



**ALIOR  
BANK**

Biurow Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# LETNI SEZON WYPRZEDAŻY

**-40%  
akcje**

**-20%  
obligacje**

**-10%  
surowce**

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

# Lista autorów

## **Jarosław Przybył**

*Menedżer Zespołu Analiz i Doradztwa  
Makler Papierów Wartościowych*

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz  
Makler Papierów Wartościowych*

## **Jakub Szczepaniec**

*Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych  
Dział Analiz Makroekonomicznych*

## **Marcin Brendota**

*Ekspert ds. Analiz  
Doradca Inwestycyjny*

## **Adam Dudoń**

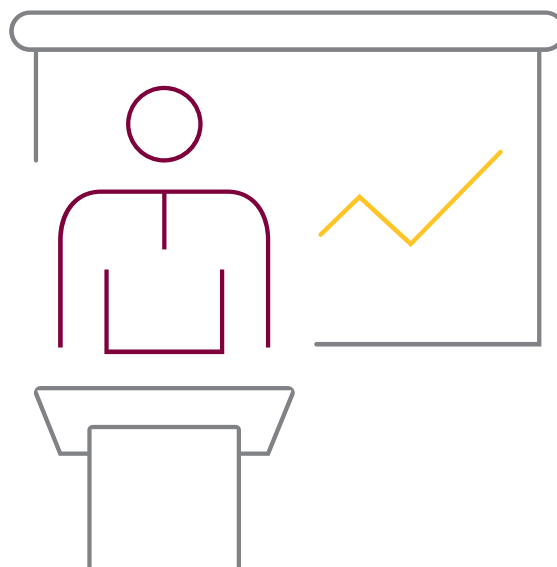
*Ekspert ds. Analiz  
Doradca Inwestycyjny*

## **Tomasz Kolarz**

*Ekspert ds. Data Science*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych  
Makler Papierów Wartościowych*



**12 lipca 2022 r.**

# Spis treści

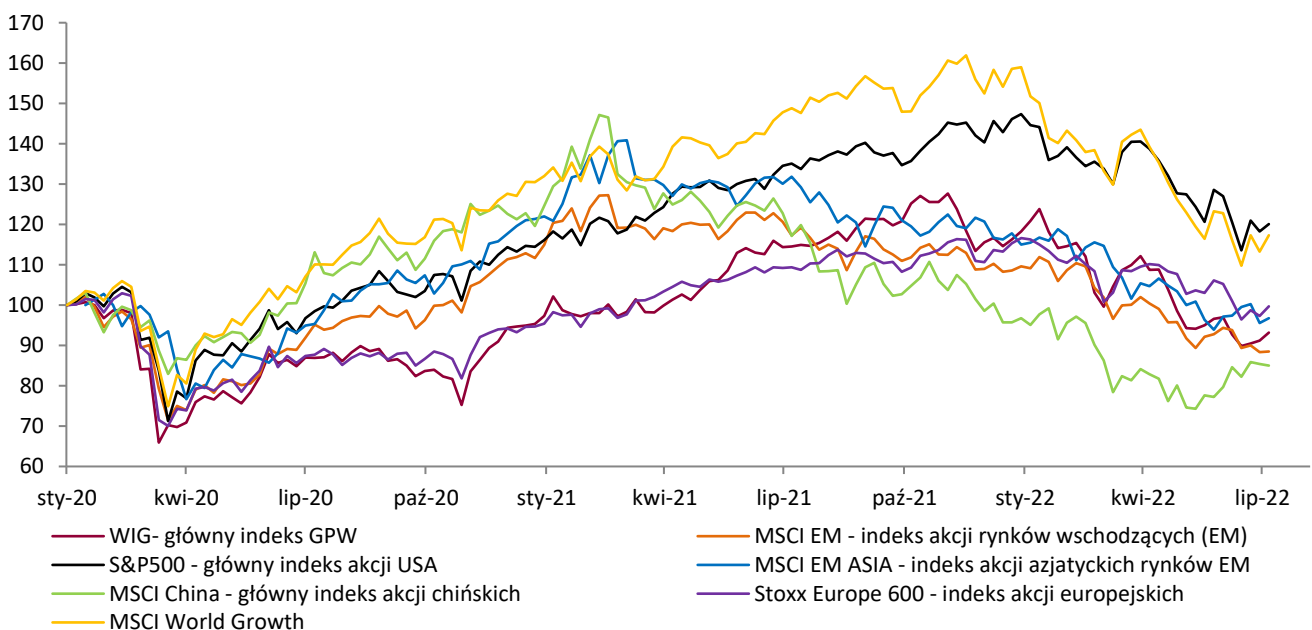
<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>6</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	6
Rynki wschodzące (EM).....	7
Polska .....	8
<b>Obligacje</b> .....	<b>10</b>
Polskie .....	10
Zagraniczne .....	11
<b>Surowce</b> .....	<b>12</b>
Surowce energetyczne .....	13
Złoto .....	13
Metale przemysłowe.....	14
Towary rolne.....	14
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	15
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>17</b>



# Wstęp

- Gospodarka polska i globalna zaczynają ostro hamować w konsekwencji wysokiej inflacji, kryzysu energetycznego, wojny w Ukrainie, a także podwyżek stóp procentowych.
- Pojawia się coraz większa pokusa „złapania spadającego noża” i większe dowożenie w portfelu chociażby głównego amerykańskiego indeksu S&P500, który spadł już od szczytu 25%. Naszym zdaniem jednak to jeszcze nie ten moment. Nadal widzimy ryzyko spadku marż i co za tym idzie, rozczarowania w obszarze zysków spółek.
- Korektę na akcjach z Ameryki łącińskiej traktujemy jako okazję do zajmowania pozycji na tym rynku. Nadal przeważamy ten rynek w naszych portfelach. Jest tani, z wysoką stopą dywidendy, dobrą ekspozycją na rynki surowcowe i co ważne - daleko od zawirowań geopolitycznych.
- Polski rynek akcji jednym z najtańszych na świecie. Nie bez powodu można powiedzieć, że lista zagrożeń jest długa. Z drugiej strony wiele złych informacji powinno już znajdować się w wycenach, zyski spółek były rewidowane w górę a premia za ryzyko jest wysoka. Naszym zdaniem nie jest to moment na porzucenie polskiego rynku akcji, ale nie jest to też moment, żeby go śmieiej dowożać. Pozostawiamy neutralne nastawienie.
- Rentowności obligacji skarbowych znajdują się na wieloletnich maksimach. My nadal preferujemy tzw. krótki koniec krzywej rentowności, czyli głównie obligacje skarbowe zmiennokuponowe (indeksowane WIBOR-em) oraz wysokiej jakości polskich emitentów korporacyjnych. Doceniamy stosunkowo wysoki kupon oraz możliwość zakupu tych obligacji z dyskontem, co zwiększa rentowność. Nadal nie dowożamy obligacji skarbowych stałokuponowych. To nie jest tak, że wyjątkowo nie podobają nam się poziomy rentowności, po prostu obligacje zmiennokuponowe oferują lepszy stosunek zysku do ryzyka.
- Spadki na rynku surowcowym traktujemy jako korektę trendu wzrostowego. Naszym zdaniem długoterminowy rynek byka nie jest zagrożony. Cykle na rynku surowcowym nigdy nie były tak krótkie a załogłości w obszarze inwestycji w nowe moce wydobywcze nie da się szybko nadrobić. (jp)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

# Opis sytuacji gospodarczej

- **Stopy procentowe w USA i strefie euro wzrosną**
- **Sygnaly szybkiego hamowania rozgrzanej koniunktury w krajowym przemyśle**
- **NBP redukuje tempo podwyżek stóp**

Czerwcowe wskaźniki koniunktury PMI dla USA i strefy euro pokazały **wyraźne hamowanie postpandemicznego ożywienia gospodarczego**. Jego przyczyna leży po stronie **wysokiej inflacji, kryzysu energetycznego, wojny w Ukrainie, a także podwyżek stóp procentowych** prowadzonych przez amerykański bank centralny (Fed) oraz zapowiadanych przez Europejski Bank Centralny (EBC). Po drugiej stronie barykady pod kątem zmian we indeksach PMI stanęły w czerwcu Chiny, ale to na razie oznacza jedynie pierwszy krok w odbudowie po załamaniu gospodarki obserwowanym w okresie marzec-maj, po znacznym nasileniu epidemicznych restrykcji.

