



**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAVIGATOR RYNKOWY

# JAKI OBRAĆ KURS NA II POŁOWĘ ROKU?

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



# Lista autorów

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Jakub Szczepaniec**

*Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych*

*Dział Analiz Makroekonomicznych*

## **Marcin Brendota**

*Ekspert ds. Analiz*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Adam Dudoń**

*Ekspert ds. Analiz*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Tomasz Kolarz**

*Ekspert ds. Data Science*

## **Damian Marciniak**

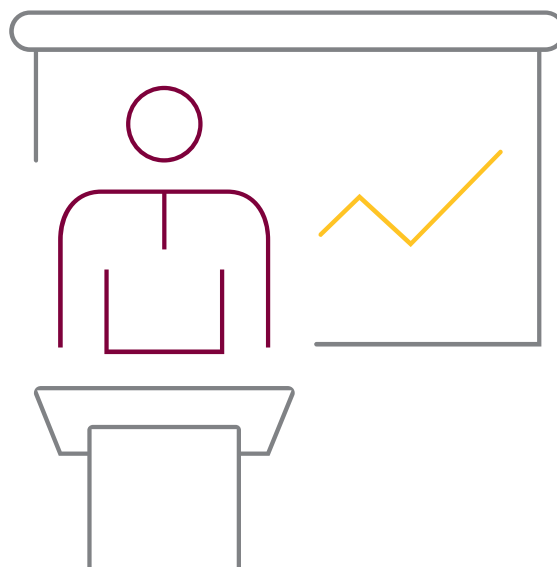
*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

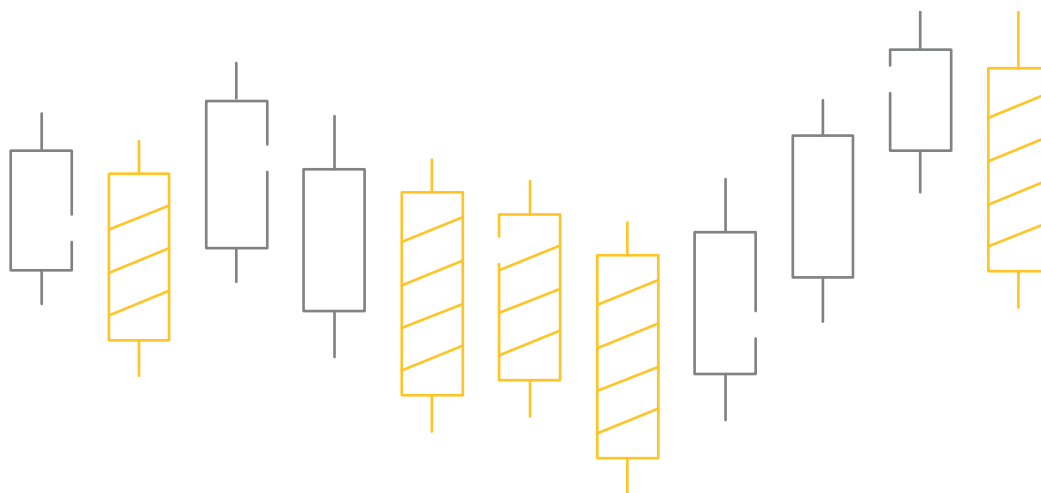
*Makler Papierów Wartościowych*



**13 czerwca 2022 r.**

# Spis treści

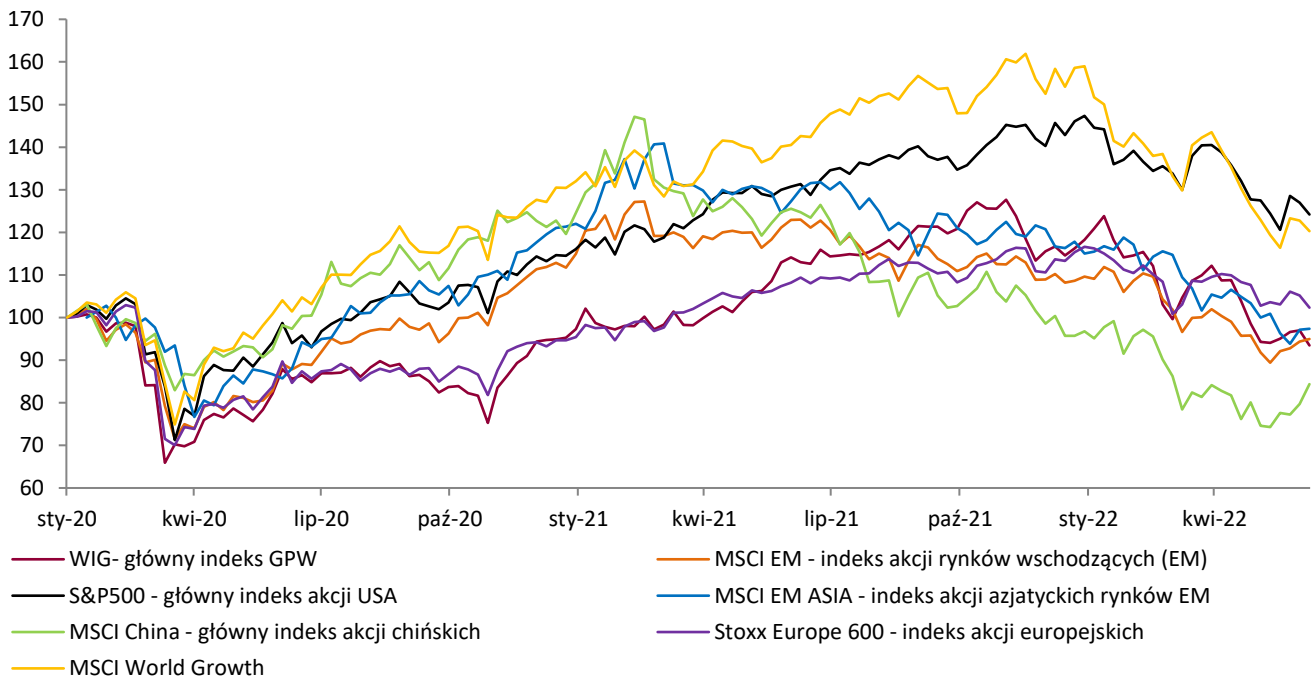
<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska .....	10
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne IG.....	12
<b>Surowce</b> .....	<b>13</b>
Surowce energetyczne .....	13
Złoto .....	14
Metale przemysłowe.....	14
Towary rolne.....	15
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	16
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>18</b>



# Wstęp

- Po dobrej końcówce maja, w pierwszej połowie czerwca, na rynkach finansowych, zarówno na większości rynków akcji, jak i obligacji, dominowały spadki, a ostatnim ich katalizatorem był kolejny rekordowy (najwyższy od 40 lat i znacznie wyższy od oczekiwań) odczyt inflacyjny w USA. Szacowana wstępna inflacja konsumencka CPI w maju wyniosła tam 8,6 proc. rok do roku (r/r), przy oczekiwaniach 8,3% i takiej dynamice w kwietniu. Miesiąc do miesiąca (m/m) wzrost wyniósł aż 1,0% (w Polsce 2,0%).
- Oznacza to, że prawdopodobnie amerykański bank centralny Fed będzie musiał „rozkręcić” tempo podwyżek stóp procentowych, a najbliższa ku temu okazja będzie na posiedzeniu już 15 czerwca. Na poprzednim – 4 maja miała miejsce dopiero pierwsza podwyżka w bieżącym cyklu. Fed opublikował także wtedy plany zmniejszania sumy bilansowej – ograniczania podaży pieniądza poprzez niereinwestowanie części olbrzymiego portfela zakupionych wcześniej z rynku obligacji – głównie papierów skarbowych i hipotecznych. Główna stopa procentowa (stopa funduszy federalnych) dla dolara jest obecnie w przedziale 0,75-1,0%, ale jeszcze przed końcem roku rynki oczekują jej dojścia do 3 proc., co byłoby z kolei poziomem najwyższym od 2008 roku.
- Dużo bardziej zaawansowany cykl podwyżek stóp banków centralnych ma miejsce w krajach wschodzących, w tym Europie Środk.-wschodniej. Główna stopa procentowa NBP wynosi po ostatniej podwyżce już 6 proc., a rynki terminowe wyceniają jej wzrost do końca roku do ok. 7,75%.
- Generalnie gospodarki wielu państw na świecie wchodzą w tzw. inflacyjną fazę spowolnienia gospodarczego, zwłaszcza, że za okres porównawczy (większość danych makroekonomicznych analizujemy w relacji r/r) służą jeszcze bardzo dobre miesiące z ubiegłorocznego post covidowego odbicia. Scenariusz ten dotyczy głównie gospodarek europejskich i amerykańskiej, jednak spowolnienie i to znaczne widoczne jest już także w Azji.
- O tym jak głębokie będzie na świecie spowolnienie gospodarcze i czy np. nie zakończy się recesją, toczy się obecnie gra rynkowa. Nie przesądzając dalszego rozwoju wydarzeń, uważamy, że najlepszym pozycjonowaniem na teraz jest, przede wszystkim, w części obligacyjnej minimalizacja ryzyka kredytowego oraz ryzyka stopy procentowej (duration). Jeśli zaś chodzi o akcje – to nie rezygnowanie ani nie zmniejszanie alokacji w tę klasę aktywów, natomiast przeważanie rynków z odpowiednią strukturą sektorową emitentów, tj. dużym udziałem spółek sektora finansowego, dóbr użyteczności publicznej, paliwowego i energetycznego. Te kryteria spełniają m.in. polski rynek akcji czy Ameryki Łacińskiej, do pewnego stopnia także rynki wschodzące ogółem.
- Spółki na tych rynkach są bardzo tanio wyceniane w oparciu o zarówno bieżące, jak i oczekiwane zyski, co oznacza, że stosunkowo nawet bardzo negatywne scenariusze gospodarcze mogą już być zdyskontowane w ich cenach i ich późniejsza materializacja nie przyniesie już strat. Jednocześnie zyski spółek z wymienionych sektorów nie powinny ucieść w środowisku wysokiej inflacji i rosnących stóp procentowych, a czasami wręcz przeciwnie- rosnąć.
- W obszarze ekspozycji na, mające w naszej ocenie, nieco mniej atrakcyjną relację oczekiwanego zysku do ryzyka - akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM), 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*). Te ostatnie wykazują większą wrażliwość na wzrost rynkowych stóp procentowych i trudniejszy dostęp do kapitału od inwestorów, a ich rynkowe wyceny bazują niekiedy na odległych i w związku z tym, niepewnych projekcjach finansowych.
- Cały czas pozytywnie w średnim terminie (6-12 mies.) zapatrujemy się na sektor surowcowy. (zo)

