skarbowych**



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

Nadal za atrakcyjne uznajemy premie zarówno polskich, jak i zagranicznych emitentów o wysokich standingach finansowych (IG – Investment Grade). (zo)

## Zagraniczne korporacyjne IG

W maju zagraniczny rynek obligacji korporacyjnych o najwyższych ratingach (IG – Investment Grade) mimo ujemnych stóp zwrotu zachował się lepiej od innych segmentów obligacyjnych. Ponadto z punktu widzenia krajowego inwestora segment ten daje nadal kilka punktów procentowych w skali roku zysku przy zabezpieczaniu portfela pomiędzy głównymi walutami, jak euro czy USD a polskim złotym, choć na skutek spadku różnicy pomiędzy stopami procentowymi banków centralnych w Polsce a zagranicą coraz mniej.

Spready zarówno w Europie jak i USA na głównych indeksach obligacji korporacyjnych IG w niewielkim stopniu, ale uległy zawężeniu. Nadal jednak, w dużej mierze przez segment finansowy, pozostają na wyższych poziomach w porównaniu do swoich średnich z ostatnich kilkunastu lat. Obecnie dużym problemem dla tego segmentu rynku jest atrakcyjność rentowności gotówki czyli krótkoterminowych (3 i 6- miesięcznych) bonów skarbowych w USA, które obecnie przekraczają 5% (dla porównania indeks rentowność benchmarku Bloomberg US Corporate IG wynosi obecnie 5,2%). Konsekwencją tego może być chęć poszukiwania przez inwestorów wyższych rentowności wśród emitentów o niższej jakości kredytowej (oczywiście do momentu, aż nie pojawią się ponownie obawy dotyczące recesji). Mimo niepewności **obligacje korporacyjne emitentów o ratingu inwestycyjnym nadal zapewniają w naszej ocenie atrakcyjne rentowności i bufor przed zmiennością rynku, a także pożądaną dywersyfikację geograficzną.** (dm)

## Surowce

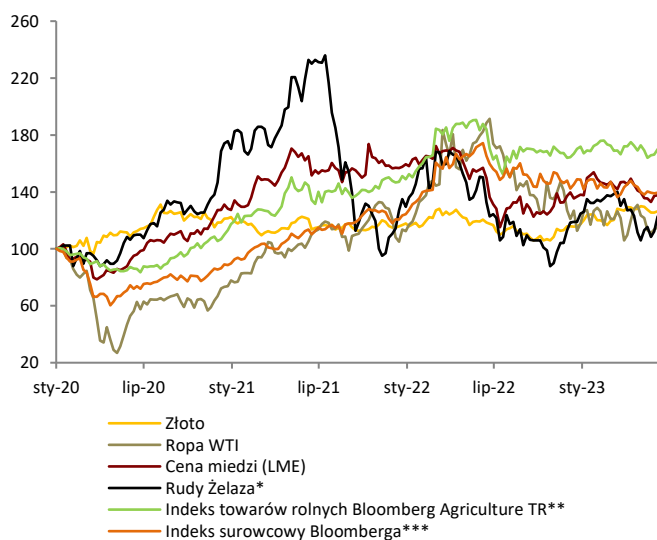
- W maju spadki cen na szerokim rynku surowcowym po rozczarowaniu skalą chińskiego ożywienia
- Kapitał spekulacyjny opuszczał rynek (z wyjątkiem złota), jednak popyt na dostawy fizyczne utrzymuje się
- Ponowny spadek zapasów ropy na świecie
- Prawdopodobny koniec cyklu podwyżek stóp w USA znacząco poprawia perspektywy dla złota