Sygnaly szybkiego hamowania koniunktury w USA (jak np.: słabe czerwcowe wskaźniki wyprzedzające, znaczne chłodzenie rynku nieruchomości mieszkaniowych) jak dotąd nie zmieniły nastawienia Fed w kwestii stóp procentowych. Prezes banku podtrzymuje, że priorytetem dla niego jest walka z inflacją. Ta natomiast nie zwalnia tempa i w maju inflacja konsumencka (CPI) wzrosła do 8,6% r/r z 8,3% r/r w kwietniu, ustanawiając nowe wieloletnie maksimum. W odpowiedzi Fed przyspieszył podwyżki stóp i po ruchu +50 p.b. w maju, w czerwcu zdecydował się na +75 p.b. Tym samym stopa Fed wzrosła do przedpandemicznego poziomu (1,50-1,75%). W kolejnych miesiącach można się spodziewać kolejnych podwyżek stóp, w tym w lipcu o 75 p.b. **Oczekiwania rynkowe, mierzone wycenami instrumentów pochodnych, sugerują, że na koniec roku stopa Fed znajdzie się powyżej 3%, a więc najwyżej od 2008 r.**

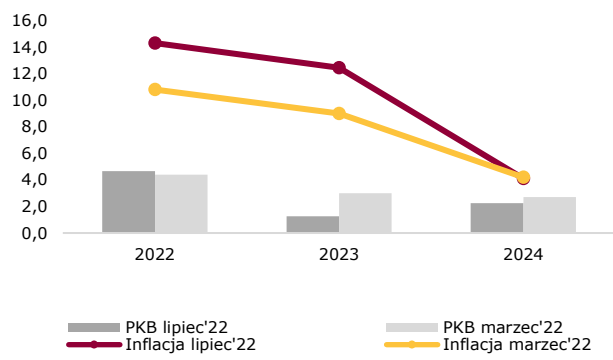
**W gorszej sytuacji niż amerykański Fed jest EBC.** Z jednej strony trwa próba przebiegunowania w sektorze

energetycznym UE (zielona transformacja, utrudniona możliwym odcięciem od rosyjskiego gazu), która ma swoje istotne skutki uboczne w postaci wysokich kosztów dla przemysłu, spowolnienia gospodarczego oraz znacznej inflacji. Na ceny energii (czy też żywności) wpływ polityki monetarnej banku jest umiarkowany. Tym niemniej **EBC, nie chcąc stracić wiarygodności, musi zaważać z inflacją, która w czerwcu przekroczyła 8% r/r.** Zadanie dodatkowo utrudnia perspektywa zbyt mocnego wzrostu rentowności obligacji państw południa, borykających się z wysokim zadłużeniem od wielu lat. **EBC będzie próbował balansować pomiędzy umiarkowanymi podwyżkami stóp procentowych, a wdrażaniem instrumentów, które ograniczą ryzyko kredytowe państw południa.**

Chińska gospodarka została osłabiona epizodem marcowo-majowej walki z C-19, prowadzonej za pomocą znacznych restrykcji. Przy osłabionym popycie krajowych konsumentów władze centralne zapowiedziały stymulację poprzez dodatkowe inwestycje samorządowe finansowane z emisji długu (1,5 bln CNY, ok. 1,3% PKB). W ostatnim czasie obostrzenia były luzowane i to od razu widać było w aktywności biznesu. Czerwcowy PMI przemysłu pokazał wzrost z 48,1 do 51,7, a dla sektora usług wzrósł z 41,4 do 54,5. Z sektora przemysłu dochodzą sygnały rozładowywania się zatorów w logistyce oraz słabnącej presji cenowej w wyrobach gotowych. Producenci nadal notują rosnące koszty, ale ceny produktów są obniżane w celu zaważenia o słabnący popyt. W takim otoczeniu firmy przemysłowe ostrożnie podchodzą do przyszłości, co wyraża się m.in. w braku zwiększania zatrudnienia. **Wnioski? Jeśli Chinom uda się nie wracać do lockdownów, przy hamującym popycie zewnętrznym na dobra**

trwałe, pojawi się szansa na redukcję globalnych presji inflacyjnych w tym obszarze.

#### Polska – inflacja CPI i PKB wg dwóch ostatnich projekcji DAE NBP (lipcowej i marcowej)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

Schłodzenie silnego ożywienia w krajowej gospodarce nadchodzi wielkimi krokami. Potwierdza to m.in. czerwcowy, bardzo słaby, indeks wyprzedzający PMI przemysłu, który obniżył się z 48,5 do 44,4 pkt., poziomu najniższego od II kw. 2020. Sektor przemysłowy był motorem napędowym wzrostu gospodarczego w ub. roku. Jednocześnie koniunktura w tym obszarze, wspierana globalnym nasileniem popytu na dobra

trwałe w okresie silnych restrykcji epidemicznych, znacznie przebijała długoterminowe trendy. Teraz czas na hamowanie.

Składową chłodzenia krajowej gospodarki jest również nadmierny wzrost inflacji oraz odpowiedź banku centralnego (NBP), który podnosi stopy procentowe właśnie aby obniżyć krajowy popyt, a co za tym idzie wzrost cen. W czerwcu inflacja CPI wciąż rola (do 15,6% r/r, najwyższego poziomu od 1996 r.). Pomimo to RPP spowolniła tempo podwyżek stóp procentowych, które wzrosły w lipcu o 50 p.b. (stopa główna do 6,5%). Zakładamy, że decyzja ta jest głównie pokłosiem sygnałów szybkiego spowolnienia gospodarki. NBP w swojej najnowszej projekcji oczekuje tempa wzrostu PKB w '23 na poziomie ok. 1,3% (wobec 3% w ostatniej projekcji marcowej). Jednocześnie wg prognoz inflacja ma utrzymać dwucyfrową dynamikę jeszcze w '23 (ok. 12,5%) i dopiero w '24 obniżyć się znacząco (do ok. 4,1%). Zakładamy, że cykl podwyżek stóp procentowych NBP zmierza ku końcowi, ale jeszcze nie został domknięty. Spodziewamy się dalszego wzrostu stóp NBP, w tym głównej do 7,5%. (js)

## Akcje

### Rynki rozwinięte (DM)

- Podwyżki stóp mogą być bardziej bolesne dla rynków niż w poprzednich cyklach podwyżek
- Wskaźniki koniunktury oraz zaufania konsumentów spadają, stwarzając ryzyko skurczenia wyśrubowanych marż operacyjnych przedsiębiorstw
- Podtrzymujemy nastawienie umiarkowane negatywne dla akcji amerykańskich i europejskich

W czerwcu główne rynki rozwinięte notowały kolejny miesiąc spadkowy, indeks MSCI World spadł o blisko 9%, a w całym II kw. o ponad 16%. Wyraźnie słabsze nastroje mają swoje podłoże przede wszystkim w obawie o spowolnienie gospodarcze oraz utrzymującą się presję inflacyjną. Względem tego nadal odpowiadamy się za utrzymaniem umiarkowanie negatywnego nastawienia

do akcji rynków rozwiniętych bez preferencji regionalnych Europa vs. Stany Zjednoczone. Natomiast w zakresie tzw. stylów inwestycyjnych, uważamy, że wyższą wartość do portfeli inwestycyjnych wniosą akcje spółek o umiarkowanych wycenach, stabilnych bilansach, silnej pozycji gotówkowej, pozwalającej na prowadzenie aktywnej polityki dywidendowej oraz bardziej przewidywalnych zmianach sprzedaży i zysków.

Walka z inflacją, która w wielu największych gospodarkach jest najwyższa od dziesięcioleci, rodzi ryzyko bardziej „twardego” lądowania gospodarki niż zyczyliby to sobie decydenci. Należy tutaj nadmienić, że bieżące odczyty inflacyjne w Stanach Zjednoczonych lub strefie euro to nie tylko wpływ czynników zewnętrznych w postaci rosnących cen surowców bazowych (surowce

energetyczne, metale, żywność, drewno), ale też prowadzonej w ostatnich latach bardzo luźnej polityki pieniężnej i fiskalnej. W związku z tym chcąc zatrzymać globalny wzrost cen ten proces musi ulec odwróceniu. O ile w poprzednich latach w Stanach Zjednoczonych cyklowi podwyżek stóp paradoksalnie towarzyszyły wzrosty cen akcji, o tyle teraz obawiamy się, że reakcje rynków będą bardziej negatywne. **Wcześniej podwyżki stóp miały charakter w dużej mierze prewencyjny przed rosnącą presją inflacyjną, natomiast teraz bardziej przypominają „gaszenie pożaru”.** W strefie euro kroki są znacznie bardziej ostrożne, można odnieść wrażenie, że przedstawiciele ECB liczą, że wygasną zewnętrzne czynniki inflacyjne w związku z czym bez drastycznych zmian w polityce pieniężnej presja inflacyjna będzie maleć.