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

## Opis sytuacji gospodarczej

Ostatnie tygodnie charakteryzowały się nasileniem obaw o wejście amerykańskiej gospodarki w recesję w otoczeniu wysokiej presji inflacyjnej i wymierzonych w jej zatrzymanie podwyżek stóp procentowych. Głównym elementem budowania negatywnych scenariuszy są sygnały ostrego hamowania rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz słabe nastroje konsumenckie, wynikające z rosnących kosztów, w tym drożejących, tak ważnych dla Amerykanów, paliw. Coraz więcej wątpliwości pojawia się również we wskaźnikach koniunktury. Kluczowe dane z rynku pracy są jednak wciąż mocne, co per saldo składa się na perspektywę spowolnienia ożywienia, ale nie jego wykołejenia.

W strefie euro Inflacja również nabiera coraz większego tempa, co przykuło uwagę Europejskiego Banku Centralnego (EBC). W rezultacie EBC, podobnie jak wcześniej amerykański Fed przymierza się do zakończenia wieloletniego skupu aktywów i rozpoczęcia

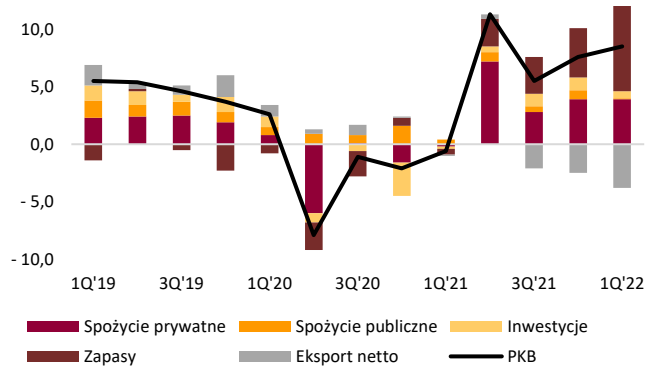
podwyżek stóp procentowych już w lipcu. Trwa zatem ewolucja w kierunku odejścia od luźnej polityki monetarnej. W tle aktualne są ryzyka znacznego spowolnienia ożywienia. Przy nastrojach konsumenckich najsłabszych od początku pandemii, z początkiem II kwartału widać było wyraźniejsze przyhamowanie w sprzedaży detalicznej. Szczególnie słabo wyglądają dane z największej gospodarki eurolandu – z Niemiec. Wybuch wojny w Ukrainie pogorszył sytuację w globalnych łańcuchach dostaw, negatywnie wpływając na perspektywy przemysłu u największego partnera handlowego Polski.

W kolejnym z czołowych obszarów gospodarczych na świecie – Chinach, dostępne dane potwierdzają, że z początkiem II kw. 2022 aktywność gospodarcza w tym kraju została wyraźnie ograniczona, przede wszystkim za sprawą silnych obostrzeń epidemicznych w wielu ważnych gospodarczo regionach. Konsumpcja jest

redukowana także, poprzez znaczny jak na Chiny, wzrost stopy bezrobocia, do poziomów obserwowanych przy pierwszym uderzeniu pandemii (I kw. 2020 r.). W rezultacie konsensus oczekiwań zakłada, że PKB w II kwartale obniży się w ujęciu k/k (po wyrównaniu sezonowym). Dalsze wyniki gospodarki zależą w dużej mierze od sposobów i skuteczności walki z epidemią, co zwiększa niepewność perspektyw koniunktury.

Od ubiegłego poniedziałku nastąpiło już zniesienie lockdownów, m.in. w Szanghaju czy też Pekinie. Tym niemniej tegoroczny wyznaczony przez rząd cel wzrostu PKB o 5,5% wydaje się już poza zasięgiem, a bardziej prawdopodobna jest dynamika około 4%).

### Polska – dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

Początek II kw. 2022 w wykonaniu polskiej gospodarki wyglądał wciąż bardzo dobrze. Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 13% r/r, sprzedaż detaliczna o 19% r/r, a produkcja budowlana o 9,3% r/r. Wszystkie ww. odczyty pokazały jednak spadek m/m w relacji do bardzo mocnego marca (po uwzględnieniu sezonowości).

Do tego coraz wyraźniejsze są sygnały nadchodzącego hamowania koniunktury, m.in. w sektorze przemysłowym, który był siłą napędową w trakcie postpandemicznego ożywienia gospodarki. Tak można m.in. rozczytywać obniżenie się wskaźnika wyprzedzającego PMI dla przetwórstwa przemysłowego z 52,4 w kwietniu do 48,5 pkt. To pierwszy odczyt poniżej poziomu 50 (oddziela wskazania recesyjne od wzrostowych) od I połowy 2020 r. (początki pandemii).

Pomimo, że publikowane w maju dane o PKB za I kw. 2022 r. to już historia niemal odległa, to warto im

poświęcić nieco uwagi. Gospodarka na początku roku rosła bardzo mocno, o 8,5% r/r oraz 2,5% k/k (po odsezonowaniu). Odczyt jednak rozczarował pod kątem struktury. Wzrost gospodarczy napędzany był przede wszystkim gromadzeniem przez firmy zapasów w otoczeniu obaw o niedostatki podażowe. Zmiana zapasów dodała aż 7,7 z 8,5 punktów procentowych wzrostu PKB.

Pomimo sygnałów hamowania ożywienia, jak na razie wysoka presja inflacyjna pozostaje głównym zmartwieniem Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Kontynuowany jest zatem cykl zacieśniania polityki monetarnej. W czerwcu główna stopa procentowa podniesiona została 9. raz z rzędu, tym razem o 75 p.b. (do 6%). Spodziewamy się, że RPP zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp jeszcze w lipcu (o 50 p.b.) i zakończy cykl ze stopą referencyjną na poziomie 6,5%. Ryzyka dla tak nakreślonej ścieżki stóp pozostają wciąż skierowane w górę.

Podsumowując - wiele wskazuje na to, że postpandemiczny wzrost globalnego popytu na dobra trwałe powinien wygasać, przy odchodzeniu od restrykcji epidemicznych oraz przy słabnącej sile nabywczej konsumentów wynikającej ze znacznej inflacji. Koniunktura w polskim przemyśle, który był motorem napędowym odbicia krajowej gospodarki po zapaści w II kw. 2020 r., pogorszy się. W kierunku hamowania ożywienia będzie oddziaływało także silne zacieśnianie polityki monetarnej oraz obniżająca się dynamika realnych (nominalne minus inflacja) wynagrodzeń.

