



ALIOR  
BANK

Biuro Maklerskie

NAVIGATOR RYNKOWY

# KIEDY KONIEC NIEPOGODY NA RYNKACH FINANSOWYCH?



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

## **Marek Libner**

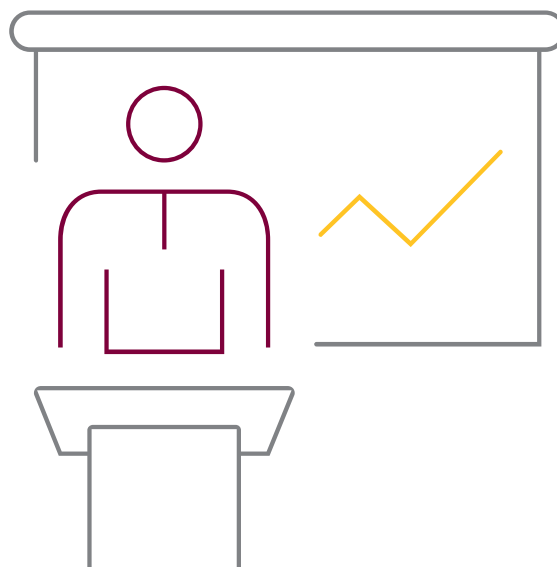
*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Damian Marciniak**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

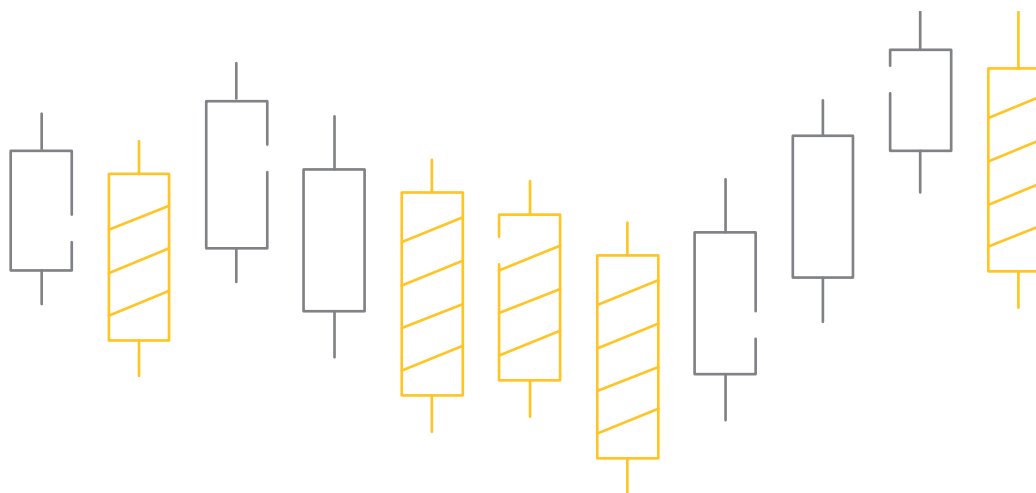
*Makler Papierów Wartościowych*



**13 maja 2022 r.**

# Spis treści

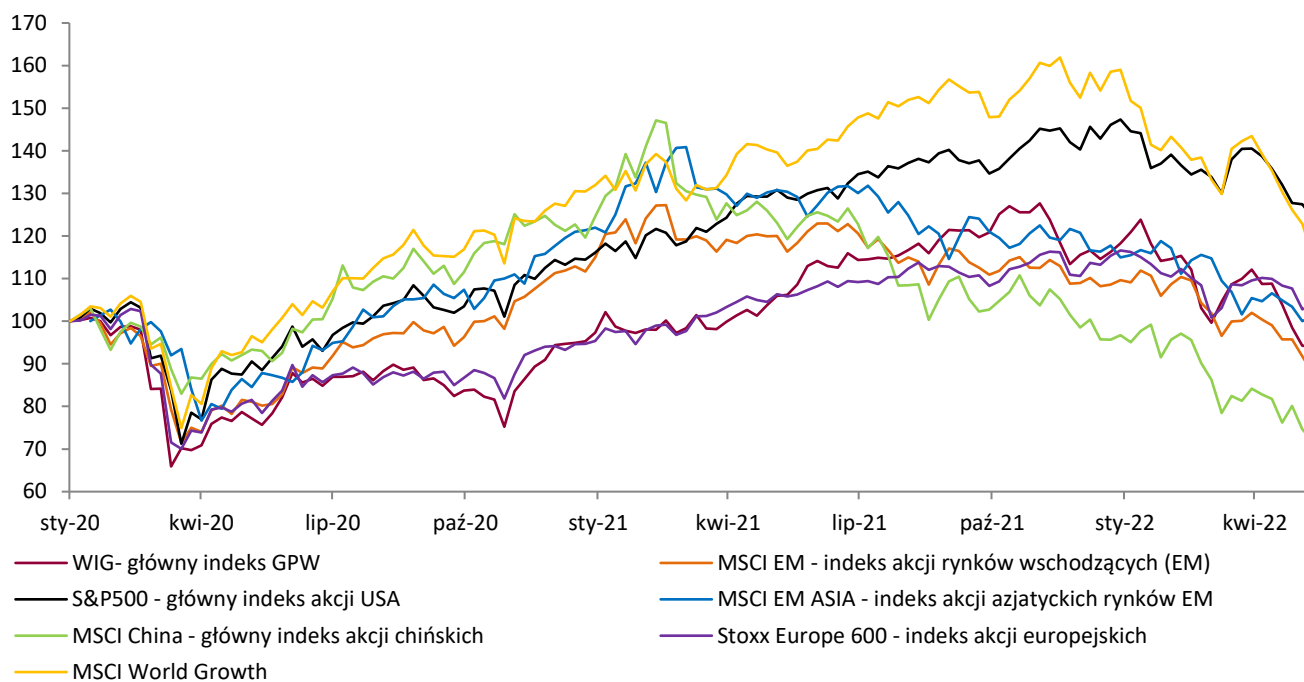
<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	9
Polska .....	9
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne IG.....	12
Zagraniczne korporacyjne HY.....	13
<b>Surowce</b> .....	<b>14</b>
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	15
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>17</b>