**W I kw. gwałtownie rosnąca inflacja sprzyjała wynikom przedsiębiorstw, które niejednokrotnie notowały zyski na historycznych maksimach** i to zarówno dla akcji amerykańskich jak i europejskich. Marże operacyjne zagregowane na poziomie głównych indeksów giełdowych osiągały również historycznie wysokie poziomy, co oznacza, że ceny produktów gotowych rosną szybciej niż koszty wytworzenia. Rodzą się jednak wątpliwości, czy taki wynik jest do utrzymania w kolejnych kwartałach. **Biorąc pod uwagę spadające ostatnio wskaźniki PMI obrazujące oczekiwaną koniunkturę w sektorze wytwórczym oraz wskaźniki zaufania konsumentów ryzyko skurczenia marż jest bardzo wysokie.** W związku z tym prognozy tegorocznego zysku na akcję, które dla indeksu S&P500 zakładają ponad 18% wzrost r/r oraz ponad 20% dla indeksu Stoxx Europe 600 (prognozy wg. serwisu Bloomberg) mogą również zostać niezrealizowane. Niewykluczone, że pierwsze sygnały ostrzegawcze pojawią się już w wynikach za II lub III kw. Dlatego **obecnego spadku wycen nie traktujemy jako wzrostu atrakcyjności tychże rynków** i na dziś perspektywy zmian w naszym bieżącym nastawieniu raczej kierują się w stronę dalszego obniżenia, niż podwyższenia.

Zakres ostatniego spadku, który przykładowo dla indeksu S&P500 od styczniowego szczytu wyniósł prawie 25%, wydaje się duży i pokusa uchwycenia dołka również rośnie, ale też w okresach tzw. bańki internetowej (2000-2002) lub globalnego kryzysu finansowego (2007-2009) skala spadku potrafiła przekroczyć 50%. Tak więc **dopiero**

**zażegnanie obecnych na dziś zagrożeń lub pojawienia się perspektyw znacznego wzrostu wycen skłaniałoby do przywrócenia co najmniej neutralnego nastawienia.** (mb)

## Rynki wschodzące (EM)

- **Czerwcowo przecena indeksów z Ameryki Łacińskiej jeszcze mocniej uatrakcyjniła ten region**
- **Przyspiesza odbicie w Chinach, wspierane luzowaniem polityki monetarnej, fiskalnej, regulacji i ograniczeń covidowych**
- **Wśród dużych gospodarek najszybciej rozwijają się Indie, za czym jednak podążają wysokie rynkowe wyceny**

**W czerwcu najślabszym regionem naszego globu była Ameryka Południowa,** indeks MSCI EM Latin America przecenił się aż o 17,1%. Oznacza to spadek do poziomów widzianych na dnie korekty z II połowy 2021 r., co z technicznego punktu widzenia daje szansę na utworzenie podwójnego dna i powrót do wzrostów. **Największą szansą dla regionu są wysokie ceny surowców,** które w czerwcu również odnotowały korektę i to w tym czynniku można upatrywać głównej przyczyny spadku indeksów z regionu Ameryki Łacińskiej. Warto jednak pamiętać, że **ceny surowców, w tym zwłaszcza ropy, wciąż pozostają wysokie, a na tym rynku wciąż występują nierównowagi, które prawdopodobnie przyczynią się do utrzymywania się wysokich cen w średnim terminie.** Wciąż utrzymujemy **pozytywne nastawienie do regionu,** a wśród czynników uzasadniających nasze pozycjonowanie znajdują się **bardzo niskie wyceny (cena/zysk 6,6) i wysoka stopa dywidendy (w Brazylii wynosi niemal 10%) oraz dobra ekspozycję na surowce i materiały** (w przypadku Brazylii-kluczowej gospodarki regionu, aż 43% rynkowej kapitalizacji ma ekspozycję na te sektory). Kolejnym argumentem za jest to, że kraje Ameryki Łacińskiej, w tym kluczowa Brazylia znajdują się już u schyłku zacieśniania polityki monetarnej. Majowy odczyt inflacji CPI w Brazylii (+11,7%) wypadł już poniżej kwietniowego (+12,1%), co daje nadzieje na opanowanie inflacji. Spada również bezrobocie – najnowszy czerwcowy odczyt jest już jednocyfrowy (9,8%, spadek z 10,5% w maju). **Ostatnim, jednak nie mniej ważnym argumentem za, jest neutralny stosunek państw regionu wobec obecnych konfliktów geopolitycznych, czy to w Europie, czy w obrębie Pacyfiku.**

Sytuacja w regionie Ameryki Łacińskiej najmocniej w nadchodzących miesiącach zależy będzie od cen surowców, które przy obecnie wysokich poziomach kontrybuują pozytywnie. Mocna przecena surowców rzutowałaby negatywnie, jednak nie jest to nasz scenariusz bazowy, kolejne **kluczowe ryzyko dla regionu to ryzyko polityczne, związane z jesiennymi wyborami**. Do gry wrócił lewicowy kandydat Luiz Inácio Lula da Silva (rządził Brazylią w latach 2003-2010), w najnowszych sondażach Lula ma ok. 48%-owe poparcie, wobec jedynie 28% dla obecnego prezydenta Jaira Bolsonaro. Wśród głównych ryzyk dla spółek z regionu wymienia się pomysł ograniczenia wzrostu cen paliw, co mogłoby uderzyć w wyniki kluczowej brazylijskiej spółki – Petrobras. Jednak warto zauważyć, że podobne pomysły, typu podatek od nadmiarowych zysków wobec koncernów paliwowych, pojawiają się również w Europie, czy w USA. Petrobras, działając w korzystnych warunkach, zbliżonych do monopolu, operuje w całym łańcuchu od produkcji, przez rafinację, po dystrybucję, jest jednak wyceniany o ok. 60-75% taniej od jego amerykańskich konkurentów, pomimo utrzymywania niskich kosztów produkcji i wysokich marż. Wskaźnik forward P/E dla tej spółki to jedynie 3,4, P/BV 0,8, a stopa dywidendy ok. 8%. Nawet w przypadku nałożenia na spółkę niekorzystnych rozwiązań, jak np. dodatkowe opodatkowanie spółka wciąż pozostanie atrakcyjnie wyceniana – rynek może już wyceniać najbardziej negatywnie scenariusze.

Za sprawą Chin, które w czerwcu zostały jedynym istotnym rynkiem akcji, który nie odnotował straty (MSCI China zyskał 5,7%), rynki wschodzące w czerwcu odnotowały mniejszą stratę niż benchmarkowy indeks rynków rozwiniętych. Indeks **MSCI China od początku roku odnotował mniejszą stratę niż MSCI EM, czy MSCI DM. Trend spadkowy został już zanegowany**, MSCI China od dołka zyskał około 20%. Po ciężkim II kw. obciążonym niespodziewanymi lockdownami, Chiny luzują obostrzenia, w dodatku zbliża się XX zjazd Komunistycznej Partii Chin, przed którym **wysoce prawdopodobne jest dodatkowe luzowanie fiskalne i monetarne, które zresztą już ma miejsce**. W polityce fiskalnej, dla przykładu, w maju ogłoszono pakiet 33 rozwiązań wspierających gospodarkę, wśród których znalazły się wydatki na infrastrukturę oraz obniżenie podatków, w polityce monetarnej systematycznie obniżane są stopy procentowe, luzowane są także wybrane regulacje i co

istotne obostrzenia covidowe. Biorąc pod uwagę wszystkie wymienione czynniki, daje to nadzieję na mocne odbicie w III kw. **Konsensus prognoz wciąż zakłada wzrost zysków na akcję w Chinach na poziomie 8% w tym roku**.