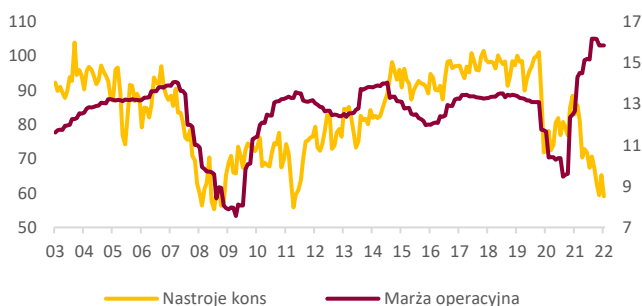
Spowolnienie może być częściowo amortyzowane przez luźną politykę fiskalną rządu, dodatkowy popyt ze strony uchodźców z Ukrainy oraz nadwyżkowe oszczędności gospodarstw domowych z czasów pandemii. Mimo wszystko, przy hamującym popycie zewnętrznym, inwestycyjnym i konsumpcyjnym w kolejnych kwartałach br. spodziewamy się szybko topniejącej dynamiki PKB w ujęciu r/r i średniorocznego wzrostu na poziomie 3,9%. W 2023 r. spodziewamy się kontynuacji hamowania gospodarki, przy zredukowanej na przestrzeni roku, ale mimo wszystko znacznej presji inflacyjnej. W 2023 spodziewamy się obniżenia tempa wzrostu PKB do 2,7%, przy średniorocznej inflacji konsumenckiej CPI na poziomie ok. 10%. (js)

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

Po kwietniowym spadku na głównych rynkach rozwiniętych (DM) maj zakończył się neutralnie, aczkolwiek jeszcze w pierwszej połowie miesiąca była kontynuowana zniżka i dopiero bliżej jego końca nastąpiło wzrostowe odreagowanie. Dla akcji rynków DM ogółem podtrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne. Niższe wyceny spółek względem zarówno bieżących, jak i prognozowanych zysków (na poziomie zagregowanym zyski spółek cały czas są przyzwoite) nie są naszym zdaniem dostatecznym argumentem do podnoszenia nastawienia, gdyż jednym z głównych czynników ryzyka pozostaje temat inflacji, która w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro osiąga poziomy nieobserwowane od dziesięcioleci. Podwyższona w krótkim terminie, jak pokazują chociażby wyniki finansowe spółek za I kw., może sprzyjać osiągnięciu wysokich zysków, jednak w długim terminie nie jest korzystna dla gospodarki.

**USA - wskaźnik nastroju konsumentów Uniwersytetu Michigan (lewa oś) i zagregowana marża operacyjna spółek z indeksu S&P500 (prawa oś, %)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Wskaźnik nastroju amerykańskich konsumentów opracowywany przez Uniwersytet Michigan obniżył się do poziomu najniższego od 10 lat, jednocześnie maleje skłonność Amerykanów do zakupu dóbr trwałego użytku w perspektywie 12 miesięcy. Rośnie więc ryzyko osłabienia popytu ze strony konsumentów, co przy utrzymaniu podwyższonych kosztów wynikających z rosnących cen środków produkcji (m.in. surowców

bazowych i wynagrodzeń) będzie skutkować presją na osłabienie marży na sprzedaży spółek. Wyższe koszty transportu, marketingu, magazynowania oraz usług zewnętrznych osłabią dodatkowo marżę operacyjną, a wzrost kosztów finansowych na skutek wzrostu stóp procentowych osłabi dodatkowo marżę zysku netto.

Tymczasem spoglądając na dostępne konsensusy prognoz wyników finansowych spółek, to widoczne są oczekiwania wzrostu przychodów ze sprzedaży i umocnienie marżowości. Tym samym, jeżeli środowisko wysokich cen w gospodarce poskromi zapędy kupujących wpływając albo na spadek przychodów ze sprzedaży, albo na obniżenie marżowości, to należy liczyć się z ryzykiem odnotowania zysków niższych od prognoz. Jako że szacunki wyników kształtują sentyment rynkowy, to należy spodziewać się jego osłabienia w przypadku pojawienia się pierwszych symptomów pogorszenia tychże wyników.

W nadchodzących miesiącach dodatkowy niepokój na rynkach będzie powodowany prawdopodobną kontynuacją zaostrzenia polityki pieniężnej w USA i możliwego zainicjowania takich działań w strefie euro. Patrząc na historię poprzednich początkowych cykli podwyżek stóp procentowych to zaskakująco często towarzyszył im jednak wzrost cen akcji. Wytłumaczeniem tego zjawiska może być teza, że wówczas podwyżki stóp pełniły narzędzie prewencyjne przeciwdziałającej umocnieniu się presji inflacyjnej towarzyszącej umacnianiu wzrostu gospodarczego oraz idących w ślad za tym wyników finansowych. Teraz to już nie jest prewencja, a gaszenie pożaru z oczekiwanym istotnym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego. Oczywiście, jak to już bywało w poprzednich cyklach podwyżek, może dochodzić do nietypowych sytuacji, gdzie złe dane makro będą spotykać się z dobrą reakcją rynków przez pryzmat oczekiwań wstrzymania podwyżek stóp procentowych, natomiast dobre dane makro będą sprzyjały szacunkom dalszych podwyżek poskramiając zapędy kupujących.



Naszą odpowiedzią na powyższe ryzyka w zakresie pozycjonowania się na akcjach z rynków rozwiniętych (DM) jest ich niedoważanie względem rynków wschodzących (EM), czy nawet Polski oraz preferencja spółek zaliczanych do segmentu *value* (nisko wycenianych, działających w bardziej tradycyjnych branżach) i *quality* (mających niskie zadłużenie i wysokie marże oraz aktywnie wypłacających dywidendy) nad spółkami wzrostowymi (*growth*). Uważamy, że w mniej stabilnym otoczeniu gospodarczym z narastającymi obawami o stagflację (połączenie wysokiej inflacji oraz słabnącego wzrostu gospodarczego), co w zasadzie już się realizuje, takie podejście zapewni wyższe korzyści dla portfela. Gdyby jednak te obawy narastały w kierunku głębszej recesji z odzwierciedleniem również w prognozach wyników finansowych spółek, pod rozważę przywołamy obniżenie nastawienia w kierunku skrajnie negatywnego. Podwyższenie nastawienia w perspektywie kolejnego miesiąca wydaje się mniej prawdopodobne, jednakże odwrócenie wymienionych wcześniej ryzyk w połączeniu z np. niskimi wycenami rynkowymi (wskaźnik P/E) mogłoby stanowić dostateczny ku temu argument. (mb)

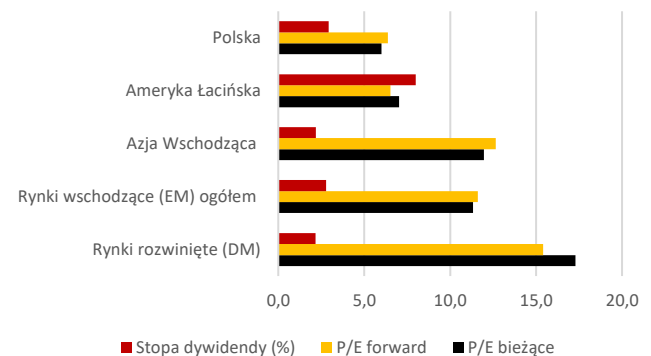
## Rynki wschodzące (EM)

W maju benchmarkowy indeks rynków wschodzących (MSCI EM) odnotował jedynie symboliczny 0,1%-owy wzrost i osiągnął wynik zbliżony do indeksu rynków rozwiniętych (MSCI World). Zdecydowanym liderem na EM był region Ameryki Łacińskiej (+6,5%), który zgodnie z naszymi oczekiwaniami, odbił po 14%-owej kwietniowej korekcie i zachowywał się znacznie lepiej niż mające największy wpływ na indeks EM ogółem – rynki azjatyckie (szczegółowe stopy zwrotu prezentujemy na dwu przedostatnich stronach raportu).

W perspektywie 6-12 mies. wciąż spodziewamy się relatywnie mocnego zachowania rynków Ameryki Łacińskiej. Spółki z indeksu MSCI LatAm należą do najatrakcyjniej wycenianych na świecie. Bieżący wskaźnik P/E (cena/zysk), oparty o zagregowane zyski spółek z 4 ostatnich kwartałów oscyluje w granicach 7,8, a wskaźnik P/E forward, bazujący na konsensusie oczekiwań zysków na spółek na 4 kwartały następne, znajduje się na jeszcze niższym poziomie- 7,4. Oba wskaźniki znajdują się poniżej wieloletnich średnich. Pomimo, że polskie akcje ogółem

również są wyceniane w tego typu niskich okolicach, to znacząco różnią się stopą dywidendy, czyli relacją wypłacanych w formie dywidend. Po ostatniej wyprzedaży, na dzień 13 czerwca stopy dywidendy dla akcji polskich to niespełna 3,0%, a dla Ameryki Łacińskiej – 8,0% i podobnie, jak wskaźniki P/E, jest to jedna z najatrakcyjniejszych wartości w przekroju indeksów regionalnych na świecie.

### Wyceny P/E i P/E forward oraz stopa dywidendy na poszczególnych rynkach akcji



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI DM

W dodatku Ameryka Łacińska pozostaje z dala od konfliktu rozgrywanego się w Europie, a także poza napięciami w regionie Pacyfiku. Dobre perspektywy dla akcji z tamtego regionu wynikają także z wysokich cen surowców. W Brazylii – kluczowej gospodarce regionu, za ok. 80% eksportu odpowiadają właśnie surowce, w tym głównie żelazo, ropa, soja, cukier, kawa i kukurydza.