# Wstęp

- Wyceny aktywów finansowych na większości rynków w połowie maja znajdowały się, albo w stromych trendach spadkowych, albo co najmniej w mocnych korektach. Głównym powodem, dla którego 2022 r. jest mocno nieudany dla inwestujących i w akcje i obligacje, praktycznie na całym świecie, wydaje się być gwałtowna spóźniona zmiana w zakresie dostarczania płynności przez czołowe banki centralne, na czele z amerykańskim Fed, oraz coraz szerzej dyskutowane spowolnienie gospodarcze, mogące się pojawić w tym roku, wynikające ze zbyt wysokiej inflacji i nadal niestabilizowanych łańcuchów dostaw w przemyśle, w wielu istotnych branżach, np. samochodowej.
- Bieżąca koniunktura jest jeszcze dość dobra, zwłaszcza w naszym kraju, gdzie do „szaleństwa” produkcji przemysłowej (dynamika w I kw. w przedziale +17-19% r/r), w marcu dołączyła sprzedaż detaliczna (+9% w cenach stałych i +22% w cenach bieżących), ale konieczność „nadganiania” swoimi działaniami wymykającej się poza kontrolę inflacji przez banki centralne, prędzej czy później będzie musiała odcisnąć piętno na gospodarce i w Polsce będzie to zapewne druga połowa roku. W gospodarkach anglosaskich, ze względu na mniej zaawansowany cykl podnoszenia stóp procentowych – odpowiednio później.
- Dodatkowo oczywiście mamy w tle bieżących wydarzeń cały czas utrzymujący się bardzo poważny konflikt zbrojny pomiędzy Rosją i Ukrainą, które z punktu widzenia globalnej gospodarki stanowią marginalny obszar, ale dość newralgiczny, jeśli chodzi o zaopatrzenie biednych krajów w żywność, a Europa Zachodnia prawdopodobnie będzie chciała zrezygnować ze wszystkich surowców energetycznych sprowadzanych z Rosji, co będzie miało swoją cenę.
- Nadal też, w skrajnym scenariuszu, nie można wykluczyć rozszerzenia się konfliktu zbrojnego na nowe obszary. Punktów zapalnych jest sporo, w Europie – to na pewno m.in. nowo wybrzmiałe aspiracje do wstąpienia do NATO dotychczas pozycjonowanych jako neutralne krajów Północy Europy, takich jak Szwecja czy Finlandia, z drugiej zaś bardzo aktywna rola obecnych państw frontowych NATO, w tym Polski, w dostarczaniu pomocy Ukrainie. W skali globalnej z kolei – to z pewnością Pacyfik, choć potencjalny agresor na Tajwan – Chiny, obecnie postanowiły zająć się bardziej „przyziemnymi” sprawami, mianowicie pozbawianiem wolności swoich obywateli w największych aglomeracjach i dezorganizując swoją gospodarkę w ramach realizacji tzw. polityki „zero covid”.
- Powyższe uwarunkowania skłoniły nas do szeregu zmian nastawień preferencji klas aktywów na maj, przy czym na najważniejszym poziomie alokacji, tj. akcje vs. obligacje, nasze nastawienie jest akurat niezmiennie, tzn. neutralne. Przy obecnych poziomach stóp procentowych nadal w większości świata mamy do czynienia z tzw. ujemnymi realnymi stopami procentowymi (inflacja wyższa od stóp procentowych), co premiuje wzrost wartości majątków spółek. Okres I kw. jest jeszcze dla wyników spółek całkiem pomyślny (a dalsze kwartały w br. nie powinny przynieść załamania), a ponadto analogie historyczne z okresów podwyższonych deficytów budżetowych (w związku np. z wydatkami na zbrojenia, co też niechybnie zwłaszcza w Europie będzie miało miejsce) wskazują na zasadność utrzymywania ekspozycji w akcje (w proporcji uzależnionej oczywiście od preferencji dotyczących ryzyka i horyzontu inwestycyjnego strategii).
- Zmiany jakie dokonujemy, mają miejsce wyłącznie w obrębie subklas aktywów i tak: 1) rezygnujemy całkowicie z zagranicznych obligacji HY na korzyść polskich obligacji korporacyjnych emitentów z wysokim standingiem finansowym, 2) w ekspozycji na zagraniczne rynki akcji DM ogółem, USA i Europy Zachodniej odchodzimy od neutralności w stylach inwestycyjnych na rzecz preferencji spółek value (o niskich wycenach) i quality (niskim zadłużeniu, wysokiej rentowności) względem spółek wzrostowych (growth), tj. drożej wycenianych w relacji do bieżących, jak i prognozowanych zysków. W otoczeniu coraz niższego wzrostu gospodarczego część spółek zaliczanych obecnie do wzrostowych może utracić swoją dynamikę przychodów i zysków i podlegać presji korekty kursów; 3) ostatnią zmianą jest zamiana przeważania spółek z Azji Płd.- wschodniej (bez Japonii), tzw. Azji Wschodzącej na rzecz spółek z Ameryki Łacińskiej (czyli głównie Brazylii i Meksyku, ale nie tylko).

## Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku (2020.01.01=100) do 13.05.2022



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

## Opis sytuacji gospodarczej

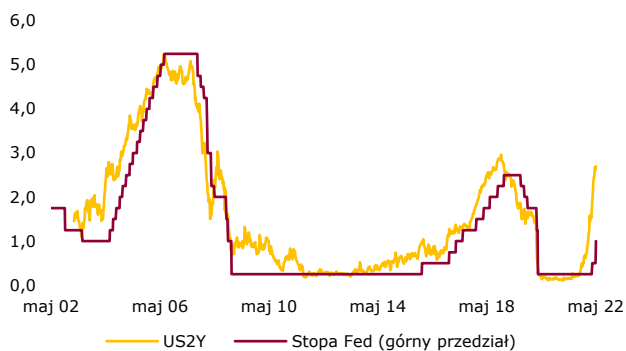
Nad globalną gospodarką gromadzą się coraz gęstsze chmury. Ostatnie tygodnie przyniosły nasilenie czynników ryzyka w zasadzie w przypadku wszystkich głównych obszarów gospodarczych. W USA wysoka presja inflacyjna przenosi oczekiwania dotyczące stóp procentowych na coraz to wyższe poziomy. Chiny już niemal drugi miesiąc z rzędu zmagają się z nasileniem epidemii C-19, a stosowane silne obostrzenia negatywnie oddziałują m.in. na aktywność gospodarczą. Z kolei strefa euro, czy też szerzej – Unia Europejska, stoi przed wyzwaniem przedłużającej się agresji Rosji na Ukrainę i jej implikacji, czyli przede wszystkim wysokich cen energii, zakłóceń w łańcuchach dostaw, czy też sankcji i kontrsankcji na linii Bruksela-Moskwa.

W kwietniu poznaliśmy odczyt PKB USA za I kw. 2022. Największa gospodarka świata rosła w tempie 3,6% r/r, a więc poniżej oczekiwań uplasowanych na ok. 4% r/r.

Wzrost napędzały prywatna konsumpcja i inwestycje. Jednocześnie wciąż występują wysokie presje inflacyjne.

W takim otoczeniu Fed (amerykański bank centralny) w maju zdecydował się przyspieszyć cykl zacieśniania polityki monetarnej i podwyższył stopy procentowe o 50 p.b., wobec 25 p.b. w marcu. W nadchodzących miesiącach bardzo prawdopodobne są kolejne podwyżki tej skali. Rynkowe wyceny sugerują, że stopa Fed może dojść w okolice 2,5% - 3% na koniec br., a więc do poziomu najwyższego od 2008 r. Oczekiwane szybkie tempo zacieśniania warunków finansowania rodzi pytania jak gospodarka przejdzie przez taką „terapię”. Bazowym scenariuszem wciąż jest schłodzenie inflacji bez „twardego lądowania” (recesji), ale już nawet sam prezes Fed mówi o znacznej niepewności i ryzykach dla takich oczekiwań.

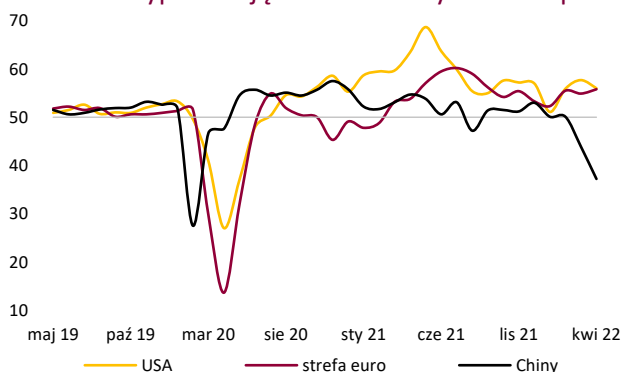
**Główna stopa procentowa w USA (Fed funds rate) vs. rentowność 2-letnich obligacji rządu USA (%)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

Chiny mniej więcej od połowy marca zmagają się ze znacznym nasileniem epidemii C-19, jednak podczas gdy „Zachód” przechodzi do fazy „życia z Covid” to Pekin wciąż trzyma się polityki „zero tolerancji”, trudnej w realizacji przy bardziej zaraźliwych wariantach. Skutkiem są przedłużające się twarde *lockdown*-y, również w najważniejszych pod kątem gospodarczym miastach, jak np. Szanghaj, Pekin. W marcowych danych zobaczyliśmy już skutki takiego podejścia w zachowaniu konsumentów (wyraźny spadek sprzedaży detalicznej). Przemysł jednak również coraz mocniej zaczyna odczuwać skutki obostrzeń i wg wskaźnika PMI (badanie managerów logistyki) w kwietniu mógł już wejść w recesję. Dodatkowym negatywnym elementem jest nasilenie presji kosztowych, będące w dużej mierze pokłosiem wojny w Ukrainie (ceny energii). Ryzyko wyraźniejszego przyhamowania wzrostu gospodarczego Chin zwiększyło się na przestrzeni ostatnich tygodni.