**Indie - druga największa gospodarka w Azji i 6. na świecie, w nadchodzących latach prawdopodobnie odnotują najszybszy wzrost PKB spośród wszystkich istotnych gospodarek** – Międzynarodowy Fundusz Walutowy spodziewa się wzrostu PKB w Indiach w przyszłym roku o 8,2%, a w 2024 r. o 6,9%. Motorem napędowym indyjskiej gospodarki na najbliższe lata będzie dynamiczny rozrost klasy średniej, w wyniku wzrostu dochodu rozporządzalnego znacznie więcej środków pojawi się w sektorze usług i rozrywki. Dodatkowym plusem dla indyjskiej gospodarki jest trend dywersyfikacji produkcji – po zaburzeniu globalnych łańcuchów dostaw koniecznym kierunkiem okazała się dywersyfikacja produkcji, a więc w wyniku tych zmian część inwestycji naturalnie z Chin przekierowano do Indii, które co istotne dynamicznie awansują w rankingu Doing Business i ze 142 miejsca w 2014 roku awansowały awans na 63 pozycję w 2021 roku. **Kapitał jednak dostrzega potencjał tej gospodarki, dlatego wyceny na tym rynku są dość wysokie** – P/E dla indeksu Sensex to obecnie ok. 21, choć kilka miesięcy temu wartość wskaźnika oscylowała w granicach 30, a więc i tak jest już znacznie atrakcyjniej. (ad)

## Polska

- **Polski rynek akcji jednym z najtańszych na świecie**
- **Wiele negatywnych informacji już jest uwzględniona w wycenach spółek**
- **Utrzymujemy nasze neutralne nastawienie do rynku (co oznacza relatywne przeważenie względem amerykańskiego czy europejskiego rynku akcji)**

Ostatni miesiąc to kontynuacja słabości polskiego rynku akcji. Szeroki WIG spadł w czerwcu o 6,7% i był to spadek mniejszy od globalnego indeksu akcji, ale marna to pociecha dla inwestorów. Tym bardziej, że od początku roku WIG jest już dobrze ponad 20% pod kreską. Tak, to prawda, że **lista problemów i zagrożeń dla polskiego rynku jest długa**. Są przecież wakacje kredytowe, które uderzą w silnie reprezentowany w indeksach sektor bankowy, nie wiadomo też w jaki sposób i na co zostanie zmieniony



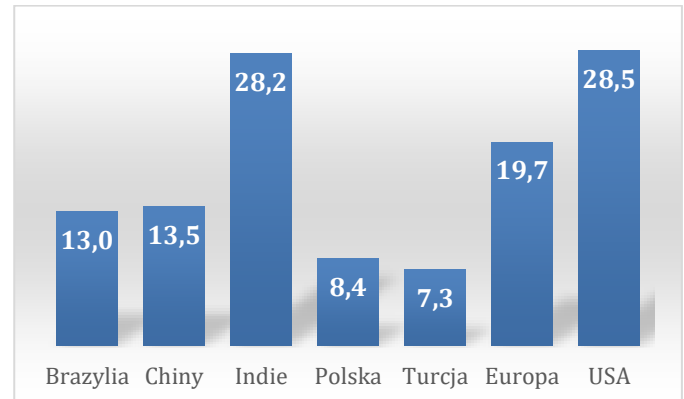
WIBOR, który jest obecnie podstawą naliczania znakomitej większości kredytów. Wiadomo jedynie, że ma być niższy co ucieszy kredytobiorców, ale mniej już naturalnie kredytodawców. Z ust polityków padają też mniej lub bardziej realne groźby kolejnych podatków sektora bankowego, czy obietnice podzielenia się zyskami spółek skarbu Państwa z obywatelami. A to dopiero początek listy nieszczęść. Jest jeszcze wojna za naszą wschodnią granicą, która odstraszać może inwestorów zagranicznych (odpowiedzialnych za ponad 50% obrotu akcjami na GPW), brak napływów ze strony polskich funduszy inwestycyjnych zmagających się z odpływami oraz, w końcu marna sytuacja techniczna (przebite opory, indeks poniżej 200 sesyjnych średnich) i wskaźniki wyprzedzające PMI wieszczące nadciągające mocne hamowanie gospodarki. Wszystko to odbywa się w środowisku wysokiej inflacji utrudniającej planowanie i inwestycje.

**Czy to zatem pora aby usiąść i gorzko zapłakać nad polskim rynkiem a potem na długo o nim zapomnieć? Spoglądając na wskaźniki sentymentu rynkowego można dojść do wniosku, że spora część inwestorów jest na tym etapie. W naszej opinii to niekoniecznie moment na takie zachowanie.** Wiele z wymienionych czynników da się skwantyfikować, określić ich wpływ na spółki a co za tym idzie są one już dawno odzwierciedlone w wycenach. Innymi słowy niższe zyski, które będą generowane przez spółki znajdują odzwierciedlenie w kursach spółek. Oczywiście nie wszystko da się skwantyfikować, jak np. bliżej nieokreślone zapowiedzi dzielenia się zyskiem (czy w ogóle? Kiedy? w jaki sposób? Jaką część zysków?), czy potencjalna dalsza eskalacja wojny handlowej Europy z Rosją (ryzyko często wspomnianego w mediach „zakręcenia kurka” z gazem). **Można jednak żądać wysokiej premii za ryzyko jakie się ponosi inwestując na takim rynku. I tak się właśnie dzieje w przypadku polskiego rynku akcji.** Wyceny, które już od jakiegoś czasu były niskie, stały się... jeszcze niższe. Polski rynek jest obecnie jednym z najtańszych na świecie.

Jednym z niewielu, znaczących, tańszych rynków akcji jest Turcja, która jednak tradycyjnie jest tanim, tańszym od Polski rynkiem z mało stabilną gospodarką borykającą się dodatkowo z naprawdę wysoką inflacją (odczyt inflacji w czerwcu = 79%). Z perspektywy historycznej polski rynek tańszy (niewiele) był tylko w 2020 r., czyli szczycie pandemii COVID-19. **Nawet podczas kryzysu związanego**

**z upadkiem Lehman Brothers wyceny nie były tak niskie.** Premia za ryzyko musi być wysoka, skoro takie spółki jak KGHM, czy PKN Orlen handlują się przy wycenach Cena/Zysk = 3 i znacząco poniżej wartości księgowej. Trochę upraszczając, w warunkach constans, spółki w 3 lata wygenerowałyby wystarczające zyski aby spłacić swoją wartość rynkową.

#### Schiller CAPE dla wybranych rynków akcji



Źródło: Barclays, dla indeksów MSCI, opracowanie własne

Można jednak powiedzieć, że idzie spowolnienie gospodarki, zyski spadną a wyceny wzrosną (przez szybszy od spadków kursu spadek zysków). Idąc za tą logiką ostatecznie spadki indeksu są jedynie odpowiedzią na oczekiwany spadek zysków w przyszłości. Przecież PMI jest już tak nisko i zapowiada problemy na horyzoncie. To prawda – spadki indeksu wyprzedzają koniunkturę gospodarczą i to szybciej niż PMI. Indeksy zaczynają spadać kilka miesięcy przed szczytem koniunktury i odbijać na miesiące przed dołkiem. **Spowolnienie może być już również uwzględnione w wycenach a co ciekawe zyski spółek były ostatnio rewidowane w górę.** Dla indeksu WIG rewizja wyniosła +10,6%. Wydaje się, że spadki indeksu były generowane raczej wzrostem premii za ryzyko niż spadkiem oczekiwanych zysków. Na rynku jest po prostu dużo strachu.

Polski rynek akcji mierzy się z szeregiem zagrożeń i ryzyk. Z drugiej strony wyceny są zadziwiająco niskie, sentyment również a premia za ryzyko wysoka. Z tego powodu utrzymujemy nasze neutralne nastawienie do polskiego rynku akcji. (jp)

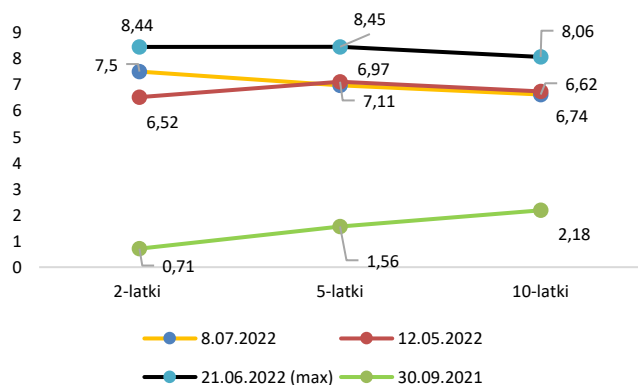
# Obligacje

## Polskie

- Rentowności krótkoterminowych obligacji skarbowych stałokuponowych (do 2 lat) obecnie znacznie wyższe niż średnio (5-) i długoterminowych (10-letnich)
- Jeszcze wyższe rentowności (bieżące) na obligacjach zmienno-kuponowych i to właśnie ten segment obligacji, wraz z obligacjami korporacyjnymi polskich emitentów o wysokim standingu finansowym oceniamy za najbardziej perspektywiczne w średnim terminie (6-12 mies.)