Także cykl podwyżek stóp procentowych w Brazylii powinien być już bliski końca, a ostatni odczyt inflacji CPI (12,1%) znalazł się już poniżej aktualnej głównej stopy procentowej (12,75%). Prognozy zewnętrznych podmiotów dla głównego brazylijskiego indeksu akcji - Bovespy zakładają wzrost od kilku do nawet ok. 30% do końca bieżącego roku. Wśród największych ryzyk dla regionu podkreśla się ryzyko polityczne – głównie nadmiernych wydatków fiskalnych i powstrzymania się od potrzebnych reform przed wyborami, jednak nie jest to kierunek polityczny niespotykany w innych regionach świata i wspomniane ryzyko nie przeważa w naszej ocenie nad szansami dla regionu.



Natomiast kluczowy region rynków wschodzących – Azja, nadal pozostaje atrakcyjnie wyceniany (wskaźnik cena/zysk bieżący i prognozowany w okolicy 12), jednak wciąż boryka się z pewnymi problemami, a wśród nich najmocniej ciąży spowolnienie gospodarcze kluczowej - chińskiej gospodarki. Już kwietniowy - ostatni odczyt sprzedaży detalicznej zaskoczył mocno negatywnie – sprzedaż spadła o 11,1% r/r. Co prawda konsensus zakładał spadek, ale znacznie niższy- o ok. 6,6%. Również produkcja przemysłowa zaskoczyła in minus, spadając o 2,9% r/r vs. oczekiwanego wzrostu o ok. 0,5%.

Na gospodarce Chiny cieniem kładą się absurdalne ograniczenia ludzkiej aktywności w związku jeszcze z Covidem. Surowe lockdowny znacząco pogorszyły perspektywy na ten rok. Co prawda z dniem 1 czerwca wprowadzono złagodzenia restrykcji, jednak po pierwsze dwa poprzednie stracone miesiące będą ciążyć na wynikach tego roku, poza tym ryzyko ponownego ich wprowadzania będzie ciążyć na wycenach spółek regionu. W dodatku polityka „zero-covid” wydaje się być równocześnie elementem kampanii politycznej Xi Jinpinga, ubiegającego się o ponowną kadencję. Nadchodzące wybory jednak mogą oddziaływać również pozytywnie przez stymulus monetarny i fiskalny przed XX. zjazdem Komunistycznej Partii Chin planowanym na jesień tego roku.

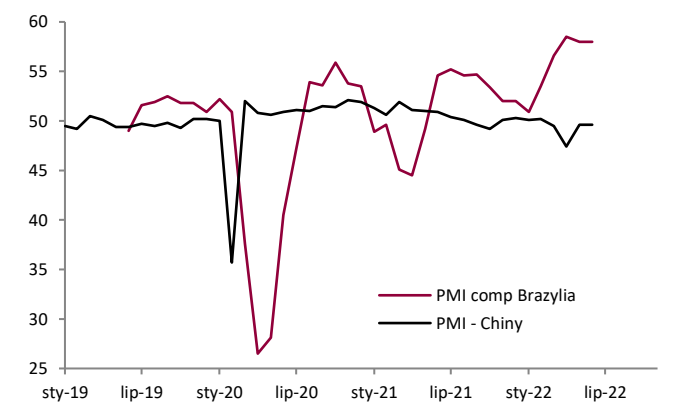
Co prawda samo luzowanie obostrzeń i próba stymulowania gospodarki, poprzez niedawno ogłoszony 33 punktowy plan, zawierający m.in. ulgi podatkowe i plany rozbudowy infrastruktury będą oddziaływać in plus i mogą wywołać wzrostową korektę, jednak po 1,5-rocznym spadkowym trendzie, w trakcie którego spółki otrzymały szereg regulacyjnych „ciosów” odbudowa zaufania inwestorów do chińskich spółek może trochę potrwać.

Trwająca rosyjska inwazja na Ukrainę również nie rzutuje pozytywnie na nastawienie inwestorów do chińskiego rynku, chociażby ze względu na ryzyko nałożenia zachodnich sankcji na chińskie podmioty, które chciałyby wykorzystać geopolityczny kryzys. Dodatkowe obawy rodzą napięcia w obrębie Pacyfiku i Tajwanu, który według polityki jednych Chin jest integralną częścią Państwa Środka. Tymczasem prezydent USA Joe Biden w ostatnim czasie kilkakrotnie deklarował wsparcie dla

obrony „niezależności” tej, niezwykle wysoko rozwiniętej gospodarczo, wyspy.

Podsumowując, w czerwcu podtrzymujemy preferencję akcji z rynków Ameryki Łacińskiej względem Azji. Wśród dodatkowych czynników wcześniej nie wymienionych warto zwrócić uwagę także na wskaźniki PMI. Najnowszy odczyt brazylijskiego PMI w produkcji wyniósł 52, w usługach aż 61, a w Chinach odpowiednio 49,6 i 47,8 – obrazując dość spore zróżnicowanie cykli gospodarczych w obu tych krajach (w Chinach spowolnienie dopiero nadchodzi, w Brazylii mamy ożywienie).

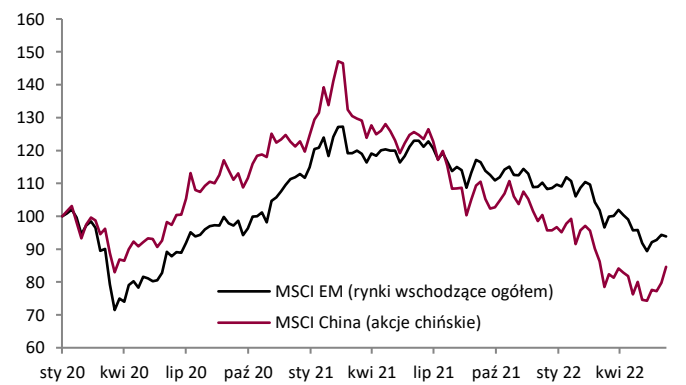
**Wykresy wskaźników wyprzedzających koniunktury PMI**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Pomimo przedłużających się wyzwań dla chińskiego rynku akcji, wciąż jednak pozostaje on atrakcyjnie wyceniany. Od strony technicznej- od marca indeks MSCI China nie pogłębił już nowych minimów, wygląda jakby próbował ustanowić dno, po czym za prawdopodobne oceniamy odbicie. Dla rynków wschodzących ogółem pozostajemy więc przy neutralnym nastawieniu, wyższym aniżeli dla rynków DM. (ad)

**Wykresy indeksów akcji z rynków EM (2020.01=100)**

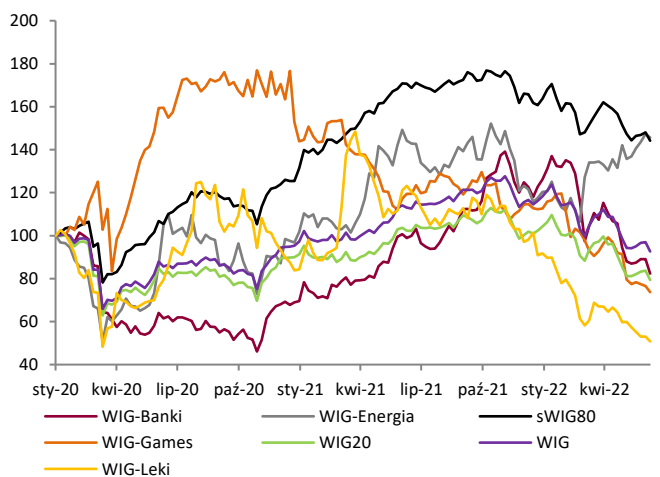


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Polska

Maj na GPW ponownie był słabym miesiącem, ale przeceny indeksów giełdowych były raczej symboliczne, w porównaniu do silnych spadków w kwietniu. Główny indeks giełdowy WIG w maju stracił 0,6%, a WIG20 skupiający największe spółki zniżył o 0,8%. Miniony miesiąc można więc uznać za względnie spokojny, na co wpływ mogły mieć informacje o tym, że rząd i Komisja Europejska doszły do porozumienia w sprawie zatwierdzenia Krajowego Planu Odbudowy, przez co odblokowane zostaną środki unijne dla Polski. Już teraz jednak widać, że temat odblokowania środków dla Polski odbędzie się jeszcze „ciągnął”, a szczegółowe zapisy, tzw. „kroki milowe”, do których pod naciskiem UE, zobowiązał się rząd, nie można ocenić jako jednoznacznie pozytywne dla polskich spółek w długim terminie.

### Notowania wybranych subindeksów sektorowych na GPW (2020.01=100)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W przekroju sektorowym inwestorzy w maju docenili budownictwo (+8,5%) oraz energetykę (+0,6%). W pozostałych sektorach kierunki kursów były spadkowe (poza neutralnym górnictwem). Najmocniej ponownie tracił sektor gier (-5,1%), a następnie nieruchomości (-4%) oraz banki (-3,7%).

Jeśli chodzi o prognozy wyników finansowych dla głównych indeksów GPW na najbliższe 12 miesięcy, to te nadal mają się całkiem dobrze. W maju konsensus rynkowy najmocniej w górę zrewidował oczekiwane zyski dla indeksu mWIG40 (+13,8%), dla indeksu WIG20 (+11,2%), a dla WIG (+10,9%). Z kolei dla indeksu sWIG80 rynek zrewidował oczekiwane zyski jedynie o +0,5%, co

tłumaczy najsłabsze zachowanie tego indeksu w ciągu ostatniego miesiąca.