**Wskaźniki wyprzedzające koniunktury PMI composite**

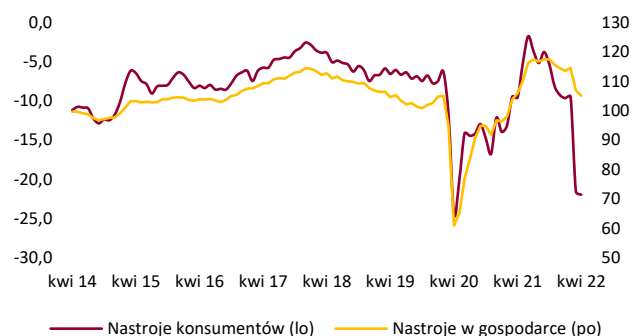


źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

„Rosyjskie” wyzwanie dla strefy euro jest elementem, który wyraźnie ciąży nad perspektywą ożywienia gospodarczego. Na przestrzeni ostatnich tygodni Rosja

nasiliła szantaż energetyczny względem UE (odcięcie Polski i Bułgarii od gazu) oraz nakreśliła sobie cele wojskowe w Ukrainie, które redukują szanse na szybkie zakończenie konfliktu. UE odpowiedziała zapowiedzią przyspieszenia embarga na rosyjską ropę. Pierwsze dostępne „twarde” dane z okresu objętego wojną wskazują, że niemiecki przemysł faktycznie odczuł negatywnie wybuch konfliktu, szczególnie w obszarze sektora motoryzacyjnego. Marcowa produkcja przemysłowa spadła o 3,9% m/m (wyr. sez.) cofając się do najniższych poziomów od września ub. roku. Kwietniowe wskaźniki wyprzedzające PMI dla całej strefy euro sugerują poprawę koniunktury w usługach (pomaga wychodzenie z obostrzeń epidemicznych) oraz pogorszenie w przemyśle (wydłużające się problemy w łańcuchach dostaw). Jednocześnie nasiliły się ryzyka dla przyszłego wzrostu, przy rosnących kosztach dla przedsiębiorstw i konsumentów (znaczne pogorszenie nastrojów), wysokiej presji inflacyjnej oraz postępującego odchodzenia od luźnej polityki monetarnej przez EBC (Europejski Bank Centralny).

**Indeksy nastrojów w gospodarce i konsumentów, strefa euro (wg Komisji Europejskiej)**

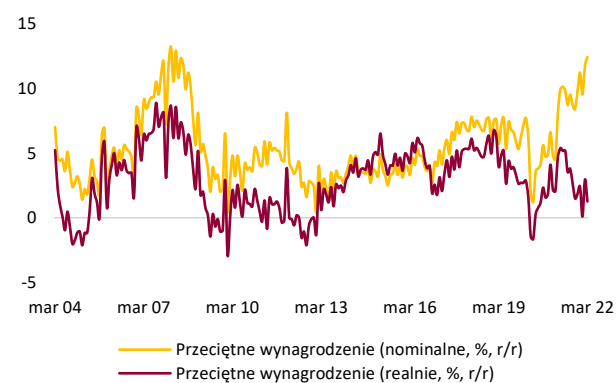


źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

W Polsce dostępne dane za pierwsze miesiące 2022 r. sugerują, że gospodarka była jeszcze mocno rozpędzona. Szacujemy wzrost PKB na poziomie przekraczającym 8% r/r w I kw. 2022 wobec 7,3% r/r w IV kw. 2021. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury sugerują, że także kwietniowe powinny być wciąż solidne. Jednocześnie akumulują się sygnały zwiastujące naszym zdaniem (DAM Alior) wyraźne hamowanie koniunktury. Znaczne nierównowagi (wysokie presje cenowe, problemy z dostępnością materiałów) nasiliły się po wybuchu wojny w Ukrainie, co przyczyniło się do znacznego wzrostu niepewności, zarówno

w przedsiębiorstwach jak i u konsumentów. Istotnym elementem składowym jest tu również ostre hamowanie dynamiki realnych (po uwzględnieniu inflacji) wynagrodzeń gospodarstw domowych, któremu towarzyszy wzrost kosztów obsługi zadłużenia. Negatywne skutki powyższych zjawisk częściowo i doraźnie łagodzi dodatkowy popyt ze strony uchodźców z Ukrainy oraz wsparcie państwa (m.in. tarcza antyinflacyjna, obniżenie podatków w ramach reform podatkowych, zapowiedź pomocy dla kredytobiorców mieszkaniowych), co w obu przypadkach jednak redukuje skuteczność polityki monetarnej w ograniczaniu inflacji.

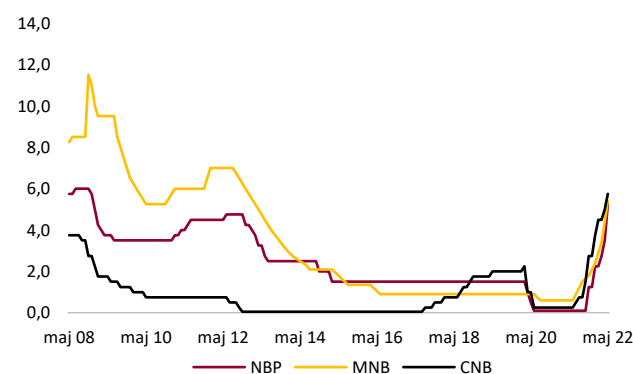
#### Polska – dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

W takim otoczeniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) kontynuuje cykl podwyżek stóp procentowych, które w maju zostały podniesione o kolejne 75 p.b. i stopa referencyjna NBP sięgnęła 5,25%. To poziom najwyższy od 2008 r. Jednocześnie spodziewamy się, że to nie koniec zacieśniania polityki monetarnej. Oczekujemy dalszych podwyżek stóp, w tym stopy głównej NBP do 6,5% (w lipcu). Ryzyka dla tak nakreślonej ścieżki stóp są nadal skierowane w górę. (js)

#### Stopy procentowe banków centralnych w Europie Środk.-Wschodniej (%): NBP – Polska, MNB – Węgry, CNB - Czechy



źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM Alior

## Akcje

### Rynki rozwinięte (DM)

Kwiecień nie był dobrym miesiącem dla akcji rynków rozwiniętych, przy czym szczególnie ucierpiały akcje amerykańskie, ze spadkiem indeksu S&P500 o blisko 9%. Akcje japońskie oraz europejskie również zniżkowały, ale w znacznie niższym tempie, odpowiednio 2,4% dla japońskiego TOPIX oraz 1,2% dla grupującego akcje europejskie Stoxx Europe 600. W Stanach Zjednoczonych nastroje zdominowały obawy między innymi o wpływ walki z rosnącą inflacją na tempo wzrostu gospodarki. Jeżeli przyjąć, że jednym z głównych narzędzi walki z inflacją jest podnoszenie stóp procentowych, to takie

obawy są uzasadnione. Wyższe koszty finansowania dłużnego, wraz z niższą zdolnością kredytową dla kredytobiorców i jednocześnie wzrost rynkowych stóp procentowych skłaniają do wyższych oszczędności, mają na celu ograniczenie popytu w gospodarce, głównie konsumpcyjnego, i poprzez to wpłynąć na obniżenie tempa wzrost cen w gospodarce.

Ale też proces zaostrzania polityki pieniężnej jest dokonywany stopniowo i wywiera wpływ z dużym przesunięciem w czasie. Sama inflacja w gospodarce

rynkowej jest zjawiskiem towarzyszącym silnemu wzrostowi gospodarczemu, a więc wysokiej dynamice wzrostu wyników finansowych przedsiębiorstw. A jako że wyceny rynkowe akcji są powiązane z wynikami (a przynajmniej powinny być powiązane), to jest to także często okres dobrej koniunktury rynkowej. Tak więc pierwsze reakcje na zapowiedzi podwyżek stóp procentowych mogą być bardzo nerwowe, jako że oczekuje się schłodzenia tej koniunktury. Jednak, jak wskazują na to obserwacje na poprzednich cyklach, od momentu rozpoczęcia podwyżek do jego zakończenia, indeks S&P500 potrafił jeszcze zyskać sporo na wartości, natomiast sam cykl podwyżek potrafił trwać kilka kwartałów.

Faktycznym sygnałem do trwałego pogorszenia koniunktury rynkowej byłyby dopiero spadki zysków przedsiębiorstw, czyli między innymi „efekt” wcześniejszych decyzji zacieśniających politykę pieniężną. Nie oznacza to, że temat podwyżek stóp procentowych jest pomijany w naszych rozważaniach, ale nie traktujemy go jako bezpośredniej wskazówki. Na tę chwilę bardziej obawiamy się umacniającej presji inflacyjnej, a nie walczenia z nią. Rosnące ceny surowców bazowych, żywności oraz wynagrodzeń, które teraz są przerzucane na klienta, mogą w pewnym momencie napotykać opór strony kupującej. A należy tutaj podkreślić, że w prognozach wyników dla spółek amerykańskich i europejskich jest szacowane wyższe tempo wzrostu zysków od przychodów, co oznacza, że oczekuje się zwiększenia marż operacyjnych.