Ostatnie dekada czerwca i początek lipca przyniosły korektę rentowności polskich stałokuponowych obligacji skarbowych. Maksimum notowań 21 czerwca wypadło na poziomie blisko 8,5% dla obligacji 2- i 5-letnich oraz nieco ponad 8,0% dla obligacji 10-letnich, po czym nastąpiło obniżenie rentowności o odpowiednio 1,0; 1,5; 1,3 pkt. proc. (dane na 8.07). Korekta rentowności pozwoliła przerwać i częściowo odwrócić, trwającą od kilku kwartałów, serię spadków, które szczególnie boleśnie dotknęły polskich funduszy obligacji skarbowych i uniwersalnych.

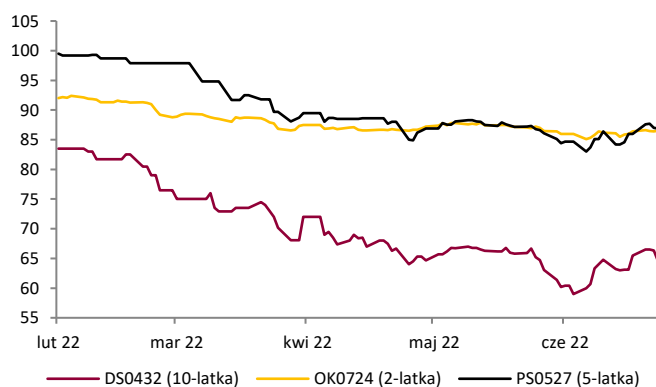
### Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach



źródło: Bloomberg

Zwracamy uwagę, że bieżące poziomy rentowności długu są najwyższe od wielu lat oraz kilkukrotnie wyższe niż chociażby jeszcze we wrześniu ub.r., choć oczywiście istotą inwestycji w obligacje stałokuponowe, a zwłaszcza długoterminowe, jest zmienność ich notowań w czasie, a podawane rentowności określają nominalny zysk inwestora brutto, który będzie trzymał dane papiery aż do terminu wykupu.

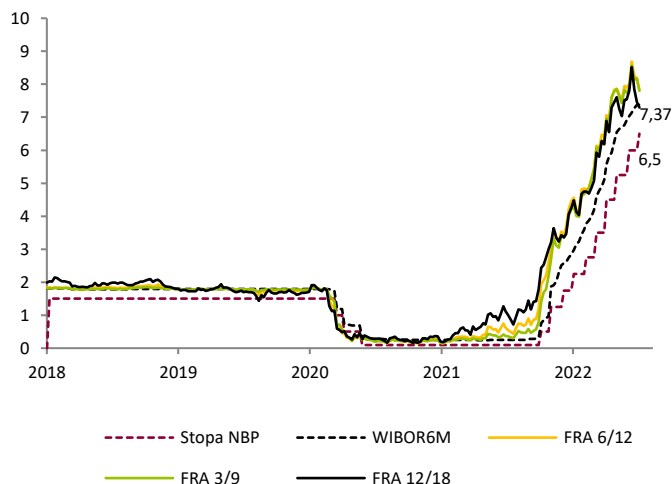
### Notowania aktualnych benchmarkowych serii polskich stałokuponowych obligacji skarbowych



źródło: Bloomberg

Systematycznie poprawiają się jednocześnie uwarunkowania dla funduszy obligacji zmienno-kuponowych. Będący bazą do ich oprocentowania wskaźnik WIBOR 6M, w ciągu miesiąca wzrósł o ponad 0,5 pkt. proc. do 7,38%, co oznacza, iż z takim właśnie poziomem (a być może nawet wyższym, co pokazuje rynek kontraktów na przyszłą stopę rynku międzybankowego) tego typu obligacje będą wchodzić w nowe okresy odsetkowe.

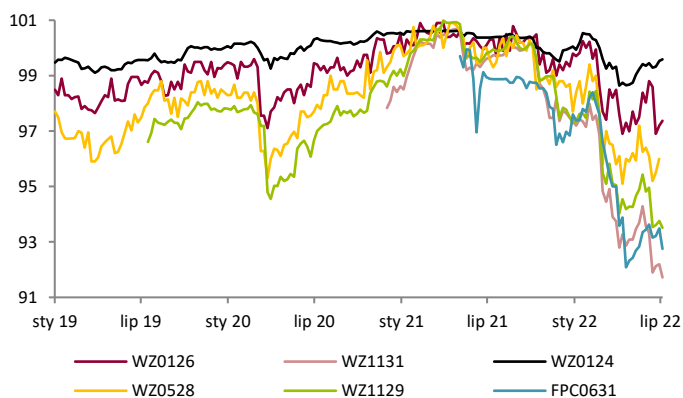
### Rentowności (proc.) polskich stałokuponowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich w określonych datach



źródło: Bloomberg

W przypadku obligacji nieskarbowych dochodzi do tego jeszcze marża (premia za ryzyko). Ponadto, **po ostatniej wyprzedaży, wiele obligacji notowanych jest z dyskontem** względem ceny nominalnej (wykupu), co już teraz, nawet w przypadku emitentów o wysokim standingu finansowym (banki, energetyka, spółki Skarbu Państwa) oznacza bieżącą rentowność brutto dla posiadaczy w okolicach 9-10%, czyli poziom wręcz niewyobrażalny jeszcze w połowie ubiegłego roku, kiedy stopa WIBOR6M wynosiła raptem 0,24 proc.

### Notowania wybranych polskich skarbowych obligacji zmienno-kuponowych



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

Polskie obligacje zmienno-kuponowe skarbowe oraz korporacyjne emitentów o najwyższej wiarygodności kredytowej są dla nas od kwietnia najbardziej preferowaną (nastawienie umiarkowanie pozytywne, +1 w

skali od -2 do +2) subklasą obligacji. Oprócz niższego niż w innych segmentach rynku ryzyka cenowego (parametr *duration*), obligacje te - ich przyszła rentowność jest pozytywnie wyeksponowana na ewentualne dalsze podwyżki stóp NBP, które wydają się nam nieuchronne, zwłaszcza, że dużo bardziej zaawansowany cykl podwyżek stóp banków centralnych ma miejsce w innych krajach wschodzących (np. w Brazylii), w tym także w Europie Środk.-wschodniej. Wyższe stopy banku centralnego mają zarówno Węgry (przy niższej inflacji), jak i Czesi.

Dla polskiego długu skarbowego stałokuponowego długoterminowego natomiast niezmiennie od kilku miesięcy utrzymujemy nastawienie umiarkowanie, choć nie skrajnie, negatywne (-1). Fundusze z ekspozycją nań nie mają niskiego limitu na *duration* (poziom ryzyka stopy procentowej wynikający m.in. ze średniej zapadalności portfeli obligacji) i ze względu na strukturę emisji, w większym stopniu aniżeli fundusze obligacji krótkoterminowych mogą też inwestować w „koronaobligacje” BGK i PFR o wyższej rentowności niż „skarbowki”, a takim samym ryzyku kontrahenta. Całkowite usunięcie ich z portfela było naszym zdaniem nieuzasadnione. Są w stanie w większym stopniu korzystać także na wyższych rentownościach w regionie (nie tylko w Polsce). (zo)

## Zagraniczne

- Obligacje zagraniczne we wszystkich głównych segmentach oceniamy mniej atrakcyjne niż polskie, głównie ze względu na charakterystyczne dla nich wysokie *duration* (ryzyko stopy procentowej)
- W portfelach o dużym udziale obligacji nie należy z nich jednak całkowicie rezygnować, ze względu na m.in. potrzebę geograficznej dywersyfikacji

Wszystkie główne segmenty rynku obligacji zagranicznych, tj. obligacje skarbowe krajów DM, obligacje EM, obligacje korporacyjne emitentów o ratingu inwestycyjnym (IG - Investment Grade), jak i High-Yield (HY, o niskim standingu finansowym bądź bez ratingu), w czerwcu potraciły na wartości. Najmocniej te ostatnie - o wysokie 6,7-6,8%. Jeszcze do końca maja, obligacje HY były stosunkowo najmniej tracącą klasą obligacji z zagranicznego spektrum. Teraz jednak szybko nadrabiają „zaległości”. Od ponad 2

miesiący obligacje HY są przez nas najbardziej niepreferowaną klasą aktywów, z nastawieniem -2 – skrajnie negatywnym.