W maju sektorowo najmocniej w górę rynek skorygował oczekiwania na przyszłe wyniki ponownie dla sektora paliwowego (+32,4%), a następnie dla banków (+12,4%). Podium zamyka energetyka z rewizją oczekiwanych wyników o +6,2%. W sektorze bankowym rewizja oczekiwanych wyników ma związek z rosnącymi stopami procentowymi oraz systematycznym zwiększaniem przez banki wyników odsetkowych. Zapowiadane przez premiera zmiany (m.in. nowy wskaźnik kredytowy zamiast dotychczasowego WIBOR, wakacje kredytowe) w większym stopniu dotkną ten sektor w nieco późniejszym terminie i za taką optyką zdaje się również podążać konsensus rynkowy. Jednak według Związku Banków Polskich powszechne skorzystanie z tzw. wakacji kredytowych stanowiłoby koszt dla sektora w bieżącym roku w kwocie 13-16 mld zł, a w latach 2022-23 r. – łącznie w kwocie 21-28 mld zł. Na drugim biegunie oczekiwań rynkowych najmocniej w dół zrewidowano oczekiwane 12-miesięczne wyniki dla sektora gier (-29,6%) oraz dla nieruchomości (-5,1%).

Patrząc przez pryzmat relacji kursu giełdowego do oczekiwanych wyników (czyli oczekiwane P/E) oraz obserwacji tego wskaźnika w dłuższym horyzoncie czasowym, nadal atrakcyjnie (w pierwszym kwartyle obserwacji z okresu maksymalnie 10 ostatnich lat) wyceniane są główne indeksy: WIG, WIG20, mWIG40, sWIG80 (ich P/E znajdują się pomiędzy 7,1-8,4) oraz subindeksy sektorowe: górnictwo (4,0), paliwa (4,4), banki (6,2). Ostatnim istotnym sektorem, na który warto zwrócić uwagę jest energetyka z oczekiwanym P/E = 6,2, (w kwietniu jego wycena znajdowała się na medianie 7,0, czyli była w połowie wszystkich swoich odczytów historycznych z 10 lat, uszeregowanych rosnąco). Z kolei sektor gier jest trudny do jednoznacznej oceny przez pryzmat oczekiwanego P/E = 20,1, gdyż co prawda jest tani w swojej relatywnie krótkiej historii, natomiast nadal drogo wyceniany w porównaniu do innych sektorów GPW.

Dla polskiego rynku akcji ogółem w dalszym ciągu pozostajemy przy neutralnym nastawieniu, utrzymując jego preferencję względem rynków rozwiniętych ogółem. Akcje na GPW wyceniane są zbiorczo (oczekiwane P/E dla indeksu MSCI Poland 7,5, a dla WIG 7,3) na poziomach

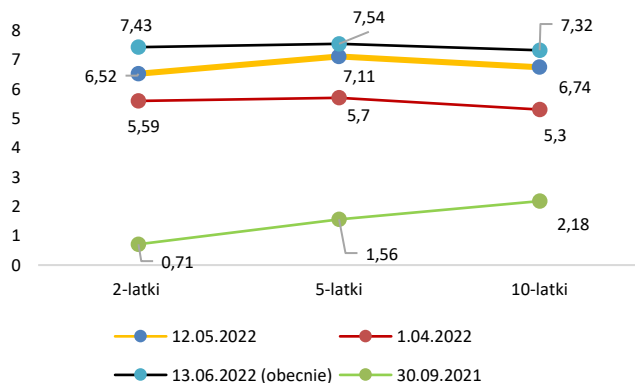
poniżej rynków wschodzących (oczekiwane P/E około 11,2) i znacznie poniżej rynków rozwiniętych. Ponadto czynnikami wspierającymi krajowy rynek akcji są: 1) spadająca, ale nadal wysoka dynamika gospodarcza, za równo w II kw., jak całym bieżącym roku szacowana w okolicy 4% r/r; 2) korzystna na okres wysokiej inflacji struktura sektorowa emitentów z GPW (duży udział banków, sektora finansowego, spółek paliwowych, energetycznych, surowcowych); 3) niskie historyczne P/E.

Niskie wyceny krajowego rynku akcji (historyczne i oczekiwane) mogą także dyskutować potencjalne negatywne scenariusze gospodarcze, a więc ich ewentualna materializacja, łącznie z finansowaniem przez sektor bankowy tzw. „wakacji kredytowych” nie powinna już naszym zdaniem wpływać na dalsze spadki na GPW. (tk)

## Obligacje

Rentowności polskich stałokuponowych obligacji skarbowych (będących główną lokatą większości polskich funduszy obligacji skarbowych czy uniwersalnych) zarówno, średnio jak i długoterminowych wzrosły 13 czerwca do poziomów grubo powyżej 7 proc.

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

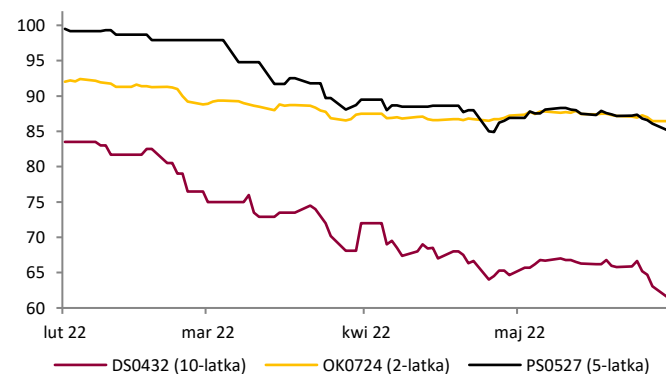


źródło: Bloomberg

Z jednej strony to najwięcej od wielu lat (ponad 20; (jeszcze w styczniu ubiegłego roku było to o 5-7 pkt. proc. mniej), ale też nadal niewiele, jeśli bierzemy pod uwagę inflację, czy to bieżącą (po maju 14,2% za ostatnie 12 miesięcy i aż 2,0% miesiąca do miesiąca), czy też oczekiwaną – prognozowaną od teraz na kolejne 12 mies. Ponadto, inwestor kupując obligacje stałokuponowe godzi się na określoną stopę zwrotu do ich zapadalności, ale jednocześnie naraża na dość spore wahania cen w trakcie trwania inwestycji. Przykładowo polskie skarbowe 5- i 10-latk tylko od lutego br. straciły na wartości ok. 15% i 25% (wykres obok) i w zależności od dalszego rozwoju sytuacji

(wzrostu bądź spadku rynkowych rentowności o 1 pkt. proc.) mogą zyskać albo stracić na cenie (po odpowiednio ok. 3% i 5% - decyduje o tym parametr *duration* obligacji, tym większy im dłuższy termin do wykupu).

### Notowania aktualnych benchmarkowych serii polskich stałokuponowych obligacji skarbowych



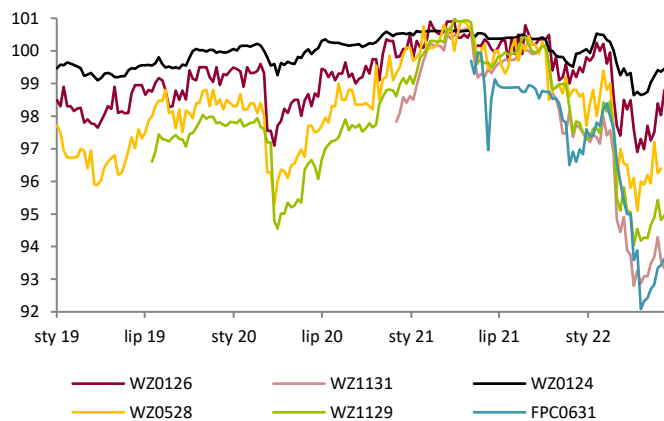
źródło: Bloomberg

Tego typu ryzyka cenowego nie mają obligacje zmiennokuponowe, stanowiące trzon portfeli funduszy oszczędnościowych, konserwatywnych, obligacji krótkoterminowych, itp. W zależności od terminu zapadalności one również znacząco potraciły na wartości przez ostatnie kilka kwartałów, ale dla „najdłuższych” papierów straty nie przekroczyły 5-6 % (wykres poniżej), a obecnie kursy ewidentnie już zakręcają „w górę”, co wynikać może z: a) wyczerpania się podaży przy braku nowych emisji tego typu papierów, b) rosnącej świadomości zwłaszcza wyedukowanych inwestorów, że obligacje zmienno-kuponowe są jedną z niewielu obecnie na rynku dostępnych opcji pozwalających na „ściganie się”



przyszłą stopą zwrotu z inflacją, przy braku narażania się na nadmierne ryzyko rynkowe.

### Notowania wybranych polskich skarbowych obligacji zmienno-kuponowych

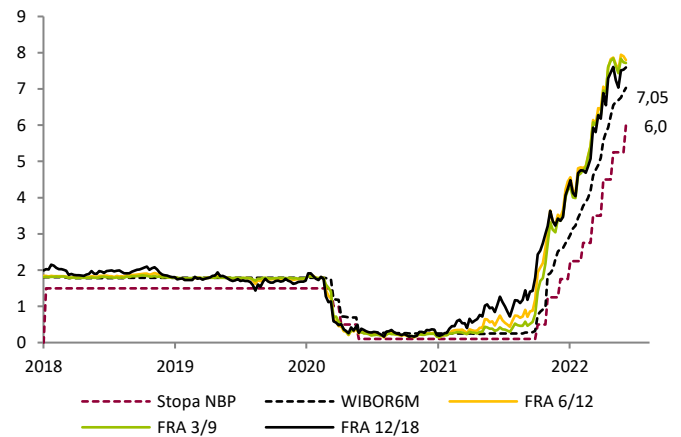


źródło: Bloomberg, cyfry w nazwie obligacji oznaczają kolejno rok i miesiąc zapadalności

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. Obecnie na rynku międzybankowym kontrakty terminowe na przyszłą 6-miesięczną stopę WIBOR kwotowane są już nawet powyżej 8 proc. (obecnie 7,05 proc.), co oznacza, iż z taką właśnie rentownością, plus ewentualna premia w przypadku obligacji nie skarbowych, obligacje zmienno-kuponowe będą wchodzić w przyszłe okresy odsetkowe.

Ponadto, po ostatniej wyprzedaży, wiele obligacji notowanych jest dodatkowo z dyskontem względem ceny nominalnej (wykupu), co już teraz, nawet w przypadku emitentów o wysokim standingu finansowym (banki, energetyka, spółki Skarbu Państwa) oznacza rentowność dla posiadaczy w okolicach 9-10%, czyli poziom wręcz niewyobrażalny jeszcze w połowie ubiegłego roku, kiedy stopa WIBOR6M wynosiła jedynie 0,24 proc.

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



źródło: Bloomberg

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), a więc w większym stopniu aniżeli fundusze obligacji krótkoterminowych mogą też inwestować w „koronaobligacje” BGK i PFR o wyższej rentowności niż „skarbówki”, a takim samym ryzyku kontrahenta, i 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 korporacyjne

Obligacje korporacyjne na rynkach rozwiniętych również pogrążają się w spadkach. Najmocniej tracą obligacje High-Yield (HY, o niskim standingu finansowym bądź bez ratingu). Niewiele jednak mniej obligacje emitentów o ratingu inwestycyjnym (IG - Investment Grade), a to głównie dlatego, iż w przeciwieństwie do specyfiki polskiego rynku, większość na rynku zagranicznym stanowią emisje stałokuponowe i dość długoterminowe, a więc najbardziej wyszeponowane na negatywne impulsy cenowe związane ze wzrostem inflacji i dyskontowanym do jej zażegnania wzrostem rynkowych stóp procentowych. Benchmark dla amerykańskich obligacji IG (Bloomberg US Corporate IG) zakończył maj kosmetycznym wzrostem, ale już w czerwcu kontynuował

spadki. Na spadku indeksów obligacji IG wpływ mają nie tylko zmiany rentowności na rynkach bazowych (obligacji skarbowych USA czy Niemiec), ale również rozszerzające się spready – premie za ryzyko kredytowe. W maju najmocniej rozszerzyły się dla emitentów europejskich (do 182 z 148 pb. w kwietniu). Obecne rentowności, jakie oferują obligacje korporacyjne emitentów IG to: ok. 2,5% w EUR w Europie i 4,6% w USD zarówno w USA (wzrost z 3,6% w kwietniu), jak i w Azji.

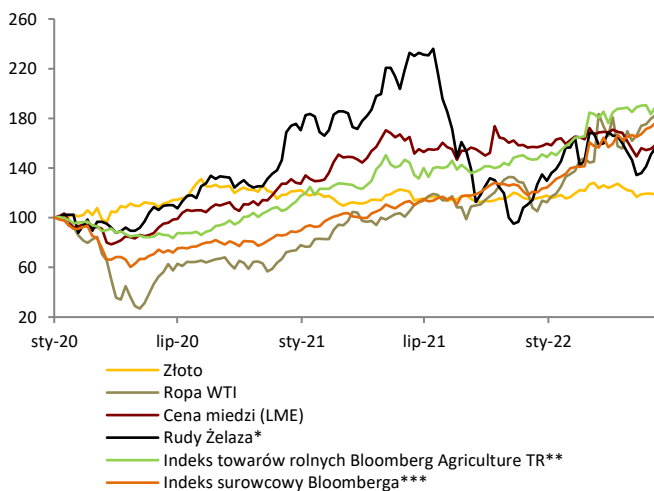
Utrzymująca się globalnie niepewność makro i coraz trudniejszy obraz mikro generują ryzyko recesji. Jak pokazuje historia, poziomy spreadów w takich warunkach

potrafią skokowo wzrastać, zwłaszcza w obszarze emitentów HY. Dokładając do tego perspektywę zmniejszonego wsparcia polityki banków centralnych na rynkach instrumentów o stałym dochodzie, w dalszym ciągu pozostajemy negatywnie stawieni do zagrabnicznych obligacji korporacyjnych, zarówno IG, jak i HY, a za ważne uznajemy, aby w obszarze zagranicznych rynków dłużnych poszukiwać się ewentualnie rozwiązaniami niekierunkowymi, a o strategiach absolute return (mającym mandat inwestowania w taki sposób aby mogły zarabiać także na spadkach niektórych segmentów rynku). (dm, zo)

## Surowce

Indeks Bloomberg Commodity Index zakończył maj wynikiem +1,4%. Miesiąc przyniósł więc kontynuację trwającej od dwóch lat hossy, która technicznie pozostaje niezagrożona.

### 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%

Warto jednak zauważyć, że rynki w ostatnich tygodniach są coraz bardziej zaniepokojone perspektywami globalnego wzrostu, obawiając się efektów „covidowych

blokad” w Chinach i agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej w USA. Z drugiej strony jednak w wielu przypadkach (ropa, metale przemysłowe) zapasy są na najniższych od lat poziomach, a ryzyko geopolityczne utraty źródeł dostaw lub problemów z logistyką jest olbrzymie. W związku z faktem, że zazwyczaj surowce mają niewielką korelację z cenami akcji i obligacji, a historycznie dobrze zachowywały się w pierwszych miesiącach cykli podwyżek stóp na rynkach bazowych, utrzymujemy pozytywne nastawienie do tej klasy aktywów w średnim terminie (6-12 mies.). Trend wzrostowy na rynku surowcowym jest obecnie na tyle silny, że nawet umacniający się dolar (w którym wyceniane są surowce) nie zdołał mu zaszkodzić. W pierwszej połowie maja słabość pokazały jedynie metale przemysłowe, do czego przyczynił się istotny spadek popytu z Chin.

To właśnie koniunktura na świecie w najbliższych miesiącach (szczególnie w Państwie Środka) da odpowiedź na pytanie jak długo hossa surowcowa pozostanie jeszcze z nami.

## Surowce energetyczne

Świetny miesiąc zaliczyła ropa naftowa (Brent +12,3%, WTI +9,5). Pomimo marcowo-kwietniowego spadku popytu z Chin (szacowanego na 1,5-2 mln baryłek dziennie), faktu, że USA zdecydowały w marcu o stopniowych uwolnieniu 180 mln baryłek z rezerw strategicznych, cena nie tylko nie

spadała, lecz rosła – co jest dowodem na silne fundamentalne podstawy hossy. Przyczyną tego były bardzo niskie i spadające cały czas zapasy (np. zapasy komercyjne ropy w USA spadły poniżej 420 mln baryłek), przy równoczesnym bardzo wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych na świecie. Dyrektor generalny Saudi Aramco, Amin Nasser ocenił je na 2 mln baryłek dziennie (ok 2% globalnego zużycia). Podobnego zdania są także analitycy Goldman Sachs.

Z opóźnieniem spadać zaczyna produkcja ropy rosyjskiej, dostarczana na światowe rynki (ok. 1 mln baryłek poniżej poziomu sprzed wojny). Jednocześnie zbliża się sezon urlopowy w krajach Zachodu, który statystycznie generował dodatkowe 2 mln baryłek dziennie popytu. Obecnie w krajach OECD mamy historycznie niskie zapasy produktów gotowych. Zapasy destylatów kształtują się na poziomie 14% niższym niż średnia z lat 2015-19, i znajdują się w Europie i USA na poziomach najniższych od 2008 roku. Zapasy samej benzyny w USA są natomiast najniższe od 2014 r. Pewnym stabilizatorem cen mógłby być powrót na rynek ropy z Iranu i Wenezueli, jednak o ile władze amerykańskie zezwoliły prywatnym firmom na powrót do rozmów biznesowych z władzami w Caracas, to w kontekście ropy irańskiej nie widać obecnie żadnych postępów.