Zagregowana marża operacyjna dla indeksu S&P500 oraz Eurostoxx 600 po wynikach za IV kw. była na 30-letnim maksimum, co oznacza, że firmy szybciej podnosiły ceny towarów niż notowały faktyczny wzrost kosztów. Ostatnie odczyty wskaźników nastrojów konsumentów, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro, pokazują obniżający się sentyment i mniejszą skłonność do planowania zakupu dóbr trwałego użytku w kolejnych miesiącach. A to może zagrozić odnotowywanym marżom i przez to optymistycznym prognozom wzrostu wyników finansowych, które dla indeksu S&P500 wg serwisu Bloomberg zakładają blisko 9,5% wzrost zysku na akcję w 2022, a dla Stoxx Europe 600 +14,5%.

Innym rynkowo istotnym aspektem dla rynku akcji jest ostatni, mocny spadek cen obligacji skarbowych, który

sprzyja uzyskaniu wyższej z nich rentowności (kupując obligację taniej i trzymając ją do wykupu inwestor uzyska wyższą stopę zwrotu). Jeżeli rośnie dochodowość papierów wolnych od ryzyka to stają się one coraz bardziej atrakcyjne w stosunku do aktywów ryzykownych jakimi są akcje. Jedną z metod szacowania potencjalnej dochodowości rynku akcji jest wykorzystanie odwróconego prognozowanego wskaźnika P/E. Bieżące prognozy wskaźnika P/E na kolejne 12 miesięcy wg serwisu Bloomberg dla akcji amerykańskich (indeksu S&P500) wynoszą 17,5x, co oznacza, że potencjalna stopa zysku wynosi 5,7% (1/17,5). Jeżeli roczna dochodowość 10-letnich obligacji skarbowych wynosił na dzień 6 maja ok. 3,1%, to tzw. premia za ryzyko rynkowe (oczekiwany dodatkowy dochód za kupno ryzykownych aktywów) wynosi jedynie 2,6%. To nie jest dużo. Oczywiście to jest jedynie szacunek, w otoczeniu wysokiej inflacji akcje na fali poprawy sentymentu mogą wzrosnąć w znacznie szybszym tempie, ale tej strony spojrzenia rynkowego nie można pominąć.

Oczekiwana dochodowość wg tego samego modelu dla akcji europejskich jest znacznie wyższa ze względu na niższy prognozowany wskaźnik P/E oraz niższą wolną stopę od ryzyka. Jednak silna zależność spółek europejskich od dostaw surowców zza wschodniej granicy oraz geograficznie bliższy dystans do konfliktu zbrojnego nie pozwala bardziej preferować akcji europejskich ponad amerykańskimi. Dlatego też, podtrzymujemy jednakowe, umiarkowane negatywne nastawienie dla obu klas aktywów, z obecną perspektywą bardziej na obniżenie niż podwyższenie. Jednakże, jak zostało wspomniane wcześniej, sentyment rynkowy w dużej mierze jest kierowany tendencją w zakresie publikowanych wyników finansowych i jeżeli dostrzeżemy po tej stronie silną słabość, to wówczas poweźmiemy decyzję o dalszym obniżeniu nastawienia. Natomiast biorąc pod uwagę silnie inflacyjne otoczenie dla obu regionów, dokonujemy zmiany polegającej na jednoznacznej preferencji spółek *value* nad spółkami *growth*. Historyczne obserwacje z długich okresów pokazują, że ta pierwsza grupa spółek lepiej sobie radzi w otoczeniu wyższej inflacji oraz rosnących rynkowych stóp procentowych. (mb)



## Rynki wschodzące (EM)

W kwietniu szeroki indeks rynków wschodzących MSCI EM (-5,7%) odnotował niższą przecenę niż rynki rozwinięte wyrażone indeksem MSCI World (-8,4%), głównie za zasługą azjatyckich rynków wschodzących, które odpowiadają w benchmarku za przeszło 70% portfela, a przeceniły się w kwietniu „jedynie” o 5,1%. Zdecydowanie słabiej wypadł region Ameryki Południowej (-13,9%), oddając niemal cały wzrost wypracowany w 2022 r., a sam indeks powrócił do poziomów sprzed rosyjskiej inwazji.

Obecnie region Ameryki Łacińskiej, po kwietniowej, kilkunastoprocentowej korekcie jest bardzo atrakcyjnie wyceniany: P/E bieżące (za ostatnie 4 kwartały) w okolicach 8, P/E forward (w oparciu o konsensus prognoz na 4 kwartały następne) lekko ponad 7. Jednocześnie wysoka stopa dywidendy w okolicach 7,5% klasyfikuje region w globalnej czołówce. Waluty regionu w ostatniej dekadzie uległy najmocniejszej przecenie na rynkach wschodzących, ten negatywny trend zaczął się odwracać, zwłaszcza po inwazji Rosji na Ukrainę. Gospodarkę, waluty i wyniki spółek wspierają wspomniane rosnące ceny surowców, jednocześnie ryzyko geopolityczne jest znacznie niższe niż w Europie i niższe niż w Azji, gdzie po pierwsze Chiny wciąż lawirują między Rosją a Zachodem, a po drugie rosną napięcia w regionie Pacyfiku. Po wykluczeniu Rosji z indeksów MSCI, znaczenie Ameryki Łacińskiej wzrosło w indeksach rynków wschodzących, a główne gospodarki regionu (Brazylia i Meksyk) są bliskie zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych.

W regionie Azji Wschodzącej, gdzie wskaźnik P/E (cena/zysk\_ przyjmuje znacznie wyższe wartości (12,7 bieżący i 12,3 prognozowany), za ok. 40% alokacji odpowiadają Chiny, które wyniszczają swoją gospodarkę stosowaniem polityki "zero-Covid". Początkowo surowe restrykcje uderzyły w region o największej wykrywanej ilości zakażeń - 25 milionowe miasto Szanghaj, jednak lockdown trwa już znacznie dłużej niż początkowo planowano, jest dużo bardziej restrykcyjny niż to miało miejsce chociażby w Europie i rośnie ryzyko paraliżu kolejnych dużych ośrodków, takich jak Pekin, w którym już masowo testowani są obywatele, ograniczany jest transport itp.

W marcu, po gwałtownej wyprzedaży, zwłaszcza akcji chińskich spółek technologicznych, rząd zasygnalizował podjęcie działań stymulujących rynek i gospodarkę, jednak zderzyło się to z polityką surowych *lockdown*-ów, niosących oczywiste negatywne skutki ekonomiczne. Pojawienie się tematu pandemii ponownie na tapecie jeszcze mocniej pogorszyło nastawienia globalnych inwestorów wobec chińskiego rynku, co skutkowało nasilonym odpływem kapitału. Wskaźniki gospodarcze, jak np. PMI również nie zachęcają – zarówno w usługach jak i w przemyśle wartość wskaźnika wyraźnie spadła poniżej poziomu 50, sygnalizując nadchodzące spowolnienie gospodarcze. Pozostałe azjatyckie rynki nie są tak atrakcyjnie wyceniane jak Chiny.

Podsumowując, obecnie dostrzegamy korzystniejszą relację potencjalne zysku do ryzyka w akcjach z regionu Ameryki Południowej, gdzie wyceny są równie, jeśli nie bardziej atrakcyjne niż w Chinach, a region znajduje się z dala od głównych napięć geopolitycznych na świecie. Cały też czas pozytywnie zapatrujemy się na akcje rynków wschodzących ogółem, ze względu na bardziej atrakcyjne wyceny zarówno w porównaniu do rynków DM, jak i do swoich długoterminowych średnich. (ad)

## Polska

Po marcowym odbiciu na GPW, kwiecień przyniósł wyraźną przecenę na większości indeksów. giełdowe spadały. Najszerzy indeks WIG stracił aż 11%, a WIG20 skupiający największe spółki spadł o 12,9%. Z kolei mWIG40, skupiający średnie podmioty zniżył o 8,5%. W kwietniu najmniej stracił (5,9%) indeks sWIG80 (skupiający małe spółki). Silne perturbacje przetoczyły się również przez indeks MSCI All Countries, który w efekcie w kwietniu spadł o 8,1%, a więc na tym tle krajowy rynek akcji zaprezentował się wyraźnie słabiej. Spadki i te relatywna słabość kontynuowane były także w pierwszej części maja.