**Głównym wyróżnikiem zagranicznego rynku obligacji względem rynku polskiego jest z reguły dłuższa średnia zapadalność emisji oraz dominacja emisji stałokuponowych, co nie jest zbytnio dobrym rozwiązaniem na okres wzrostu inflacji i rynkowych stóp procentowych.** Inwestorzy, chcąc odzwierciedlić coraz wyższe rynkowe stopy procentowe, pozbywają się takich obligacji. Ryzyko stopy procentowej (*duration*) jest ok. dwukrotnie wyższe dla indeksu obligacji korporacyjnych IG emitentów amerykańskich (7,8 roku), aniżeli dla benchmarku polskich obligacji skarbowych (nieco powyżej 4), nie mówiąc o obligacjach zmienno-kuponowych, których kupony z reguły zmieniają się co pół roku i takie jest też dla nich średnie *duration*.

Spóźnione decyzje o podwyżkach stóp procentowych przez Fed utrudniają walkę z inflacją w krajach DM, choć będzie ona nieporównywalnie prostsza niż w Polsce, tj. wymagać podwyżek stóp procentowych banków

centralnych krajów do dużo niższych poziomów. W największym potrzasku z obszarów gospodarczych DM zdaje się natomiast znajdować EBC, dla którego priorytetem zapewne będzie ograniczanie kosztów obsługi długu przez najbardziej zadłużone i nadal nie zrestrukturyzowane gospodarki Południa Europy, na czele z Włochami.

**Poziomy spreadów (premię kredytowych) dla zagranicznych obligacji korporacyjnych (zarówno IG jak i HY) są nadal dalekie od maksimów z poprzednich dołków.** Dokładając do tego perspektywę zmniejszonego wsparcia polityki banków centralnych na rynkach instrumentów o stałym dochodzie, **w dalszym ciągu pozostajemy negatywnie stawieni do zagranicznych obligacji korporacyjnych, także skarbowych obligacji DM,** a za ważne uznajemy, aby w obszarze zagranicznych rynków dłużnych posiłkować się ewentualnie rozwiązaniami niekierunkowymi, a o strategiach *absolute return* (mającym mandat inwestowania w taki sposób aby mogły zarabiać także na spadkach niektórych segmentów rynku). (zo)

## Surowce

- Rynek zrealizował silną korektę spadkową, motywowaną obawami o recesję, które szły w parze z silnym umocnieniem dolara.
- Motorem spadków było w głównej mierze ograniczanie pozycji długich na rynkach terminowych, nie doszło do istotnego spadku popytu na fizyczne towary.
- Na rynku ropy nadal mamy bieżący deficyt, a zapasy są najniższe od dekady.
- Złoto negatywnie reagowało na dane makro.
- Metale przemysłowe są najbardziej czułe na załamanie koniunktury, jednak zapasy pozostają niskie.
- Korekta cen żywności cieszy, jednak problem dostaw z Ukrainy nie został rozwiązany.

Czerwiec był miesiącem silnej korekty na wszystkich rynkach surowcowych (z wyjątkiem europejskich cen gazu). Bloomberg Commodity Index, odzwierciedlający zachowanie całego sektora spadł o 10,9%. Coraz bardziej restrykcyjne podejście banków centralnych do polityki pieniężnej, motywowane walką z inflacją, spowodowało, że inwestorzy zaczęli poważnie brać pod uwagę scenariusz globalnej recesji. Oczywiście największe wrażenie na inwestorach zrobiła decyzja FED, który podniósł stopy o 0,75% (największa jednorazowa podwyżka od 1994 roku). Na drugi plan zeszło ryzyko geopolityczne i niski w wielu przypadkach poziom zapasów. Wyprzedaży nie zapobiegły także nieco lepsze dane z Chin, mówiące o odbudowywaniu się popytu na ropę po ostatnich lockdownach i kolejnych działaniach mających na celu pobudzenie koniunktury. Na rynku zapanował „risk-off” i inwestorzy finansowi zamykali pozycje długie. W większości przypadków, za dużą dynamikę spadku odpowiadała właśnie „ewakuacja” inwestorów

spekulacyjnych, ponieważ na poziomie popytu na rzeczywiste towary nie zanotowano dużych zmian. **W związku z tym w nasze nastawienie do sektora *commodities* pozostaje pozytywne. Surowce są słabo skorelowane z akcjami i długiem, a ryzyko geopolityczne może dać o sobie znać ponownie w każdej chwili. W nadchodzących miesiącach towary powinny w pozytywny sposób wpływać na wyniki zbalansowanych portfeli akcyjno-obligacyjnych.** Spowolnienie gospodarcze (lub nawet recesja) nie rozwiąże na stałe podstawowego problemu branży jakim jest brak inwestycji, spowodowany prawie dekadą spadających cen i blokowany przez coraz bardziej restrykcyjne wymagania ESG. Z najnowszego raportu ekonomicznego OECD wynika, że Rosja i Ukraina odpowiadają łącznie za około 30% Światowego eksportu pszenicy, 15% eksportu kukurydzy, 20% eksportu nawozów mineralnych i gazu ziemnego oraz 11% eksportu ropy naftowej. Równocześnie Jak szacuje CREA (Centre for Research on Energy and Clean Air), mimo zwiększonego importu z Indii i Chin w maju, po uwzględnieniu różnic sezonowych, Rosja eksportowała o 15% mniej surowców niż w lutym i marcu.

## Surowce energetyczne

Jeśli chodzi o ropę naftową (Brent -3,2% w czerwcu), Międzynarodowa Agencja Energetyczna (MAE) w swoim miesięcznym raporcie twierdzi, że w 2023 r. zaspokojenie światowego popytu na ropę będzie wyjątkowo trudne. Główne przyczyny tego stanu rzeczy to ożywienie chińskiej gospodarki po pandemii Covid oraz zaostrenie sankcji wobec Rosji. Pomimo ryzyka recesji nadal spodziewa się, że popyt na koniec bieżącego roku wzrośnie o 2,2 mln baryłek dziennie do poziomu 101,6 mln baryłek dziennie. Podobnie twierdzi Amerykańska Energy Information Administration (EIA) szacując popyt na 101,3 mln baryłek). Równocześnie sankcje na Rosję i problemy techniczne i logistyczne powodują, że OPEC+ produkuje obecnie 2,5 mln baryłek mniej niż oficjalnie deklaruje. Amerykańscy producenci, pomimo rekordowych cen produkują ok 1 mln baryłek ropy dziennie mniej niż przed pandemią, zapasy w krajach OECD są najniższe od dekady (wciążu ostatnich 22 miesięcy globalne zapasy zmalały o 1,2 mld baryłek i spadają nadal), a bieżący dzienny deficyt (między 1 a 3 mln baryłek) zniknie tylko w przypadku głębokiej recesji.

Dodatkowo jesteśmy u progu sezonu urlopowego (statystycznie wzrasta w nim zużycie ropy o ok 2 mln b/d).

Poważne problemy z produkcją mają kraje takie jak Kazachstan, Libia czy Nigeria. Pojawiło się ryzyko strajków w Norwegii czy ograniczenia eksportu ropy z USA (grupa demokratycznych senatorów wezwała do tego prezydenta Joe Bidena). Analitycy JPMorgan Chase & Co. twierdzą, że całkowite zaprzestanie eksportu ropy przez Rosję mogłoby skutkować cenami rządu 380 USD baryłka. Choć dla równowagi warto wspomnieć, że wg Citigroup silna recesja na świecie, stłumiłaby popyt do tego stopnia, że realna byłaby cena 70 USD/b. **W naszej opinii nadchodzące spowolnienie gospodarcze, nie spowoduje na tyle istotnego spadku popytu by pojawiły się istotne nadwyżki surowca. Pozostajemy więc pozytywnie nastawieni do inwestycji w „czarne złoto” w najbliższych miesiącach.**