Wydarzeniem ostatnich dni, które jeszcze bardziej komplikuje sytuację, jest przyjęcie przez Unię Europejską 6. pakietu sankcji na Rosję, które zakłada natychmiastowe embargo na dostawy ropy źródłami innymi niż rurociągi, a docelowo ograniczenie również dostaw i tą drogą, eliminujące 90% surowca rosyjskiego z europejskiego rynku.

Pewna stabilizację nastąpiła natomiast na europejskim rynku gazu ziemnego- choć na poziomach cen kilkukrotnie wyższych niż rok temu (ok 83 EUR za MWh). Nie da się już tego jednak powiedzieć o cenach w USA, które wspięły się na rekordowe poziomy 8,5 USD/BTU (British Thermal Unit), choć nadal w porównaniu z cenami w Europie pozostają znacznie niższe (1 MWh=3,4 mln BTU tak więc ceny za megawatogodziną to 83 EUR do 29 USD).

Szukając trwałego odwrócenia trendu na węglowodorach, należałoby obserwować stan zapasów. Jeśli zaczną one stabilnie rosnać, to zapewne będzie to sygnał końca rynku „byka”. Na to się jednak w tej chwili nie zanoszą.

## Złoto

Metale szlachetne zanotowały dla odmiany w maju drugi z rzędu korekcyjny miesiąc. Złoto traciło 3,1% a cena srebra spadła o 5,4%. Szlachetny kruszec nie był w stanie przeciwstawić się umacniającemu się dolarowi, dyskontował też obawy o spadający popyt fizyczny z Chin (lockdowny podobnie jak w pierwszej fazie pandemii znacząco utrudniały fizyczne zakupy). Choć na razie brak jeszcze pełnych danych z sektora za maj, widoczna była redukcja inwestycji w ETF-y oparte o kruszec (np. największy fundusz tego typu GLD zanotował 1,48 mln USD odpływów). Napływy do ETF-ów to ważny barometr nastrojów inwestorów, które obecnie, delikatnie mówiąc, nie są najlepsze. Spadków najwyraźniej nie obawiają się natomiast producenci złota, którzy zgodnie z najnowszym raportem Commitments of Traders w najmniejszym stopniu od prawie dwóch lat zabezpieczają przyszłą produkcję przed spadkami cen.

Niezależnie od krótkoterminowej zmienności, biorąc pod uwagę rekordową inflację i ujemne realne stopy procentowe, ryzyka geopolityczne oraz ryzyko ewentualnej stagflacji, postrzegamy złoto jako pożądany składnik portfela, dywersyfikujący klasyczne portfolio obligacyjno-akcyjne. Warto także nadmienić, że ostatni skokowy wzrost ryzyka na rynkach akcyjnych i krach rynku kryptowalut może mieć swoje konsekwencje dla kruszców. Do tej pory rynki te skutecznie odciągały uwagę inwestorów od „szlachetnego kruszcza”.

## Metale przemysłowe

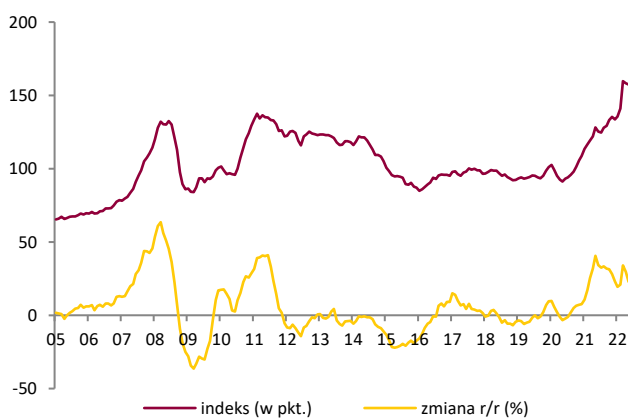
Metale przemysłowe w maju negatywnie zareagowały na silniejszego dolara oraz na spadek popytu w Chinach. Szczególnie trudny był dla nich początek miesiąca. W drugiej połowie maja, po złagodzeniu lockdownów w Szanghaju większość odrabiała straty. Istnieje jednak obawa, że powrót popytu chińskiego na rynek w sytuacji historycznie niskich stanów magazynowych i sztywnej podaży może spowodować kolejny ruch w górę. W marcu ceny aluminium, miedzi, niklu i cynku osiągnęły szczytowe wartości. Wówczas łączne ich zapasy na giełdzie w Londynie i Szanghaju wynosiły 1,77 mln ton. Zamiast jednak rosnąć w miarę słabnięcia popytu, poziom zapasów nadal spadał, osiągając w ubiegłym tygodniu 1,43 mln ton, co oznacza spadek o 19% w tym okresie.



Niezależnie więc od potrzeb wynikających z „zielonej transformacji” rynek metali kolorowych nie wygląda najgorzej (jeśli patrzymy z perspektywy inwestora zainteresowanego wzrostem cen). Nieco słabiej wyglądają perspektywy rudy żelaza, w przypadku której nie ma obecnie obaw o dostępność. Początkowo rynek obawiał się o dostawy z Ukrainy i Rosji, odpowiadają one jednak jedynie za odpowiednio 4,2 i 2 % globalnego eksportu, trafiającego niemal w całości do Europy. W związku z tym, problemów z dostępnością i wysokich cen należy się spodziewać raczej na europejskim rynku stali aniżeli na globalnym rynku samej rudy (wg Fitch Ratings).

## Towary rolne

### Ceny żywności na świecie – zbiorczy indeks FAO



źródło: Bloomberg

Pszenica drożała w maju o 4,2%, kukurydza taniała 7,4% a cena soi pozostawała stabilna. Indeks światowych cen

żywności, który osiągnął w marcu poziom 159,3 pkt., w kwietniu nieznacznie spadł- do poziomu 158,5 pkt. Nadal jednak jest najwyższy od 1990 r. Podstawowym „bólem głowy” dla globalnych rynków jest poziom eksportu naszych wschodnich sąsiadów. Według różnych szacunków, skala zasiewów na Ukrainie, w zależności od uprawy jest od 20 do nawet 40 proc. mniejsza niż w zeszłym roku. Dodatkowo nie ma fizycznej możliwości eksportu drogą morską - blokowaną przez Rosjan. Ci ostatni dodatkowo mogą pokusić się o manipulowanie własnym eksportem, by potęgować globalne problemy zaopatrzeniowe. W chwili obecnej już kilkanaście krajów, w tym Indie czy Argentyna wprowadziło zakazy lub ograniczenia eksportu niektórych surowców rolnych (chcąc ograniczyć wzrost lokalnych cen). Według danych ONZ, 36 państw sprowadza z Rosji i Ukrainy ponad połowę swojego zboża, i są to głównie biedne kraje Południa. W związku z tym należy pamiętać, że inwestycje w rejonie Afryki, ale i Bliskiego Wschodu są obciążone obecnie dodatkowym ryzykiem.

Podsumowując, niezmiennie uważamy, że warto w portfelu posiadać komponent surowcowy. Surowce dobrze zachowują się w pierwszej fazie podwyżek stóp na rynkach bazowych i są słabo skorelowane z akcjami i obligacjami. Bardzo solidnie wyglądają fundamenty, zwłaszcza w sektorze surowców energetycznych i niestety towarów rolnych. Złagodzenie polityki „zero covid” w Chinach może natomiast spowodować powrót popytu na metale przemysłowe, przy bardzo niskim poziomie zapasów. Oczywiście jeśli świat nie podąży w kierunku globalnej recesji. (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	-0,1%	-6,5%	-10,1%	-8,2%	32,7%	40,8%
MSCI World	USD	-0,2%	-6,3%	-10,0%	-6,2%	36,4%	46,0%
MSCI Emerging Markets	USD	0,1%	-8,0%	-11,1%	-21,7%	8,0%	7,2%
MSCI EM Asia	USD	0,2%	-8,0%	-12,2%	-23,3%	15,8%	14,2%
MSCI EM Latin America	USD	6,5%	2,9%	20,9%	-3,8%	-8,2%	-2,7%
MSCI EM Europe	USD	-0,2%	-65,9%	-82,1%	-82,0%	-80,5%	-77,0%
MSCI Poland	PLN	-0,7%	-10,0%	-17,6%	-18,7%	-25,0%	-26,1%
MSCI Frontier Markets	USD	-6,9%	-10,6%	-16,4%	-13,0%	-0,3%	-2,3%
S&P500 - USA	USD	0,0%	-5,5%	-9,5%	-1,7%	50,1%	71,3%
Russell 2000	USD	0,0%	-9,0%	-15,2%	-17,8%	27,2%	36,0%
MSCI Europe	EUR	-1,5%	-2,1%	-3,3%	0,3%	19,1%	12,7%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-1,6%	-2,2%	-4,2%	-0,8%	20,1%	13,7%
DAX - Niemcy	EUR	2,1%	-0,5%	-4,7%	-6,7%	22,7%	14,1%
CAC40 - Francja	EUR	-1,0%	-2,9%	-3,8%	0,3%	24,2%	22,4%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	3,1%	4,4%	6,6%	-3,3%	-1,7%	-18,6%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	1,0%	-3,6%	-5,1%	-2,6%	23,7%	18,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	0,8%	2,0%	7,8%	8,3%	6,2%	1,2%
FTSE Nordic 30	SEK	-1,3%	-2,0%	-4,7%	3,0%	42,7%	43,6%
Nikkei - Japonia	JPY	1,6%	2,8%	-1,9%	-5,5%	32,4%	38,8%
TOPIX - Japonia	JPY	0,7%	1,4%	-0,8%	-0,5%	26,5%	22,0%
MSCI China	HKD	0,9%	-10,7%	-19,1%	-36,2%	-5,1%	-2,0%
Hang Seng - Hongkong	HKD	1,5%	-5,7%	-8,8%	-26,5%	-20,4%	-16,5%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-0,3%	-0,5%	-5,4%	-16,2%	31,5%	14,4%
SENSEX - Indie	INR	-2,6%	-1,2%	-2,6%	-2,0%	39,9%	78,4%
XU100 - Turcja	TRY	4,8%	30,9%	40,8%	79,3%	181,2%	161,1%
RTS- Rosja	USD	11,7%	28,9%	-26,6%	-24,4%	-6,1%	14,7%
BOVESPA - Brazylia	BRL	3,2%	-1,6%	9,3%	-11,8%	14,8%	77,6%
WIG	PLN	-0,6%	-6,1%	-15,3%	-13,4%	-0,8%	-4,4%
<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	-0,6%	-7,4%	-11,1%	-14,0%	27,8%	31,3%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-0,1%	-6,4%	-10,0%	-7,6%	33,8%	42,8%
WIG20	PLN	-0,8%	-7,8%	-16,0%	-17,5%	-17,7%	-19,2%
WIG20 total return	PLN	-0,6%	-7,6%	-15,8%	-15,6%	-12,9%	-10,6%
mWIG40	PLN	-0,5%	-5,2%	-18,4%	-11,3%	10,1%	-9,4%
sWIG80	PLN	-2,1%	-0,5%	-10,0%	-11,9%	56,9%	12,0%
<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	0,3%	0,0%	-1,3%	2,7%	45,0%	57,5%
MSCI World Energy	USD	12,7%	19,3%	49,0%	53,5%	32,1%	26,6%
MSCI World Financials	USD	2,3%	-7,1%	-5,4%	-8,1%	23,4%	23,1%
MSCI World Metals&Mining	USD	-0,6%	-1,3%	20,1%	-1,0%	62,4%	76,0%
MSCI World Industrials	USD	-0,8%	-7,5%	-10,8%	-13,9%	22,0%	25,9%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-3,8%	-13,8%	-24,3%	-17,8%	37,1%	52,1%
MSCI World Consumer Staples	USD	-4,0%	-3,6%	0,3%	-1,8%	19,0%	16,2%
MSCI World IT	USD	-1,7%	-10,8%	-20,3%	-4,9%	80,3%	130,3%
Nasdaq	USD	-2,1%	-12,1%	-22,2%	-12,1%	62,1%	94,9%
Nasdaq100	USD	-1,7%	-11,2%	-21,7%	-7,6%	77,4%	118,4%
S&P Global Clean Energy	USD	5,0%	-4,3%	-14,7%	-12,5%	99,2%	131,3%
Eurostoxx Banks	EUR	6,4%	-2,4%	-2,2%	-6,4%	6,2%	-29,2%
WIG-Games	PLN	-5,1%	-23,0%	-33,9%	-36,6%	-7,5%	
WIG-Energia	PLN	0,6%	20,6%	14,9%	2,0%	33,8%	3,8%
WIG-Banki	PLN	-3,7%	-20,7%	-27,3%	-9,6%	-17,0%	-16,1%
<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	-2,4%	-11,4%	-20,9%	-12,0%	45,5%	67,1%
MSCI World Value	USD	1,7%	-1,6%	1,4%	-1,3%	23,9%	23,2%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	9,6%	26,8%	72,3%	78,6%	99,9%	112,1%
Miedź	USD	-2,3%	-3,3%	0,4%	-8,2%	62,7%	66,5%
Aluminium	USD	-9,1%	-18,6%	4,7%	12,2%	55,5%	43,2%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-1,9%	7,9%	28,8%	30,5%	85,3%	57,9%
Rudy żelaza	USD	-11,4%	-6,0%	40,6%	-35,1%	35,2%	119,9%
Węgiel koksujący	CNY	-3,6%	11,4%	51,4%			
Złoto	USD	-3,1%	-3,8%	3,5%	-3,6%	40,7%	44,8%
Srebro	USD	-5,4%	-11,9%	-5,6%	-23,1%	47,7%	24,4%
Bloomberg Commodity Index	USD	1,4%	14,7%	37,1%	41,5%	69,0%	58,6%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	0,0%	-9,2%	-12,2%	-14,6%	-7,2%	-2,9%
USD Korporacyjne IG	USD	0,9%	-7,0%	-12,0%	-10,3%	2,3%	10,0%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-1,2%	-5,1%	-8,8%	-8,9%	-4,9%	-1,3%
USD azjatyckie IG	USD	0,4%	-4,9%	-8,5%	-7,3%	3,0%	11,2%
USD Korporacyjne HY	USD	0,2%	-4,4%	-6,3%	-5,3%	10,3%	19,1%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-1,4%	-4,1%	-7,2%	-6,9%	3,8%	8,1%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	0,5%	-5,6%	-5,5%	-7,9%	5,0%	8,0%
EM skarbowe w USD	USD	0,3%	-7,0%	-13,4%	-14,9%	-7,0%	-2,3%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,2%	-8,4%	-11,4%	-17,3%	-11,2%	-3,5%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	1,8%	-4,3%	-5,3%	-12,2%	-3,9%	-4,5%
EUR/PLN	PLN	-2,2%	-2,5%	-1,6%	2,3%	7,0%	9,6%
CHF/PLN	PLN	-2,4%	-2,7%	-0,5%	9,2%	16,1%	15,7%
USD/PLN	PLN	-3,7%	1,9%	3,9%	16,6%	11,3%	14,8%
USD/JPY	USD	0,8%	-10,7%	-12,1%	-14,9%	-15,9%	-13,9%
Bloomberg USD Index	USD	-1,5%	3,9%	3,7%	9,9%	1,7%	2,3%
MSCI EM Currency Index	USD	0,5%	-1,4%	-1,1%	-2,9%	5,4%	6,6%
JP Morgan EM Currency Index	USD	1,3%	1,9%	1,1%	-8,8%	-13,9%	-23,0%
Europe REITS	EUR	-1,7%	0,0%	1,0%	-0,5%	-10,8%	-17,7%
US REIT's	USD	-6,3%	-5,3%	-7,8%	0,7%	10,8%	18,1%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-5,4%	-9,7%	-9,7%	20,1%	248,4%	311,7%
Amazon	USD	-3,3%	-21,7%	-31,4%	-25,4%	35,4%	141,7%
Alphabet (Google)	USD	-0,3%	-15,8%	-19,8%	-3,5%	105,6%	130,5%
Microsoft	USD	-1,8%	-8,8%	-17,4%	9,8%	126,5%	315,6%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-3,4%	-8,2%	-40,3%	-41,1%	9,1%	27,8%
Netflix	USD	3,7%	-50,0%	-69,2%	-60,7%	-42,5%	21,1%
Tesla	USD	-12,9%	-12,9%	-33,8%	21,3%	1947,6%	1011,8%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	-2,8%	13,0%	16,2%	35,2%	32,1%	32,0%
Roche	CHF	-9,9%	-4,2%	-6,8%	7,2%	35,4%	43,5%
ASML	EUR	-1,5%	-9,9%	-22,9%	-1,1%	224,8%	377,5%
Nestle	CHF	-7,1%	-0,1%	1,4%	8,1%	26,6%	61,4%
Novartis	CHF	0,4%	12,7%	23,2%	14,7%	13,2%	48,9%
Novo Nordisk	DKK	-5,5%	13,6%	10,0%	61,9%	158,9%	204,8%
L'Oreal	EUR	-5,8%	-6,1%	-16,2%	-9,5%	42,1%	85,7%
LVMH	EUR	-3,6%	-8,5%	-12,0%	-7,0%	83,3%	183,7%
Astrazeneca	GBp	-2,2%	15,4%	28,4%	33,1%	94,5%	134,5%
SAP	EUR	-0,3%	-4,7%	-15,6%	-16,2%	-10,3%	6,3%
Sanofi	EUR	2,2%	10,6%	23,3%	18,8%	54,0%	37,8%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	4,1%	-6,8%	-5,1%	-4,5%	162,2%	225,8%
Tencent Holding	HKD	-3,5%	-13,6%	-18,3%	-39,4%	15,7%	41,7%
Alibaba	USD	-1,1%	-8,7%	-24,7%	-55,1%	-35,6%	-21,6%
Samsung Electronics	KRW	0,0%	-6,0%	-4,6%	-14,7%	73,5%	74,1%

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