Maj był siódmym z rzędu spadkowym miesiącem na rynkach surowcowych, a agregujący zachowanie najważniejszych surowców Bloomberg Commodity Index oddał solidnie -6,1%. Na rynku utrzymywały się obawy o perspektywy gospodarcze dla państw zachodnich, a tempo pocovidowego ożywienia w Chinach rozczarowuje. W konsekwencji inwestorzy, szczególnie finansowi opuszczali rynek. Dotyczyło to zarówno tych którzy opierają swoje strategie na danych makroekonomicznych,



jak i tych stosujących strategię „momentum”, tj. grania z trendem. W Chinach – kraju, który konsumuje najwięcej surowców za wyjątkiem ropy indeks wyprzedzający koniunktury sektora przemysłowego PMI spadł z 51,9 do 49,2 (oczekiwano 51,4). I na tą chwilę ożywienie w Państwie Środka koncentruje się w sektorze usług – niegenerującym wysokiego popytu na surowce (podobne tendencje – lepsze zachowanie sektora usług aniżeli przemysłowego obserwowane są notabene w większości gospodarek na świecie). **Nastąpiła dalsza wyprzedaż fizycznych zapasów ropy i metali przemysłowych, związana w sporej mierze z rosnącym kosztem finansowym ich utrzymywania, a pozycja netto rynku terminowego na towarach przemysłowych jest obecnie najniższa od 2000 roku. Jednocześnie ilość otwartych pozycji na spadek na ropie jest najwyższa od pierwszego szczytu covidu. Warto podkreślić, iż tego typu skrajne spozycjonowanie rynku na spadki, czyni go podatnym na nagłe zwroty akcji w przypadku pozytywnych zaskoczeń ze strony danych makro.**

#### Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, \* 62% Australia offshore export price, \*\* 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, \*\*\* 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%

W nieco lepszych nastrojach rozpoczął się handel w czerwcu. Po porozumieniu dotyczącym podniesienia limitu zadłużenia w USA, dolar nieco osłabił się pomagając surowcom. Równocześnie władze chińskie zapowiedziały

wdrożenie kolejnych narzędzi mających stymulować rynek nieruchomości w Chinach, a Arabia Saudyjska jednostronnie zdecydowała się na obniżenie produkcji ropy w lipcu o 1 mln baryłek dziennie. Pozwoliło to na umiarkowane odbicie we wszystkich istotnych sektorach, jednak ogólne nastroje na rynku pozostają słabe. Podstawowym czynnikiem, który może to zmienić są silniejsze dane gospodarcze (szczególnie przemysłowe z Chin), co przy tak niewielkiej obecności byków na rynku mogłoby spowodować silniejszy zwrot w górę.

## Surowce energetyczne

Rynek surowców energetycznych w maju pozostawał bardzo słaby. Cena ropy Brent spadła o 8,6%, a WTI o ponad 11%. Pomimo, iż rynek oddał niemal cały wzrost, który nastąpił po odreagowaniu strachu spowodowanego minikryzysem bankowym, notowania nie spadły poniżej marcowych dołków i dwukrotnie obroniły ważne wsparcie techniczne w okolicach 70-72 USD/b (dla ropy Brent). Maj był miesiącem, w którym wiele instytucji rewidowało swoje prognozy cen ropy na najbliższe miesiące w dół na skutek słabszych niż oczekiwano danych gospodarczych z Chin, przy czym w większości przypadków pozostają one nadal wyższe, niż obecne ceny (np. Societe Generale mówi o 94USD/b dla ropy Brent w IV kw. br., a Goldman Sachs prognozuje 100 USD/b w perspektywie 12 miesięcy). W obliczu faktu, iż spekulanci osiągnęli najmniejszą długą ekspozycję na pięć najpłynniejszych kontraktów terminowych na ropę naftową i jej produkty pochodne od ponad dziesięciu lat, minister energii Arabii Saudyjskiej, książę Abdulaziz bin Salman, podjął decyzję o obniżeniu dziennej produkcji w tym kraju w lipcu o 1 milion baryłek dziennie, co jednak, póki co, zapobiegło jedynie pogłębianiu się spadków cen.

Równocześnie zapasy ropy na świecie w maju nadal spadały. W USA zapasy komercyjne w 4. tygodniu maja spadły o 2,7 proc., natomiast zapasy strategiczne ropy (SPR) są na poziomie sprzed 40 lat i poniżej 50% średniej z ostatnich dziesięciu lat, a przy uwalnianiu ich w dotychczasowym tempie wyczerpałyby się do zera w ciągu 20 miesięcy.

Warto pamiętać, iż podaż ropy na świecie jest bardzo nieelastyczna cenowo. Głównym producentem, który zwiększał wydobycie w ostatnich 2 dekadach było USA,

gdzie możliwości dalszego rozwoju branży są ograniczone, a OPEC nie akceptuje cen na obecnym poziomie i nie zwiększy wydobycia bez ich wzrostu. Równocześnie kartel podwyższył prognozę popytu na ropę w Chinach na 2023 r., i jego obecne oczekiwania dotyczące wzrostu globalnego popytu to 2,33 mln b/d. Dodatkowo w połowie maja amerykańska sekretarz ds. energii Jennifer Granholm zapowiedziała, że rząd zamierza kupić ropę, aby uzupełnić rezerwy strategiczne po zakończeniu ich uwalniania w czerwcu. **W związku z tym uważamy, iż rynek zdyskontował spowolnienie gospodarcze na świecie, a na ewentualne lepsze dane z Chin będzie reagował bardzo optymistycznie. Dlatego utrzymujemy swoje optymistyczne nastawienie do surowców energetycznych.**

## Złoto

Po ustanowieniu lokalnych szczytów na początku maja metale szlachetne zaliczyły korektę i finalnie ich ceny nieco obniżyły się na przestrzeni całego miesiąca (złoto -1,4%, srebro -6,3%). Głównym powodem spadku był umacniający się dolar i nieznaczny wzrost rentowności długu amerykańskiego, w obliczu obaw związanych z limitem zadłużenia USA. Rozwiązanie tego problemu zaowocowało niemal natychmiast końcem korekty cen. Maj był też 3. z rzędu miesiącem napływów środków do ETF-ów na złoto, co historycznie miało pozytywny wpływ na ceny kruszcu, jednak wygląda na to, że do kontynuacji wzrostów i pokonania szczytów potrzebny jest obecnie jakiś katalizator, a jednym z prawdopodobnych jest korekta rynku akcji wynikająca z obaw o koniunkturę gospodarczą. **Niewątpliwie krótkoterminowy kierunek złota wytyczać będą przepływy finansowe od inwestorów, kurs dolara oraz zmiany amerykańskich krótkoterminowych stóp i rentowności obligacji, dlatego też wychodząc z założenia, że polityka monetarna nie będzie tak mocno wspierała dolara, jesteśmy optymistycznie nastawieni do inwestycji w złoto.**

## Metale przemysłowe

Słabsza niż przewidywano prognoza PMI dla Chin: spadek z 51,9 do 49,2 pkt. (oczekiwano 51,4), deflacja cen producentów (wskaźnik PPI) za kwiecień (wysoko skorelowana historycznie z tempem PKB) i niższe kwietniowe wolumeny nowych kredytów, przyczyniły się do mocnego spadku cen metali przemysłowych w maju

(miedź -6%, aluminium -3,4%, nikiel -15,3%, cynk -15,5%). Pomimo niskich zapasów i oczekiwań gwałtownego wzrostu długoterminowego popytu na metale, ceny pozostają pod dominującym wpływem słabej aktywności gospodarczej i rozczarowujących chińskich wskaźników gospodarczych. Warto jednak pamiętać, że brak ożywienia, a nawet słabszy niż oczekiwano początek szczytowego sezonu budowlanego w Chinach, nie jest recesją, szczególnie w kontekście doniesień z pierwszych dni czerwca mówiących o tym, że rząd Chin opracowuje nowe środki na rzecz wsparcia rynku nieruchomości. Poza tym, jak dotąd w tym roku popyt fizyczny na metale kolorowe w Chinach był dość silny miedź (+5% r/r ytd) i aluminium (+5% r/r ytd), (słabszy dla stali (-7% r/r ytd), a zapasy miedzi i aluminium bardzo blisko historycznych minimów, z tym, że jak dotąd siła popytu nie przekładała się na siłę importu. Koncentrując się na bieżącej koniunkturze, rynek patrzy na metale bardzo krótkowzrocznie, ignorując niskie zapasy i niemal pewny potężny wzrost zapotrzebowania na nie w kolejnych latach, wynikający z przemian gospodarczych w kierunku gospodarki bezemisyjnej. **W dłuższej perspektywie pozostajemy optymistycznie nastawieni do sektora, natomiast w horyzoncie 6-12 miesięcy, prezentujemy stanowisko bardziej neutralne, choć dostrzegamy fakt, że skrajnie pesymistyczne nastawienie inwestorów i znikoma obecność grających na wzrost cen, niesie za sobą ryzyko pozytywnych zaskoczeń, w przypadku lepszych danych makro.**

## Towary rolne

W obszarze surowców rolnych w maju również przeważały spadki. Taniała pszenica (-4,1%) i soja (-8,4%), nieco drożała kukurydza (+1,5%). Czynnikiem wartym uwagi, a mogącym wpłynąć na wzrost cen, jest niewątpliwie niedobór opadów na terenie USA i zachodniej Europy, który zaczyna nosić miejscami już znamiona suszy. Jednak naprawdę ważne informacje napłynęły w ostatnich dniach z Ukrainy. Po pierwsze „Umowa zbożowa” Rosji i Ukrainy powoli staje się fikcją. W dniach 30–31 maja Rosjanie przepuścili przez korytarz zbożowy tylko jeden statek, a 1 czerwca — żadnego. Jak tłumaczą, oczekują preferencji dla własnego eksportu nawozów i zbóż. Natomiast niebagatelną rolę dla spadku podaży może mieć zniszczenie zapory na Zbiorniku Kachowskim. Ten rezerwar służy do nawadniania kilkuset tysięcy hektarów,

na których wg wstępnych szacunków uprawia się corocznie nawet 4-5 milionów ton zbóż. Na wiarygodne szacunki wpływu tego wydarzenia na efektywność produkcji przyjdzie jeszcze poczekać, jednak niewątpliwie spowoduje ono znaczący uszczerbek dla ukraińskiej produkcji rolnej.

Obecnie pozostajemy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do sektora surowców, choć słabsze niż oczekiwano ożywienie w Chinach, studziło optymizm towarzyszący informacjom o otwieraniu gospodarki z początku roku. Nadal zakładamy umiarkowane spowolnienie w gospodarkach zachodnich i rosnący popyt z Chin, co obliczu bardzo niskich zapasów metali i ropy

może wyrzucić silną presję na ich ceny w sytuacji pojawienia się optymistyczniejszych danych. 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 jednak nadal na w miarę pozytywny obraz sektora towarowego, 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>Maj</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%	2,8%	2,4%	-1,0%	26,9%	27,0%
MSCI World	USD	-1,2%	3,2%	2,9%	0,3%	30,4%	33,8%
MSCI Emerging Markets	USD	-1,9%	-0,6%	-1,4%	-11,1%	3,0%	-14,5%
MSCI EM Asia	USD	-1,2%	-0,3%	-0,3%	-10,2%	3,1%	-10,9%
MSCI EM Latin America	USD	-1,4%	0,6%	-1,6%	-10,8%	23,9%	-14,1%
MSCI EM Europe	USD	-4,5%	4,2%	16,7%	4,6%	-76,1%	-78,0%
MSCI Poland	PLN	-1,5%	1,6%	8,5%	0,9%	1,4%	-21,9%
MSCI Frontier Markets	USD	-1,5%	-1,0%	-0,7%	-13,1%	0,8%	-17,3%
S&P500 - USA	USD	0,2%	5,3%	2,4%	1,2%	37,3%	54,5%
Russell 2000	USD	-1,1%	-7,8%	-7,3%	-6,1%	25,5%	7,1%
MSCI Europe	EUR	-3,2%	-1,8%	2,7%	2,4%	30,2%	17,5%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-3,2%	-2,0%	2,7%	1,9%	28,9%	17,9%
DAX - Niemcy	EUR	-1,6%	1,9%	8,8%	8,9%	35,2%	24,3%
CAC40 - Francja	EUR	-5,2%	-2,3%	5,3%	9,7%	51,2%	31,5%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-2,1%	-3,7%	8,2%	2,2%	27,5%	-4,4%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-3,8%	-5,2%	5,9%	6,3%	43,2%	19,6%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-5,4%	-5,5%	-1,7%	-2,1%	22,5%	-3,0%
FTSE Nordic 30	SEK	-0,6%	3,0%	7,6%	15,9%	54,6%	67,3%
Nikkei - Japonia	JPY	7,0%	12,5%	10,4%	13,2%	41,2%	39,1%
TOPIX - Japonia	JPY	3,6%	6,9%	7,3%	11,4%	36,3%	21,9%
MSCI China	HKD	-9,0%	-9,8%	-4,4%	-16,8%	-27,4%	-36,7%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-8,3%	-7,8%	-2,0%	-14,9%	-20,6%	-40,2%
Kospi - Korea Pld.	KRW	3,0%	6,8%	4,2%	-4,1%	27,0%	6,4%
SENSEX - Indie	INR	2,5%	6,2%	-0,8%	12,7%	93,1%	77,3%
XU100 - Turcja	TRY	5,8%	-6,7%	-1,8%	91,9%	363,1%	385,5%
BOVESPA - Brazylia	BRL	3,7%	3,2%	-3,7%	-2,7%	23,9%	41,1%
WIG	PLN	-1,1%	3,5%	11,1%	8,5%	29,4%	8,7%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</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	-2,5%	-5,0%	-2,3%	-5,9%	26,5%	7,6%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-1,0%	4,0%	3,3%	0,0%	28,1%	30,4%
WIG20	PLN	-1,5%	2,5%	9,1%	2,8%	10,0%	-12,2%
WIG20 total return	PLN	-1,5%	2,5%	9,1%	5,9%	16,7%	-1,7%
mWIG40	PLN	-1,1%	2,9%	10,7%	4,6%	35,4%	1,1%
sWIG80	PLN	-0,7%	7,2%	18,4%	15,5%	68,8%	54,1%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	-4,3%	1,9%	-4,3%	-1,6%	17,6%	48,0%
MSCI World Energy	USD	-10,5%	-9,0%	-14,4%	-12,7%	74,5%	-5,9%
MSCI World Financials	USD	-5,0%	-10,3%	-7,1%	-7,9%	34,5%	4,2%
MSCI World Metals&Mining	USD	-9,6%	-10,7%	-9,4%	-17,1%	34,1%	14,5%
MSCI World Industrials	USD	-3,0%	-0,9%	1,7%	4,8%	33,6%	21,4%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-0,3%	3,4%	5,8%	1,4%	25,8%	35,4%
MSCI World Consumer Staples	USD	-6,8%	1,1%	-2,2%	-1,0%	15,4%	24,8%
MSCI World IT	USD	8,0%	18,6%	19,9%	15,2%	55,9%	112,3%
Nasdaq	USD	5,8%	12,9%	12,8%	7,1%	36,3%	73,8%
Nasdaq100	USD	7,6%	18,4%	18,5%	12,8%	49,2%	104,6%
Philadelphia SE Semiconductor	USD	15,3%	16,7%	22,2%	11,4%	86,4%	150,4%
S&P Global Clean Energy	USD	-2,2%	-5,2%	-12,9%	-8,2%	53,9%	88,7%
Eurostoxx Banks	EUR	-5,0%	-16,8%	3,7%	7,2%	71,2%	-10,8%
WIG-Games	PLN	4,8%	-3,1%	3,9%	24,7%	-42,5%	
WIG-Energia	PLN	-2,2%	0,0%	5,1%	-25,3%	45,9%	-12,4%
WIG-Banki	PLN	-0,4%	4,9%	13,3%	11,6%	74,9%	-5,8%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Maj</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	2,3%	10,9%	11,9%	8,1%	32,1%	57,7%
MSCI World Value	USD	-5,0%	-4,4%	-5,7%	-7,2%	26,0%	9,5%



<b>SUROWCE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-9,2%	-11,3%	-14,9%	-23,5%	52,5%	14,2%
Miedź	USD	-6,0%	-11,2%	-2,5%	-15,3%	49,9%	18,7%
Aluminium	USD	-3,4%	-1,8%	-6,6%	-17,1%	49,8%	-0,1%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-4,2%	-4,8%	-4,2%	-12,4%	90,7%	38,5%
Rudy żelaza	USD	-9,5%	-16,4%	12,7%	-21,3%	13,5%	59,3%
Węgiel koksujący	CNY	-12,2%	-35,1%	-26,7%			
Złoto	USD	-1,4%	7,4%	11,0%	6,8%	13,4%	51,2%
Srebro	USD	-6,3%	12,3%	5,8%	9,0%	31,5%	43,0%
Bloomberg Commodity Index	USD	-6,1%	-7,7%	-15,6%	-25,4%	54,2%	8,0%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-2,2%	1,5%	1,6%	-5,7%	-17,1%	-10,3%
USD Korporacyjne IG	USD	-1,4%	2,1%	2,3%	-1,7%	-8,6%	8,1%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,2%	1,9%	0,8%	-2,9%	-7,5%	-4,8%
USD azjatyckie IG	USD	-0,4%	2,3%	3,8%	0,4%	-3,9%	11,6%
USD Korporacyjne HY	USD	-0,9%	1,1%	3,0%	0,0%	9,0%	16,5%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,9%	1,0%	3,4%	0,9%	6,5%	7,4%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-1,4%	1,3%	4,6%	-0,9%	0,5%	5,1%
EM skarbowe w USD	USD	-0,8%	0,7%	1,6%	-1,7%	-9,6%	-2,3%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,2%	3,4%	6,4%	10,1%	-9,8%	2,5%
<b>POZOSTALE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-3,0%	1,1%	2,7%	-0,4%	-3,7%	-8,6%
EUR/PLN	PLN	-1,3%	-3,8%	-3,1%	-1,2%	1,8%	4,9%
CHF/PLN	PLN	-0,1%	-1,5%	-2,0%	4,5%	11,6%	24,2%
USD/PLN	PLN	1,8%	-4,8%	-5,6%	-0,8%	5,7%	14,7%
USD/JPY	JPY	2,2%	2,3%	0,9%	8,3%	29,2%	28,0%
Bloomberg USD Index	USD	1,6%	-0,7%	-1,9%	1,6%	1,5%	6,4%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,9%	0,4%	2,4%	-1,9%	6,4%	0,0%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-2,0%	-1,3%	-1,0%	-6,3%	-9,1%	-25,2%
Europe REITS	EUR	-7,3%	-14,0%	-4,5%	-22,3%	-0,9%	-37,1%
US REIT's	USD	-3,2%	-5,7%	-6,7%	-15,5%	13,8%	2,8%
Bitcoin	USD	-7,6%	17,2%	58,5%	-14,7%	185,3%	259,7%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	4,6%	20,4%	20,1%	19,8%	127,1%	297,0%
Amazon	USD	14,3%	28,0%	24,9%	0,3%	-1,3%	48,0%
Alphabet (Google)	USD	14,5%	36,4%	21,7%	8,0%	71,4%	123,4%
Microsoft	USD	7,1%	31,9%	29,3%	22,0%	84,2%	251,3%
Meta Platforms (Facebook)	USD	10,2%	51,3%	124,1%	36,7%	17,6%	38,0%
Nvidia	USD	36,3%	63,0%	123,6%	102,8%	327,6%	505,6%
Tesla	USD	24,1%	-0,9%	4,7%	-19,3%	266,3%	974,3%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	-5,6%	-4,6%	-2,5%	-20,0%	-7,9%	11,5%
Roche	CHF	2,8%	10,0%	-2,9%	-8,4%	-5,0%	59,5%
ASML	EUR	17,1%	15,3%	20,3%	26,6%	135,4%	320,6%
Nestle	CHF	-5,8%	4,4%	-1,5%	-5,4%	11,9%	64,5%
Novartis	CHF	-4,4%	14,6%	8,6%	4,6%	18,4%	63,3%
Novo Nordisk	DKK	-0,7%	12,9%	27,3%	47,3%	168,9%	306,8%
L'Oreal	EUR	-7,8%	7,9%	14,0%	23,2%	60,7%	107,9%
LVMH	EUR	-6,6%	4,0%	12,0%	38,3%	127,6%	194,4%
Astrazeneca	GBp	-0,7%	7,2%	5,9%	13,9%	46,1%	144,9%
SAP	EUR	1,0%	15,3%	17,1%	33,1%	12,8%	38,4%
Sanofi	EUR	-1,6%	10,7%	13,8%	-1,0%	21,4%	74,9%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	11,2%	9,8%	15,2%	1,9%	103,5%	191,1%
Tencent Holding	HKD	-9,2%	-9,0%	14,7%	-9,1%	-16,7%	-13,9%
Alibaba	USD	-6,1%	-9,4%	-9,1%	-17,2%	-61,6%	-59,8%
Samsung Electronics	KRW	9,0%	18,5%	16,2%	8,6%	53,5%	63,1%

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