## Złoto

Cena złota w czerwcu spadła o 1,6%, a srebra o 5,9%, oba metale kontynuują spadek w pierwszych dniach lipca. Obawy o dalszy wzrost rentowności długu i bardzo silny dolar skutecznie uniemożliwiły ruch na północ. Skutkowały redukcją pozycji długich na rynkach terminowych i odpływami aktywów z ETF-ów na metale szlachetne. Równocześnie popyt na metal fizyczny pozostaje silny (choć w Chinach ograniczają go lockdowny). Według szacunków Societe Generale, obawy przed recesją i rekordowo ujemne realne stopy procentowe, powinny skutkować jednak napływem środków do funduszy na poziomie 125 ton do końca roku. Równocześnie większość banków centralnych deklaruje, że będzie złoto kupować lub trzymać. W najnowszej ankiecie World Gold Council, żaden z 56 pytaných banków nie deklarował sprzedaży kruszcu. **W naszej opinii zagrożenie recesją, inflacją i rekordowe ujemne stopy procentowe są dobrym środowiskiem dla inwestycji w złoto. Popyt pełnego popytu fizycznego z Chin jest nieuchronny, a ogólnie popyt azjatycki (szczególnie z Indii) będzie rósł dynamicznie z roku na rok. Historycznie, w sytuacjach pojawienia się obaw przed recesją, złoto początkowo taniało wraz z innymi aktywami, by następnie, po oswojeniu się z nowymi realiami gospodarczymi, zachowywać się znacznie lepiej. Tym samym, nasza opinia na temat kruszców pozostaje nadal pozytywna.**

## Metale przemysłowe

Metale przemysłowe kontynuowały przecenę zapoczątkowaną już miesiąc wcześniej. Prym w spadkach wiodły miedź (-13,5%) i aluminium (-12%). Na ceny w oczywisty sposób wpłynęły obawy o koniunkturę na świecie i rozwój covidu w Chinach, w ich przypadku bowiem przełożenie na popyt byłoby najsilniejsze. Równocześnie Chiny zanotowały w maju spadek produkcji stali o 3,5 % m/m, a w pierwszych 5 miesiącach o 8,7% r/r. Wśród 18 stalochłonnych gałęzi chińskiej gospodarki w maju tylko w segmencie infrastruktury energetycznej odnotowano wzrost zużycia stali (ceny rudy żelaza spadły o 2,6%). Po tym jak Jerome Powell zadeklarował w amerykańskim Kongresie swoje "bezw warunkowe" zobowiązanie do obniżenia wzrostu cen, presja na ceny metali znacznie wzrosła i w dużej mierze ceny zdyskontowały scenariusz recesyjny. Równocześnie zapasy pozostają relatywnie bardzo niskie (szczególnie w Szanghaju). Przykładowo obecne zapasy miedzi na głównych giełdach wynoszą 230 tys. ton, podczas gdy średnia z pięciu lat przed COVID (od 2015 do 2019) wynosiła 535 tys. ton. Obecnie kluczowe dla cen będą dane dotyczące produkcji i przemysłowych wskaźników PMI, które na razie nie są dobre. **Sektor metali obciążony jest obecnie największym ryzykiem, jednak uważamy, że skala i dynamika spadków cen, przy równoczesnym stałym zagrożeniu dla podaży z krajów takich jak Chile czy Peru, niskich zapasach i działaniach stymulacyjnych rządu chińskiego, stwarza szansę na zauważalne odreagowanie wzrostowe. W krótkim terminie (najbliższe kwartały) dalsze losy cen będą pochodną koniunktury, jednak w długim, zielona transformacja i dokręcanie regulacji ESG będą zdecydowanie preferowały granie na wzrosty cen.**

## Towary rolne

Elementem pozytywnym zmian rynkowych jest na pewno spadek cen w obszarze surowców rolnych. Szczególnie ceny pszenicy zanotowały solidną korektę (-18,7%). Na rynku pojawiły się informacje o bardzo dobrych planowanych plonach w USA i Australii, jednak również i tu główną przyczyną spadków było wycofywanie się na fali globalnego „risk-off” inwestorów spekulacyjnych grających na wzrost cen. Należy pamiętać, że problem eksportu zboża z Ukrainy nie został rozwiązany, a Rosja w każdej chwili może zagrać ostrzej kartą żywnościową (kraje te odpowiadają łącznie za 30% globalnego eksportu pszenicy).

**Podsumowując rynek zrealizował scenariusz korekty, motywowany obawami o recesję. Na razie jednak spadki były napędzane głównie zamykaniem pozycji „na wzrost” na rynkach terminowych, a nie realnym załamaniem popytu. W związku z niskim poziomem zapasów, ryzykami geopolitycznymi, działaniami stymulacyjnymi Chin, nasze nastawienie do sektora commodity pozostaje pozytywne. Największe ryzyko kryje się z obszarze metali przemysłowych, które ewentualna recesja dotknąć może w największym stopniu. Widzimy natomiast silne argumenty przemawiające za wysokimi cenami nośników energii i niestety żywności. Ze względu na fakt, że cykle surowcowe historycznie nigdy nie były tak krótkie jak obecny, oraz że firmy nie zdołały na masową skalę „rozkręcić” inwestycji w nowe moce wytwórcze, zakładamy że dobry czas dla cen surowców jeszcze się skończył. (bn)**