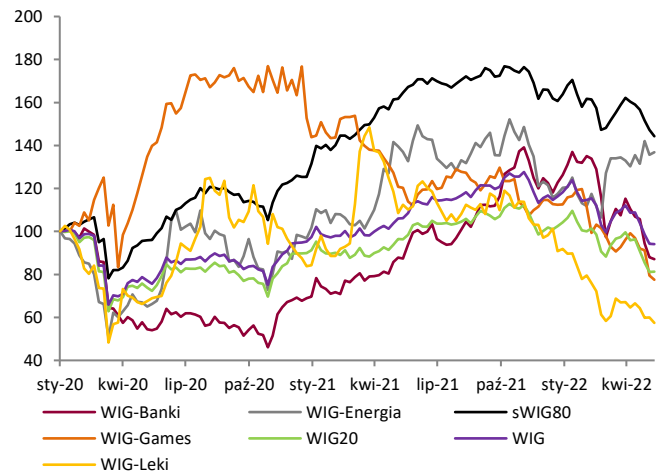
W przekroju sektorowym inwestorzy ponownie najmocniej docenili energetykę (+7,7%) oraz paliwa (+2%). W pozostałych sektorach kierunki cen były wyraźnie spadkowe. Najmocniej tracił sektor gier (-19,8%), a następnie banki i górnictwo w równym stopniu (-15,4%). Wyraźne osłabienie widoczne było również w sektorze budowlanym (-7,8%) oraz w IT (-6,2%). Bezpośrednim katalizatorem spadków akcji sektora

bankowego była nieoczekiwana wypowiedź premiera dotycząca zapowiedzi wsparcia kredytobiorców znajdujących się w trudnej sytuacji. Przedstawiony przez premiera plan pomocy zakłada m.in. tzw. wakacje kredytowe, czyli możliwość przesunięcia płatności jednej raty w kwartale (bez ponoszenia odsetek) w latach 2022-2023. Ponadto kredytobiorcy, którzy nie będą w stanie spłacać rat kredytów otrzymają 2 tys. zł dopłaty miesięcznie na okres 3 lat. Nowy fundusz wsparcia dla kredytobiorców, zasilany będzie wpłatami od sektora bankowego (1,4 mld zł w 2022 r. oraz być może nawet 5 mld zł w 2023 r.). Ponadto w ramach proponowanych zmian od 2023 r. likwidacji ulegnie WIBOR jako stawka referencyjna do wyliczenia oprocentowania kredytów, a w jej miejsce ma pojawić się nowy wskaźnik, bardziej korzystny i przejrzysty z punktu widzenia kredytobiorców. Za silną przeceną w sektorze gier dopowiadają spadki m.in. na CD Projekt, który przesunął konsolową premierę gry Wiedźmin 3 z planowanego II kw. 2022 r.

Jeśli chodzi o prognozy wyników finansowych dla głównych indeksów GPW na najbliższe 12 miesięcy, to te mają się całkiem dobrze. W ciągu ostatniego miesiąca najmocniej w górę rynek zrewidował oczekiwane zyski dla indeksu WIG20 (+23,3%), a następnie dla indeksu WIG (+18,8%). Z kolei dla indeksów mWIG40 rewizja oczekiwanych wyników wynosiła +6%, a dla sWIG80 tylko +3,2%.

W kwietniu sektorowo najmocniej w górę rynek skorygował oczekiwania na przyszłe wyniki dla sektora paliwowego (+75,4%), a następnie dla energetyki (+25,8%). Podium zamyka górnictwo z rewizją oczekiwanych wyników o +21,8%. W sektorze bankowym inwestorzy podnieśli oczekiwane wyniki o 7,4%, co ma związek z rosnącymi stopami procentowymi oraz systematycznym zwiększaniu przez banki wyników odsetkowych. Zapowiadane przez premiera zmiany w większym stopniu dotkną ten sektor w nieco późniejszym terminie i za taką optyką zdaje się również podążać konsensus rynkowy.

Notowania wybranych indeksów z GPW (2020.01 =100)



źródło: Bloomberg

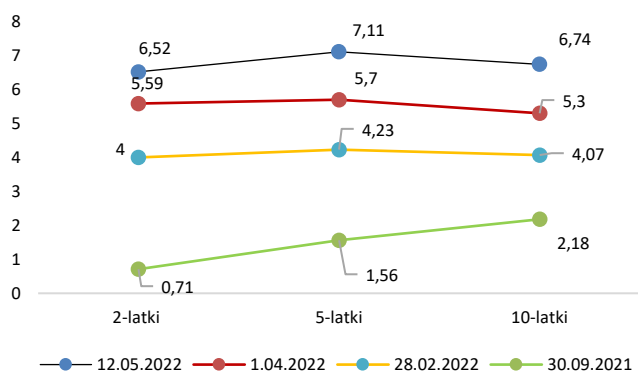
Patrząc przez pryzmat relacji kursu giełdowego do oczekiwanych wyników (czyli oczekiwane P/E) oraz obserwacji tego wskaźnika w dłuższym horyzoncie czasowym, nadal atrakcyjnie (w pierwszym kwartyle obserwacji z okresu maksymalnie 10 ostatnich lat) wyceniane są główne indeksy GPW: WIG, WIG20, mWIG40, sWIG80 (ich P/E nie przekraczają 10) oraz subindeksy sektorowe: banki (7,5), górnictwo (3,8), paliwa (4,4) i nieruchomości (7,3). Z kolei sektor gier (18,6) jest trudny do jednoznacznej oceny przez pryzmat tego wskaźnika, gdyż co prawda jest coraz tańszy według swojej krótkiej historii, natomiast nadal drogi w porównaniu do innych sektorów GPW. Ostatnim ważnym sektorem, na który warto zwrócić uwagę jest energetyka (forward P/E = 7 znajdujący się na medianie, czyli w połowie wszystkich swoich odczytów historycznych uszeregowanych rosnąco). Sektor ten uatrakcyjnił się w kwietniu zniżując na oczekiwany P/E wynoszącym uprzednio 8,1.

Dla polskiego rynku akcji jako całości w dalszym ciągu pozostajemy przy neutralnym nastawieniu, utrzymując jego preferencję względem rynków rozwiniętych ogółem, za czym w naszej ocenie przemawiają: 1) wysokie momentum gospodarcze przekładające się na prawdopodobny wzrost PKB w I kw. o około 8% r/r; 2) utrzymujący się wysoki wzrost produkcji i konsumpcji w kwietniu; 3) korzystna na okres wysokiej inflacji struktura sektorowa emitentów z GPW (duży udział banków, sektora finansowego, spółek paliwowych, energetycznych, surowcowych), 4) niskie wyceny spółek. (tk)

# Obligacje

Galopująca inflacja (w kwietniu 12,4% r/r i 2,0% m/m!) kolejny raz podniosła w górę rentowności na całej „krzywej” polskich papierów skarbowych: 2-letnia obligacja (PS0424) notowana była 12 maja z rentownością 6,52%, 5-letnia (PS0527) z 7,11%, a 10-letnia (DS0432) z 6,74%.

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



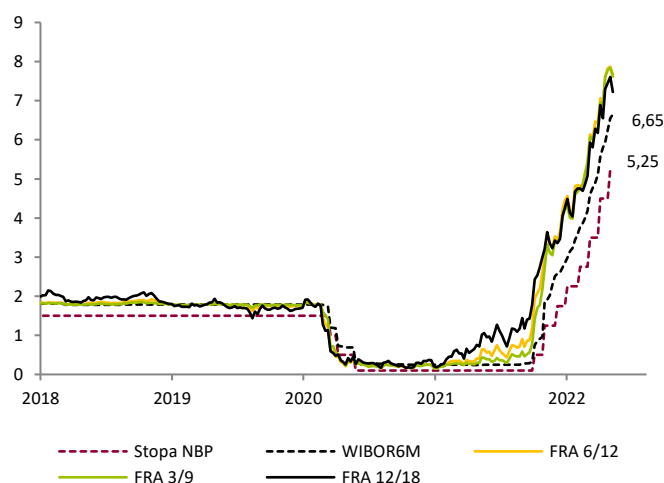
źródło: Bloomberg

Benchmark Bloomberg dla polskich obligacji skarbowych o okresie zapadalności powyżej 1 roku drugi miesiąc z rzędu stracił na wartości ok. 4% i kontynuował też spadki w pierwszym tygodniu maja. Dużo odporniejsze cenowo były papiery zmienno-kuponowe, a więc zarówno obligacje korporacyjne, jak i skarbowe tzw. „WZ”-ki, a to m.in. dlatego, że w wchodzi one w nowe okresy odsetkowe przy coraz wyższej stopie WIBOR6M (12 maja 6,63%) – jej wzrost systematycznie wyprzedza podwyżki głównej stopy procentowej NBP.

Polskie obligacje zmienno-kuponowe tj. skarbowe oraz korporacyjne emitentów o najwyższej wiarygodności kredytowej (z reguły stanowiące trzon funduszy oszczędnościowych, konserwatywnych, obligacji krótkoterminowych, itp.) 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. Obecny rynkowy konsensus prognoz co do poziomu docelowego oscyluje w okolicach 6,75-7,0%, a na rynku międzybankowym kontrakty terminowe na przyszłą 6-miesięczną stopę rynku międzybankowego kwotowane były już nawet powyżej 8 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.

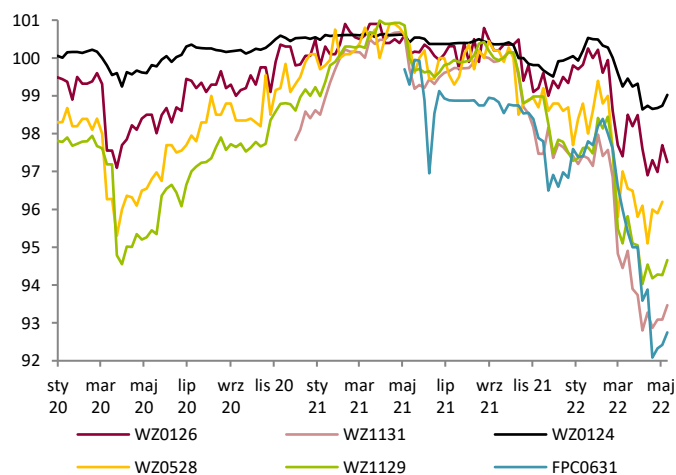
## Notowania kontraktów terminowych (FRA) na przyszłe stopy procentowe rynku międzybankowego (proc.)



źródło: Bloomberg, FRA x/x+6 oznacza kontrakt na 6-miesięczną stopę procentową za x miesięcy

Ponadto, po ostatniej wyprzedży, 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.

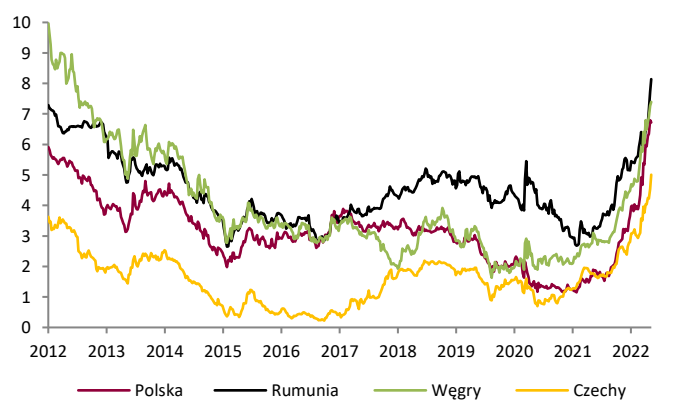
## Notowania wybranych serii skarbowych obligacji zmienno-kuponowych skarbowych



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

Jednocześnie, pomimo dotkliwych spadków obligacji skarbowych stałokuponowych i długoterminowych (w które z reguły inwestują polskie fundusze obligacji skarbowych oraz obligacji uniwersalnych) nie rezygnujemy całkowicie z tej klasy aktywów. 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 byłoby naszym zdaniem nieuzasadnione. Są one też w stanie w większym stopniu korzystać na wyższych rentownościach w regionie (ostatnio 10-letnie obligacje rządu Rumunii notowane były już z rentownością powyżej 8 proc.). (zo)

## Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych krajów CEE w walutach lokalnych



źródło: Bloomberg

## Zagraniczne korporacyjne IG

Spadki na rynkach długu nie ominęły również zagranicznych obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (Investment Grade – IG). Kwietniowe stopy zwrotu były na solidnych minusach i wyniosły odpowiednio: -5,5% dla emitentów amerykańskich w USD (Bloomberg US Corporate IG), -2,7% dla europejskich w euro (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) oraz -2,4% dla azjatyckich w dolarze (Bloomberg Asia USD IG Bond). Pomimo to, spready (premie w rentownościach za ryzyko kredytowe) w każdym segmencie obligacji IG się zawężyły, najmocniej, po dużych wzrostach w marcu, w regionie europejskim (z 167 do 148 p.b.). Rentowności europejskich IG w ciągu ostatnich 6 miesięcy wzrosły 5-krotnie z poziomów 0,3% do 1,6%, dla amerykańskiego odpowiednika z 2,1% do 3,6%. Rynek azjatycki oferuje obecnie 4,1%, jednak nadal nie są to wysokie poziomy na tle długoterminowych średnich.

Obligacje korporacyjne o ratingu IG, podobnie jak większość rynku obligacji, zwłaszcza skarbowych DM, bardzo korzystały na programach zakupowych banków centralnych. Dalszy proces normalizacji polityki pieniężnej (odchodzenia najpierw od zakupów, a później reinwestycji zapadających papierów) odciska i w naszej ocenie nadal będzie odciskać swoje piętno. Dość powiedzieć, że tylko od początku roku EBC (Europejski Bank Centralny), pomimo zapowiedzi redukcji zakupów, skupił rekordową ilość obligacji IG na kwotę 35,2 mld EUR, co przewyższa nawet skumulowaną podaż netto tych papierów w Europie.

Pozytywne sygnały płyną natomiast z sytuacji fundamentalnej emitentów, którzy 2021 rok zakończyli z silnymi bilansami i dużymi pozycjami gotówkowymi. Dźwignie finansowe (poziom zadłużenia do wyników) w przypadku europejskich emitentów są na długoterminowych minimach.

Analicyści czołowych banków inwestycyjnych w swoich prognozach są bardzo rozbieżni co do perspektyw na dalszą część roku dla tej klasy aktywów, natomiast z uwagi na duże ryzyko wzrostu stóp procentowych, zamykania programów stymulujących rynki długu, nasze nastawienie pozostaje dla tej klasy aktywów negatywne, a za kluczowe przy ewentualnej alokacji w obszarze zagranicznych obligacji IG uważamy posiłkować się rozwiązaniami niekierunkowymi, a o strategiach *absolute return*

(mogących zarabiać także w okresach spadku cen na niektórych segmentach rynku). (dm)

## Zagraniczne korporacyjne HY

Zachowanie rynków finansowych odbiegało w kwietniu od tego, co możemy wyczytać w podręcznikach ekonomicznych. W okresie wzrostu awersji do ryzyka wyraźnie spadały akcje, jednocześnie jednak duże spadki dotknęły obligacje skarbowe, standardowo uznawane za przystań bezpieczeństwa w takich okresach. Sytuację taką powoduje wysoka inflacja i presja na banki centralne, aby szybciej podnosiły stopy procentowe. W takim otoczeniu relatywnie dobrze zachowały się obligacje zagranicznych emitentów o niskim standingu finansowym bądź bez ratingu (High Yield, HY), które również przyniosły straty, jednak wyraźnie mniejsze niż obligacje skarbowe czy akcje. Preferowane przez nas europejskie HY spadły w kwietniu 2,7%, natomiast amerykańskie aż 3,6%.

Spadki te wynikały zarówno ze wzrostu premii za ryzyko (spreadu) o około 50 pb. do 4,54% dla Euro i 3,97% dla USD, jak również w wyniku wzrostu rentowności obligacji bazowych (skarbowych). Mimo, że oba komponenty przyczyniły się do spadków, to stopy zwrotu były lepsze od funduszy obligacji skarbowych czy korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym, gdyż HY mają średnio krótszy czas do wykupu obligacji (duration poniżej 4 lat) oraz płać wyższe odsetki (kupony).

Po tych wzrostach spreadu i stopy wolnej od ryzyka, rentowność HY wzrosła o ok. 100 punktów bazowych (1%), do 6,84% dla emisji w USD i 5,11% w euro. Są to poziomy rzadko spotykane w ostatnich latach (wyżej było tylko przez kilka tygodni „na początku Covidu” w 2020 roku i przez kilka „nerwowych” sesji w USA pod koniec 2018 roku). Mogłoby się wydawać, że te podwyższone rentowności, zwiększą atrakcyjność obligacji HY, my jednak uważamy, że są one jednym z dodatkowych zagrożeń dla tego rynku. Wyższe rentowności tych obligacji, oznaczają równocześnie, że firmy muszą wyraźnie więcej płacić za pożyczony kapitał.

Rosnące koszty finansowania, płace pracowników, koszty transportu, surowców, zakłócone łańcuchy dostaw,

powodujące niedobory towarów, wywierają negatywną presję na wyniki firm. Widać to w ostatnich tygodniach po malejącym tempie wzrostu zysków i lekkim wzroście zadłużenia, co przekłada się na mniejsze pokrycie długu zyskami. Słabsze finansowe firmy mogą mieć kłopoty z obsługą swojego długu, co widać po rosnącej ilości obligacji zagrożonych niewypłacalnością (*distressed spread* > 1000 punktów bazowych). Aktualnie udział tych obligacji jest nadal niski (poniżej 4%), jednak od początku roku rośnie. Zwiększa się również rozproszenie spreadu, czyli większa część obligacji jest notowana wyraźnie taniej lub drożej niż średnia. Są to często sygnały, które historycznie wyprzedzały lub potwierdzały zwiększone ryzyko tej klasy aktywów.

W 2021 r., mając neutralne nastawienie do HY, często zwracaliśmy uwagę, że zyskują one też dzięki sporej liczbie spółek, którym podnoszony jest rating finansowy, co powoduje wzrost ceny ich obligacji. Ostatnio w USA mieliśmy pierwszy miesiąc od ponad roku, gdy liczba obniżek ratingu przekroczyła liczbę „podniesień”, tym samym obniżając stopę zwrotu z obligacji HY. Spodziewamy się podobnej sytuacji w kolejnych miesiącach.

W związku z opisanym powyżej otoczeniem, zdecydowaliśmy się obniżyć w tym miesiącu nastawienie do obligacji High Yield z umiarkowanie negatywnego do negatywnego (z-1 do-2 w skali od-1 do-2). Po ostatnich podwyżkach stóp procentowych w Polsce uważamy, że atrakcyjniejsze stopy zwrotu oferują polskie obligacje korporacyjne emitentów o wysokim standingu finansowym (banków, spółki Skarbu Państwa itp.). Występuje tu niższe ryzyko niewypłacalności emitenta oraz najczęściej są one zmiennokuponowe, więc jest niższe ryzyko spadku ceny w sytuacji dalszego wzrostu inflacji i stóp procentowych. Inwestując w zagraniczne obligacje HY inwestor uzyskuje dodatkowy dochód za inwestowanie w PLN (tzw. hedge do PLN) w zależności od funduszu w ostatnich miesiącach około 2-4% w skali roku. Uważamy jednak, że nie rekompensuje to podwyższonego ryzyka. (ml)

# Surowce

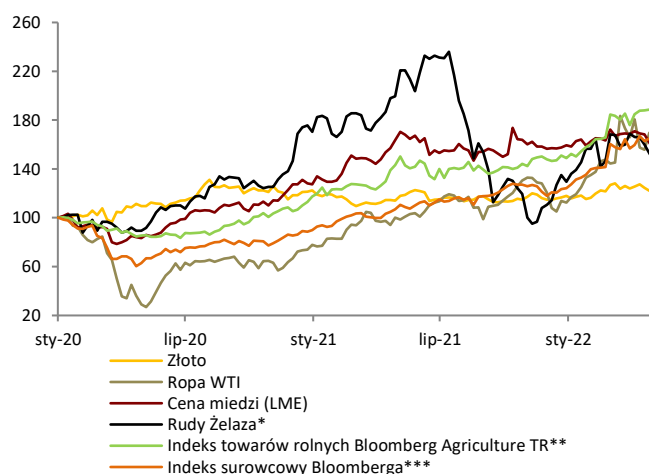
W kwietniu zbiorczy indeks surowców Bloomberg Commodity wzrósł o kolejne wysokie 4,1%, ale w stosunku do poprzednich miesięcy zaszła dość zasadnicza różnica. Wzrost ten nie był już zasługą szerokiego wzrostu cen głównych grup surowców, a zasługą głównie, mających duży udział w koszyku, surowców energetycznych (ropy – ponownie powyżej 100 USD za baryłkę i gazu), a także towarów rolnych (wzrost indeksu Bloomberg Agriculture aż o 5,7%, łącznie o ponad 30% w ostatnich 12 miesiący).

Zniżkowały kruszce (wzrost rynkowych stóp procentowych) oraz przede wszystkim metale bazowe, takie jak miedź czy aluminium – efekt przestojów w zapotrzebowaniu na te surowce z Chin (kraj ten odpowiada za ok. 50% globalnej konsumpcji metali bazowych) w związku z lockdown-ami oraz spadkiem aktywności w sektorze budowlanym. Notabene chiński kryzys deweloperski nadal się tli. Ostatnio odsetek od obligacji nie wypłacił trzeci największy tamtejszy deweloper – Sunac.

Odnosnie naszego nastawienia do szerokiej klasy surowcowej- pozostaje ono pozytywne. Spadki cen metali przemysłowych należy uznać za przejściowe- wynikające z sytuacji nadzwyczajnej w Chinach. Ceny towarów rolnych, zwłaszcza zbóż, najprawdopodobniej nadal odzwierciedlać będą rosnące koszty wytworzenia (w szczególności ceny i dostępność nawozów) oraz problemy z eksportem. Największy znak zapytania pozostaje przy cenie kruszców. Z punktu widzenia analizy technicznej najbardziej

prawdopodobny wydaje się dalszy dryf ich cen w trendzie bocznym, natomiast niewątpliwie posiadają one w sobie opcje „wyrzutu”, jeśli obserwowane obecnie tarcia „geopolitycznych płyt tektonicznych” zaczną w większym stopniu dotyczyć systemów monetarnych i z taką świadomością, zwłaszcza w portfelach o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, warto ekspozycję nań utrzymywać. (zo)

## Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, \* 62% Australia offshore export price, \*\* subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD, \*\*\* składa się z 23 notowanych na giełdach surowców i ich pochodnych, surowce energetyczne i towary rolne stanowią po ok. 30%, metale przemysłowe i szlachetne po ok. 17%

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	-8,1%	-7,3%	-12,3%	-7,7%	24,7%	43,6%
MSCI World	USD	-8,4%	-7,0%	-11,9%	-5,7%	28,5%	48,8%
MSCI Emerging Markets	USD	-5,7%	-9,7%	-14,9%	-21,1%	-0,6%	10,0%
MSCI EM Asia	USD	-5,1%	-9,2%	-15,6%	-23,5%	4,7%	18,9%
MSCI EM Latin America	USD	-13,9%	3,3%	9,7%	-4,9%	-16,2%	-11,0%
MSCI Poland	PLN	-13,8%	-17,3%	-23,9%	-10,6%	-28,5%	-28,6%
MSCI Frontier Markets	USD	-3,1%	-7,6%	-14,5%	-3,3%	9,3%	8,9%
S&P500 - USA	USD	-8,8%	-6,8%	-10,3%	-1,9%	40,4%	73,3%
Russell 2000	USD	-10,0%	-5,3%	-18,9%	-18,8%	16,6%	33,1%
MSCI Europe	EUR	-1,1%	-3,2%	-4,4%	3,7%	14,0%	15,2%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-1,2%	-3,3%	-5,3%	2,6%	15,1%	16,4%
DAX - Niemcy	EUR	-2,2%	-8,0%	-10,1%	-7,0%	14,4%	13,3%
CAC40 - Francja	EUR	-1,9%	-6,2%	-4,3%	3,7%	17,1%	24,0%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	1,6%	-0,3%	-5,2%	-2,7%	-9,8%	-19,9%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-3,1%	-8,7%	-9,8%	-0,1%	11,3%	17,7%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	0,4%	1,1%	4,2%	8,4%	1,4%	4,7%
FTSE Nordic 30	SEK	-1,3%	-1,7%	-4,6%	5,9%	33,5%	49,3%
Nikkei - Japonia	JPY	-3,5%	0,5%	-6,8%	-7,6%	20,6%	39,9%
TOPIX - Japonia	JPY	-2,4%	1,2%	-5,0%	-0,5%	17,4%	24,0%
MSCI China	HKD	-3,9%	-12,5%	-24,5%	-37,3%	-19,0%	2,3%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-4,1%	-10,4%	-16,9%	-28,0%	-29,4%	-14,3%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-2,3%	1,2%	-9,3%	-15,1%	21,6%	22,2%
SENSEX - Indie	INR	-2,6%	-0,2%	-3,8%	14,7%	46,1%	90,7%
XU100 - Turcja	TRY	8,8%	22,6%	59,7%	73,4%	157,1%	156,8%
RTS - Rosja	USD	5,9%	-23,1%	-41,3%	-28,4%	-13,8%	-3,0%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-10,1%	-3,6%	4,2%	-10,2%	12,2%	64,9%
WIG	PLN	-11,0%	-13,7%	-21,5%	-5,4%	-5,1%	-6,3%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	-7,6%	-5,0%	-14,8%	-13,6%	20,0%	32,7%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-8,2%	-7,6%	-12,0%	-7,0%	25,6%	45,8%
WIG20	PLN	-12,9%	-14,9%	-22,7%	-9,4%	-21,5%	-21,8%
WIG20 total return	PLN	-12,9%	-14,9%	-22,7%	-7,4%	-16,8%	-13,5%
mWIG40	PLN	-8,5%	-14,8%	-23,4%	-3,1%	4,5%	-10,0%
sWIG80	PLN	-5,9%	-4,1%	-12,9%	-5,6%	54,8%	13,8%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	-4,7%	-0,1%	-5,2%	4,0%	41,4%	60,0%
MSCI World Energy	USD	-1,5%	10,9%	22,4%	39,7%	7,2%	10,2%
MSCI World Financials	USD	-9,4%	-10,9%	-13,6%	-7,0%	12,0%	19,4%
MSCI World Metals&Mining	USD	-9,5%	11,9%	17,3%	4,5%	52,2%	73,8%
MSCI World Industrials	USD	-8,6%	-7,2%	-13,7%	-11,5%	14,8%	29,0%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-12,2%	-11,7%	-21,6%	-16,0%	31,5%	60,1%
MSCI World Consumer Staples	USD	0,5%	0,1%	1,9%	4,9%	21,0%	26,2%
MSCI World IT	USD	-11,9%	-10,9%	-16,8%	-5,7%	68,1%	145,0%
Nasdaq	USD	-13,3%	-10,4%	-20,4%	-12,4%	51,4%	104,0%
Nasdaq100	USD	-13,4%	-11,1%	-18,9%	-8,0%	64,0%	130,2%
S&P Global Clean Energy	USD	-12,1%	7,2%	-24,6%	-19,4%	86,6%	123,7%
Eurostoxx Banks	EUR	-5,0%	-18,7%	-16,0%	-6,1%	-14,7%	-34,9%
WIG-Games	PLN	-19,8%	-22,0%	-27,8%	-35,6%	-0,8%	
WIG-Energia	PLN	7,7%	25,6%	-0,3%	0,0%	27,8%	-0,6%
WIG-Banki	PLN	-15,4%	-28,4%	-31,2%	9,3%	-18,4%	-13,6%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	-12,0%	-9,9%	-19,6%	-10,9%	40,7%	76,5%
MSCI World Value	USD	-5,2%	-4,3%	-4,3%	-1,1%	14,1%	21,7%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	4,3%	26,0%	37,1%	69,3%	72,9%	94,8%
Miedź	USD	-7,5%	2,0%	0,6%	-2,2%	51,8%	69,3%
Aluminium	USD	-12,9%	-2,4%	12,1%	25,2%	67,2%	59,4%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	5,7%	19,5%	30,8%	34,4%	102,5%	57,5%
Rudy żelaza	USD	0,0%	14,7%	24,4%	-16,1%	61,9%	115,5%
Węgiel koksujący	CNY	-8,1%	31,0%	52,1%			
Złoto	USD	-2,1%	5,9%	6,4%	7,0%	48,2%	49,6%
Srebro	USD	-8,1%	1,4%	-4,7%	-12,7%	52,7%	32,3%
Bloomberg Commodity Index	USD	4,1%	20,8%	25,3%	43,6%	60,8%	54,1%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-5,8%	-10,1%	-12,2%	-14,1%	-5,3%	-1,3%
USD Korporacyjne IG	USD	-5,5%	-9,7%	-12,8%	-10,3%	3,0%	10,2%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-2,7%	-6,6%	-7,5%	-7,8%	-3,8%	0,3%
USD azjatyckie IG	USD	-2,9%	-6,9%	-8,7%	-7,1%	4,2%	11,6%
USD Korporacyjne HY	USD	-3,6%	-5,6%	-7,4%	-5,2%	8,8%	19,9%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-2,7%	-5,7%	-6,4%	-5,3%	3,7%	10,1%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-4,6%	-6,3%	-5,9%	-6,7%	4,3%	9,4%
EM skarbowe w USD	USD	-6,0%	-12,3%	-15,1%	-13,8%	-6,6%	-1,8%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-4,2%	-9,1%	-13,8%	-18,1%	-10,5%	-2,6%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-4,7%	-5,4%	-8,8%	-13,0%	-5,7%	-3,2%
EUR/PLN	PLN	0,8%	2,2%	1,6%	2,5%	9,2%	10,8%
CHF/PLN	PLN	0,0%	3,2%	4,6%	9,9%	21,1%	16,9%
USD/PLN	PLN	5,6%	7,9%	11,2%	17,7%	15,6%	14,4%
USD/JPY	USD	-6,2%	-11,2%	-12,1%	-16,1%	-14,0%	-14,1%
Bloomberg USD Index	USD	4,5%	4,6%	7,3%	10,6%	3,5%	2,3%
MSCI EM Currency Index	USD	-2,8%	-2,1%	-2,1%	-2,0%	3,4%	7,3%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-2,4%	-1,2%	-5,0%	-8,9%	-16,3%	-23,5%
Europe REITS	EUR	-2,5%	0,4%	1,5%	6,0%	-13,5%	-13,6%
US REIT's	USD	-4,6%	-1,1%	-2,5%	8,7%	19,3%	24,9%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-9,7%	-7,3%	5,5%	18,8%	216,5%	364,9%
Amazon	USD	-23,8%	-13,7%	-26,3%	-28,4%	28,2%	168,7%
Alphabet (Google)	USD	-17,9%	-14,4%	-22,9%	-4,6%	76,1%	146,9%
Microsoft	USD	-10,0%	-9,8%	-16,0%	10,8%	120,7%	334,3%
Meta Platforms (Facebook)	USD	-9,8%	-33,6%	-38,0%	-39,2%	2,9%	33,4%
Netflix	USD	-49,2%	-50,5%	-72,4%	-62,6%	-48,8%	25,1%
Tesla	USD	-19,2%	2,9%	-21,8%	28,6%	1703,0%	1286,3%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	9,1%	9,8%	22,4%	42,6%	33,9%	51,0%
Roche	CHF	-1,1%	4,7%	5,1%	24,1%	48,4%	62,7%
ASML	EUR	-10,2%	-3,2%	-21,6%	1,5%	201,7%	369,5%
Nestle	CHF	7,2%	9,2%	6,7%	18,1%	39,2%	87,4%
Novartis	CHF	6,5%	13,6%	19,2%	15,2%	17,6%	53,6%
Novo Nordisk	DKK	8,5%	28,4%	16,4%	82,0%	159,7%	241,5%
L'Oreal	EUR	-2,7%	-3,9%	-10,4%	3,2%	49,4%	105,4%
LVMH	EUR	-3,5%	-12,5%	-7,1%	-1,0%	86,4%	195,1%
Astrazeneca	GBp	5,5%	23,9%	19,5%	48,0%	98,6%	170,6%
SAP	EUR	-4,6%	-11,7%	-23,1%	-17,5%	-12,9%	12,2%
Sanofi	EUR	9,4%	7,3%	17,1%	21,0%	46,4%	41,8%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	-9,9%	-15,0%	-7,9%	-8,7%	128,6%	226,7%
Tencent Holding	HKD	0,9%	-18,0%	-19,2%	-38,3%	0,4%	61,8%
Alibaba	USD	-10,8%	-15,7%	-41,1%	-58,5%	-48,1%	-15,9%
Samsung Electronics	KRW	-3,2%	-7,6%	-2,5%	-15,9%	59,7%	74,4%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 29 kwietnia 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 Bloomberg, 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.