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	-8,6%	-17,2%	-21,0%	-17,1%	14,0%	28,3%
MSCI World	USD	-8,8%	-17,8%	-21,3%	-15,6%	16,9%	32,9%
MSCI Emerging Markets	USD	-7,1%	-12,9%	-18,2%	-27,2%	-5,1%	-1,0%
MSCI EM Asia	USD	-5,5%	-10,8%	-17,3%	-27,3%	3,5%	6,6%
MSCI EM Latin America	USD	-17,1%	-23,8%	-4,1%	-22,1%	-28,2%	-19,8%
MSCI EM Europe	USD	-10,2%	-26,0%	-83,7%	-84,1%	-83,5%	-78,7%
MSCI Poland	PLN	-8,4%	-23,3%	-26,9%	-24,8%	-33,5%	-32,8%
MSCI Frontier Markets	USD	-5,7%	-14,9%	-21,7%	-20,0%	-7,5%	-8,2%
S&P500 - USA	USD	-8,4%	-17,8%	-20,8%	-11,9%	28,7%	56,2%
Russell 2000	USD	-8,4%	-18,3%	-24,0%	-26,1%	9,0%	20,7%
MSCI Europe	EUR	-7,9%	-11,0%	-15,6%	-9,0%	5,3%	6,7%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-8,2%	-11,5%	-16,7%	-10,1%	5,8%	7,3%
DAX - Niemcy	EUR	-11,2%	-12,5%	-19,5%	-17,7%	3,1%	3,7%
CAC40 - Francja	EUR	-8,4%	-12,1%	-17,4%	-9,0%	6,9%	15,7%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-8,5%	-5,3%	-7,1%	-8,2%	-12,0%	-22,5%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-13,1%	-15,8%	-22,1%	-15,2%	0,3%	3,4%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-5,8%	-5,4%	-3,2%	1,9%	-3,5%	-2,0%
FTSE Nordic 30	SEK	-4,2%	-7,3%	-14,1%	-3,6%	30,6%	41,3%
Nikkei - Japonia	JPY	-3,3%	-5,8%	-8,3%	-8,3%	24,1%	31,7%
TOPIX - Japonia	JPY	-2,2%	-4,9%	-6,1%	-3,7%	20,6%	16,1%
MSCI China	HKD	5,7%	0,7%	-10,0%	-32,3%	-6,1%	1,9%
Hang Seng - Hongkong	HKD	2,1%	-1,7%	-5,4%	-24,2%	-23,4%	-15,2%
Kospi - Korea Płd.	KRW	-13,2%	-15,1%	-21,7%	-29,2%	9,5%	-2,5%
SENSEX - Indie	INR	-4,6%	-9,7%	-8,3%	1,0%	34,6%	71,5%
XU100 - Turcja	TRY	-5,6%	7,9%	29,1%	77,3%	149,3%	139,5%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-11,5%	-18,1%	-6,0%	-22,3%	-2,4%	56,7%
WIG	PLN	-6,7%	-18,7%	-22,7%	-18,9%	-11,0%	-12,2%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</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	-10,2%	-18,4%	-22,9%	-23,0%	8,8%	16,4%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-8,3%	-17,1%	-20,7%	-16,4%	15,3%	30,6%
WIG20	PLN	-8,0%	-22,2%	-25,2%	-23,6%	-27,1%	-26,3%
WIG20 total return	PLN	-7,8%	-21,9%	-24,9%	-21,8%	-22,9%	-18,8%
mWIG40	PLN	-6,4%	-15,1%	-23,1%	-15,7%	-0,3%	-17,1%
sWIG80	PLN	-4,9%	-12,2%	-13,8%	-16,0%	46,2%	7,6%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	-3,3%	-8,5%	-11,3%	-3,5%	31,5%	48,4%
MSCI World Energy	USD	-15,2%	-7,0%	22,3%	26,6%	4,9%	9,0%
MSCI World Financials	USD	-10,4%	-18,5%	-18,7%	-14,7%	4,3%	5,4%
MSCI World Metals&Mining	USD	-18,6%	-26,8%	-9,6%	-13,1%	17,2%	41,5%
MSCI World Industrials	USD	-8,6%	-18,2%	-22,4%	-19,9%	4,0%	14,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-10,2%	-25,5%	-32,4%	-27,8%	14,4%	38,0%
MSCI World Consumer Staples	USD	-3,6%	-7,6%	-10,3%	-4,9%	10,2%	14,7%
MSCI World IT	USD	-9,9%	-23,2%	-30,3%	-19,8%	49,6%	112,4%
Nasdaq	USD	-8,7%	-23,6%	-29,9%	-24,0%	37,8%	79,6%
Nasdaq100	USD	-9,0%	-23,7%	-30,0%	-21,0%	50,0%	103,7%
S&P Global Clean Energy	USD	-4,5%	-11,5%	-10,4%	-18,8%	78,0%	121,2%
Eurostoxx Banks	EUR	-12,8%	-13,9%	-20,4%	-14,5%	-9,2%	-39,0%
WIG-Games	PLN	-7,0%	-32,0%	-41,3%	-44,8%	-14,2%	
WIG-Energia	PLN	6,2%	13,9%	26,1%	13,0%	36,0%	0,3%
WIG-Banki	PLN	-12,4%	-29,8%	-36,9%	-16,7%	-31,0%	-24,9%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	-8,5%	-22,6%	-29,4%	-22,9%	24,6%	53,8%
MSCI World Value	USD	-9,0%	-13,4%	-13,2%	-8,8%	6,3%	10,8%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-3,2%	5,1%	42,6%	59,6%	81,5%	93,0%
Miedź	USD	-13,5%	-21,8%	-15,4%	-13,5%	37,3%	37,6%
Aluminium	USD	-12,0%	-31,4%	-14,2%	-3,3%	36,3%	26,8%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-9,1%	-6,7%	12,5%	18,9%	67,7%	39,3%
Rudy żelaza	USD	-2,6%	-13,8%	15,3%	-39,4%	19,1%	132,1%
Węgiel koksujący	CNY	-9,5%	-19,2%	17,3%			
Złoto	USD	-1,6%	-6,5%	-0,4%	2,1%	28,2%	45,6%
Srebro	USD	-5,9%	-18,5%	-12,0%	-22,4%	32,4%	21,9%
Bloomberg Commodity Index	USD	-10,9%	-7,4%	17,7%	23,8%	46,9%	41,7%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-3,5%	-8,9%	-14,6%	-16,6%	-12,4%	-5,9%
USD Korporacyjne IG	USD	-2,8%	-7,2%	-14,2%	-14,2%	-2,9%	6,6%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-3,5%	-6,8%	-11,9%	-12,4%	-9,6%	-4,2%
USD azjatyckie IG	USD	-1,6%	-4,1%	-10,0%	-9,6%	-0,3%	9,3%
USD Korporacyjne HY	USD	-6,7%	-9,8%	-14,2%	-12,8%	0,6%	11,0%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-6,8%	-10,5%	-14,3%	-13,8%	-5,4%	0,6%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-3,0%	-7,0%	-8,9%	-9,6%	-2,4%	4,8%
EM skarbowe w USD	USD	-6,3%	-11,4%	-20,1%	-20,8%	-16,1%	-8,0%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-1,2%	-5,2%	-10,2%	-18,6%	-13,0%	-4,7%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-2,3%	-6,0%	-7,4%	-11,6%	-7,8%	-8,2%
EUR/PLN	PLN	2,5%	1,3%	2,2%	3,9%	10,7%	11,0%
CHF/PLN	PLN	5,5%	4,2%	5,7%	13,8%	22,7%	21,5%
USD/PLN	PLN	5,0%	7,8%	10,5%	17,6%	20,1%	21,1%
USD/JPY	USD	-5,2%	-10,2%	-15,2%	-18,1%	-20,5%	-17,2%
Bloomberg USD Index	USD	2,7%	6,1%	7,1%	10,3%	6,2%	6,5%
MSCI EM Currency Index	USD	-2,2%	-4,4%	-3,8%	-4,1%	1,0%	4,4%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-2,6%	-3,8%	-2,3%	-10,3%	-18,2%	-25,1%
Europe REITS	EUR	-15,2%	-19,4%	-16,7%	-14,9%	-24,6%	-28,9%
US REIT's	USD	-7,9%	-18,9%	-21,5%	-9,3%	1,3%	7,1%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-8,1%	-23,0%	-23,1%	0,4%	183,1%	301,1%
Amazon	USD	-11,6%	-36,1%	-37,0%	-38,3%	12,2%	119,4%
Alphabet (Google)	USD	-4,2%	-23,2%	-25,5%	-10,8%	101,3%	134,4%
Microsoft	USD	-5,5%	-18,0%	-24,0%	-4,4%	97,6%	297,8%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-16,7%	-29,2%	-53,2%	-53,6%	-16,5%	6,8%
Netflix	USD	-11,4%	-54,2%	-71,4%	-66,9%	-52,4%	17,0%
Tesla	USD	-11,2%	-38,4%	-37,1%	-0,9%	1406,8%	831,1%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	1,9%	7,2%	11,6%	30,4%	30,4%	40,1%
Roche	CHF	-2,4%	-14,1%	-13,7%	-6,2%	26,6%	52,5%
ASML	EUR	-15,0%	-26,2%	-35,4%	-20,6%	154,5%	318,2%
Nestle	CHF	-4,8%	-5,5%	-10,5%	-1,1%	18,7%	52,3%
Novartis	CHF	-6,9%	-1,0%	4,9%	-0,1%	1,7%	37,7%
Novo Nordisk	DKK	2,5%	4,2%	8,1%	52,1%	149,7%	215,4%
L'Oreal	EUR	0,2%	-8,9%	-20,4%	-11,1%	36,7%	94,3%
LVMH	EUR	-2,6%	-10,9%	-19,4%	-10,6%	61,5%	187,5%
Astrazeneca	Gbp	3,3%	6,3%	26,6%	27,4%	82,1%	147,0%
SAP	EUR	-7,3%	-12,3%	-29,0%	-25,2%	-23,9%	2,6%
Sanofi	EUR	-3,1%	7,1%	12,4%	13,4%	42,1%	40,6%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-14,5%	-20,2%	-21,8%	-18,4%	113,7%	162,3%
Tencent Holding	HKD	-2,2%	-6,4%	-17,3%	-37,2%	4,6%	32,8%
Alibaba	USD	18,4%	-2,5%	-7,6%	-49,9%	-32,9%	-19,3%
Samsung Electronics	KRW	-15,4%	-18,5%	-26,8%	-28,3%	31,6%	38,0%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 30 czerwca 2022 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM – rynki rozwinięte, JPM EMCI – indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG – rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny, \* subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD



# Ważne informacje

Powyższy materiał został przygotowany przez Biuro Maklerskie Alior Bank SA. Właścicielem niniejszego opracowania jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Łopuszańska 38D, 02-232 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy, KRS: 0000305178, REGON: 141387142, NIP: 1070010731, kapitał zakładowy: 1 305 539 910 PLN (opłacony w całości).

Materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał ten nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Materiał nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, ani usługi doradztwa inwestycyjnego. Usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne.

Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje podane w materiale nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z tego materiału. Materiał ten nie powinien stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta.

Prezentowane stopy zwrotu nie uwzględniają kosztów związanych z nabyciem i zbyciem instrumentów finansowych (np. opłaty manipulacyjnej, prowizji maklerskiej). Konieczności poniesienia tych opłat powoduje zmniejszenie rzeczywistego zwrotu z inwestycji. Prezentowane stopy zwrotu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym.

Biuro Maklerskie ostrzega, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub nawet całości zainwestowanych środków. W szczególności Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych wpływ ma wiele czynników, jak m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe, których niejednokrotnie nie można przewidzieć, lub które mogą być trudne do przewidzenia na etapie sporządzania niniejszego materiału.

Treść materiału wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością, przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Biuro Maklerskie za wiarygodne.

Informacje zawarte w komentarzu mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim.

Komentarz ani informacje zawarte w komentarzu nie mogą być rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem.