



ALIOR  
BANK

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# CISZA PRZED BURZĄ?

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE  
Komentarz do wydarzeń rynkowych  
Lipiec 2021 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*

## **Rafał Komar**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Adam Dudoń**

*Ekspert ds. Analiz*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Bartłomiej Zalewski**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Damian Marciniak**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Marek Libner**

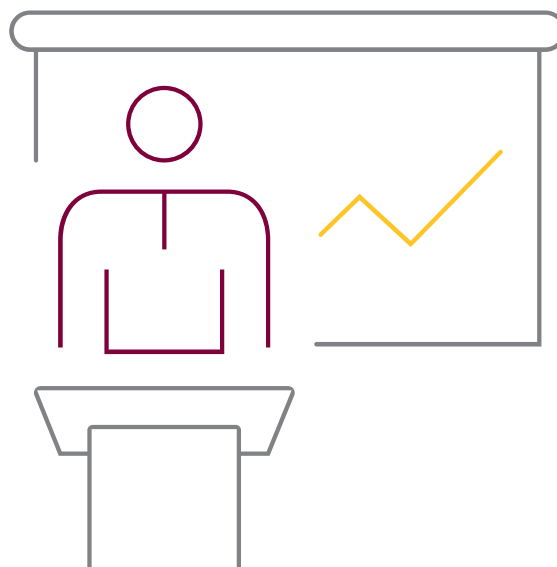
*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

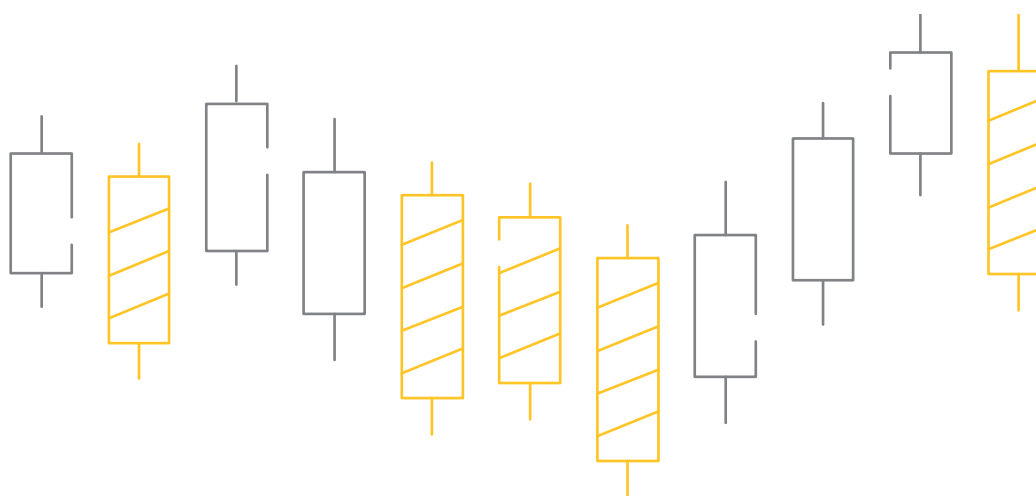
*Makler Papierów Wartościowych*



**8 lipca 2021 r.**

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>6</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte .....	8
Japonia .....	9
Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM) .....	10
Polska .....	11
<b>Obligacje</b> .....	<b>13</b>
Zagraniczne korporacyjne IG .....	14
Zagraniczne korporacyjne HY .....	14
<b>Surowce</b> .....	<b>16</b>
Surowce energetyczne .....	16
Złoto .....	18
Metale przemysłowe .....	19
Towary rolne .....	20
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	22
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>24</b>



# Wstęp

- Na rozwiniętych rynkach (DM) akcji, zwłaszcza w USA nowe maksima wszechczasów. Pod względem struktury zmian rynkowych czerwiec przypominał sytuację sprzed listopada ubiegłego roku, tj. najsilniejsze na rynkach globalnych znów były spółki amerykańskie oraz spółki z sektora IT. Nowe rekordy wszechczasów poprawiły zarówno indeksy S&P500 (+2,2%), jak i Nasdaq (+5,5%). Aż 6,8% wzrostu zanotował globalny indeks MSCI IT. Przełożyło się to wydatnie na przewagę spółek zaliczanych do wzrostowych (z ang. *growth*) +4,4% vs. *value* (cyklicznych), które po serii wzrostowych miesięcy, straciły 1,5%. Znów słabsze od rynków DM jako całości były EM (szczegółowe stopy zwrotu z klas aktywów na ostatnich stronach raportu).
- O ile największe korporacje w USA cieszą nieograniczoną swobodą działania, w tym wsparciem dyplomacji amerykańskiej w ekspansji globalnej (co tłumaczy m.in. brak wprowadzenia podatku od usług cyfrowych w jakichkolwiek liczących się gospodarczo zakątkach świata ani nawet przymiarek do uczynienia tego w przyszłości), o tyle w Chinach trwają zmasowane kontrole na spółkach technologicznych. Kilka miesięcy temu uniemożliwiono zajmującej się płatnościami spółce zależnej Alibaby zebranie kapitału w ofercie pierwotnej na giełdzie, a sama Alibaba otrzymała karę w wysokości 2,8 mld USD z tytułu „stosowania praktyk monopolistycznych”. Teraz najświeższe informacje to rozpoczęcie przez chińskie władze śledztwa dotyczącego niezgodnego z prawem przechowywania i wykorzystywania danych użytkowników przez właściciela aplikacji Didi - chińskiego odpowiednika Ubera. To wszystko rzutuje na wycenę spółek internetowych w Chinach, a ze względu na wzrost przez ostatnie lata udziału tych spółek w indeksach rynków EM, także na zachowania całej klasy akcji z rynków wschodzących.
- W bieżącym wydaniu zwracamy też uwagę na istotne rozwarstwienie tendencji w danych gospodarczych gospodarek rozwiniętych (DM) vs. wschodzące (EM), zarówno bieżących, jak i wyprzedzających - na przykładzie indeksów PMI (wykres na następnej stronie), przy czym należy pamiętać, że część dynamik danych gospodarczych z gospodarek z półkuli północnej wygląda imponująco ze względu na zaniżoną w końcu II kw. ub. r. bazę odniesienia w związku z *lockdownami*.
- Na polskiej giełdzie, po wcześniejszych bardzo dobrych miesiącach, lekki „przystanek” (WIG stracił 0,3%). W czerwcu obyło się bez większego różnicowania w segmentach małe vs. duże spółki, natomiast jak zwykle, spore różnicowanie miało miejsce na najbardziej interesujących subindeksach sektorowych. WIG-Games odrobił część słabszego zachowania vs. reszta rynku zyskując 6,7%, po tym jak największy producent gier – CD Projekt poinformował o powrocie do Play Station Store, najnowszej produkcji – Cyberpunka 2077. Po zawirowaniach z wyrokiem TSUE w sprawie Elektrowni Turów, korekcyjny miesiąc po serii poprzednich wzrostowych, zanotował z kolei WIG-Energia. W końcówce miesiąca dało zauważyć się także korektę na notowaniach akcji banków.
- Co ciekawe, wzrosty i nowe maksima na rynkach akcji DM, zwłaszcza w USA, odbyły się nie kosztem rynku obligacji. Stanowiące główne konkurencyjne aktywo na rynkach finansowych względem akcji – obligacje skarbowe, zwłaszcza na największym rynku amerykańskim, zmniejszyły swoją rentowność (atrakcyjność) do najniższego poziomu od lutego, co powoduje, że ryzyko jakiegóż gwałtowniejszej korekty z tytułu przepływów międzygałęziowych (z rynku akcji do obligacji) oceniamy obecnie jako niewielkie
- Sytuacja związana z epidemią COVID-19 jest dla rynków finansowych niejednoznaczna. Globalnie ponownie rośnie liczba zakażeń, ale zmniejsza się liczba zgonów. Większość gospodarek funkcjonuje na większym lub mniejszym hamulcu, związanym z





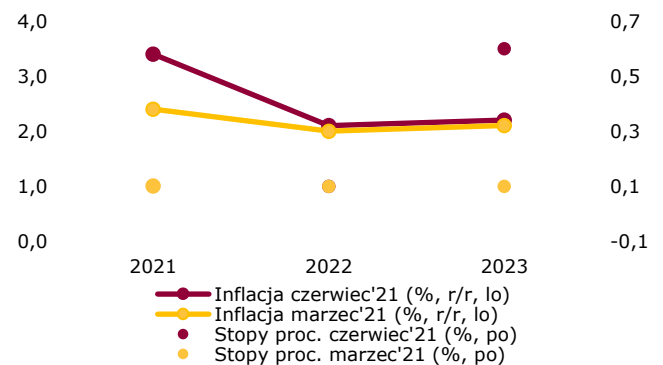
# Opis sytuacji gospodarczej

Globalny kryzys, który rozpoczął się w ubiegłym roku, w ślad za wyjściem epidemii COVID-19 poza Chiny, spotkał się ze zdecydowaną reakcją banków centralnych. Te w celu wsparcia gospodarki w okresie znacznego skoku niepewności decydowały się gremialnie na luzowanie warunków finansowania. Tak też robiły te najważniejsze: amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) oraz Europejski Bank Centralny (EBC).

Nieco ponad rok później jest już oczywiste, iż odbudowie gospodarczej w 2021 r. po zapaści z 2020 towarzyszy podwyższona presja inflacyjna. Ta w ostatnich miesiącach nabiera na sile, zwłaszcza w USA, i stawia znaki zapytania po stronie zasadności kontynuacji super luźnej polityki monetarnej oraz ryzyk z nią związanych. Zarówno w ocenie Fed, jak i EBC obserwowane zjawiska inflacyjne mają charakter przejściowy. Taka interpretacja sprzyja ignorowaniu narastających niestabilności cenowych, a co za tym idzie utrzymaniu wysokiego tempa skupu aktywów (QE) oraz niskich stóp procentowych.

Tym niemniej, pomimo wciąż „gołębiej” polityki, w retoryce banków centralnych zaczyna pojawiać się temat zacieśniania warunków finansowania. Powodem jest silniejsze od oczekiwań ożywienie gospodarcze oraz towarzysząca mu, również mocniejsza niż się tego spodziewano, presja inflacyjna. Kwestie te są szczególnie widoczne w USA. m.in. w dwóch ostatnich prognozach Fed – marcowej i czerwcowej. O ile we wcześniejszych nawet nie było mowy o podwyżkach stóp przed 2024 r., to w marcowej pojawiły się sygnały, iż może dojść do tego w 2023. W czerwcowej natomiast już większość członków FOMC (ciało podejmujące decyzje dot. polityki monetarnej) widzi konieczność podwyżki stóp w 2023, a są również tacy, którzy wspierają wcześniejszy ruch (w 2022).

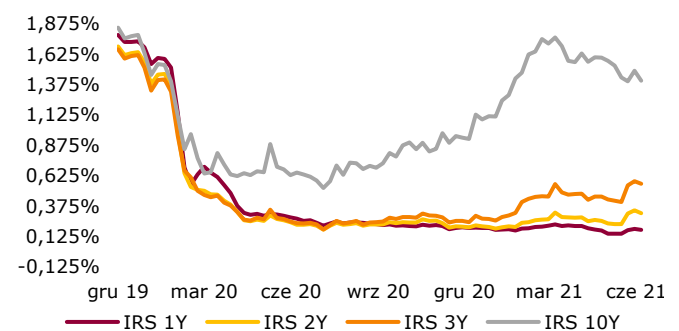
## Oczekiwana inflacja oraz stopa procentowa w USA wg Fed – projekcja z czerwca vs. z marca



źródło: Bloomberg, FOMC, opracowanie własne Działu Analiz Makroekonomicznych

Rynek stopy procentowej jest jak na razie dość zachowawczy w ocenie perspektyw polityki monetarnej Fed. O ile z projekcji banku centralnego wynika, iż w 2023 jest szansa na dwie podwyżki stóp, instrumenty pochodne wyceniają zaledwie jedną w horyzoncie 2 lat i dwie na przestrzeni 3 lat.

## Stawki IRS w USD

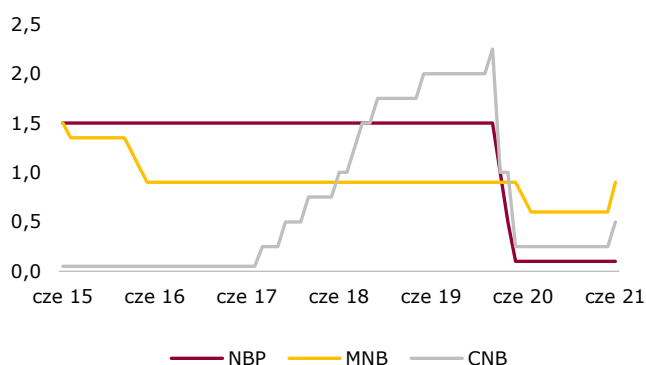


źródło: Bloomberg, opracowanie własne Działu Analiz Makroekonomicznych

Kwestia podwyższonej presji inflacyjnej, która towarzyszy post-pandemicznej odbudowie, dotyczy w

szczególności krajów CEE, w tym również Polski. Narodowe banki Węgier (MNB) oraz Czech (CNB) podjęły już pierwsze kroki w celu zredukowania ryzyka spirali inflacyjnej i rozpoczęły cykl podwyżek stóp procentowych. Obydwa zdecydowały się na taki krok w czerwcu, podnosząc stopę referencyjną o odpowiednio 30 p.b. (do 0,9%) oraz 25 p.b. (do 0,5%).

**Główne stopy procentowe banków centralnych Polski Węgier i Czech**



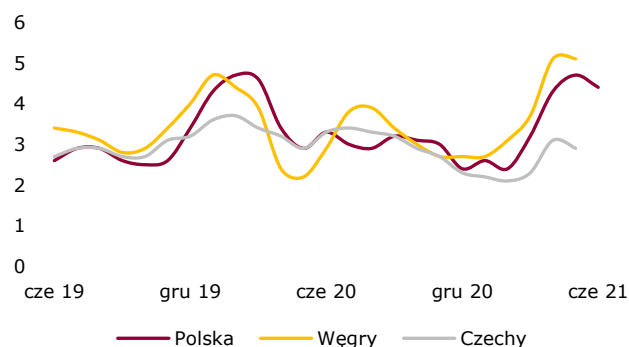
źródło: Bloomberg, opracowanie własne Działu Analiz Makroekonomicznych

Komunikacja NBP w ostatnich miesiącach również zmierzała w kierunku przygotowania rynku na zacieśnianie warunków finansowania. Co poniektórzy członkowie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) mówili nawet o konieczności natychmiastowych, sygnałnych podwyżek stóp procentowych. Możliwość takiego

rozwiązania przekreślił jednak prezes NBP A. Głapiński. W swoich najświeższych wypowiedziach szacuje przedział czasowy dla prawdopodobnego startu podwyżek stóp procentowych pomiędzy IV kw. 2021 a połową 2022 r. Takie podejście uzasadnia wciąż wysoką niepewnością co do ożywienia gospodarczego oraz charakterem obserwowanych wzrostów cen (głównie czynniki podażowe, egzogeniczne), na które wpływ polityki monetarnej wg Głapińskiego jest wątpliwy.

Tak czy inaczej, podobnie jak w przypadku USA, perspektywy podwyżek stóp procentowych w Polsce nabrały bardziej realnego kształtu. Tym samym pytania dot. zacieśniania polityki monetarnej zmieniły się w tym okresie z 'czy?' na 'kiedy?'. (js)

**Inflacja CPI w Europie Środkowo-wschodniej (proc., r/r)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne Działu Analiz Makroekonomicznych

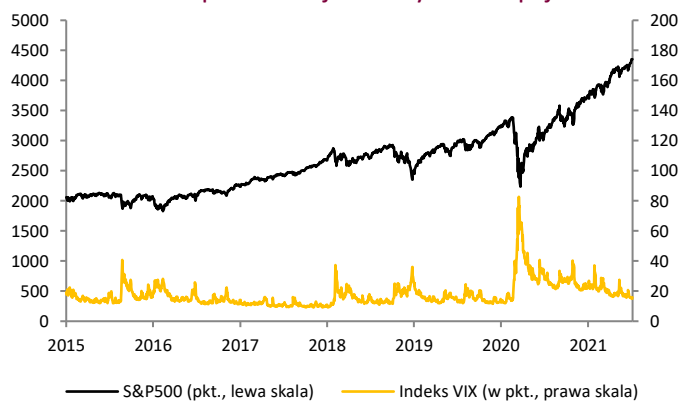
# Akcje

## Rynki rozwinięte

W czerwcu główne indeksy rynków zachodnioeuropejskich (Stoxx Europe 600) oraz amerykańskich (S&P 500) odnotowały nowe historyczne maksima.

Wartym odnotowania jest, że wzrosty mają miejsce przy coraz mniejszej zmienności notowań (dzienne wahania są coraz mniejsze). Indeks zmienności VIX dla giełdy amerykańskiej znalazł się na poziomie najniższym od lutego ubiegłego roku, jednocześnie należy pamiętać, że zmienność nie jest synonimem ryzyka inwestowania na rynku akcji w krótkim i średnim terminie. Tymi głównymi ryzykami niezmiennie pozostają kwestie związane z aktualnymi wycenami spółek, projekcjami i realizacjami ich wyników finansowych, otoczeniem makroekonomicznym, uwzględniającym poziom inflacji, stóp procentowych itp.

### Główny indeks giełdy w USA (S&P500) oraz indeks zmienności implikowanej z rynku opcji – VIX.



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Dobrym nastrojom sprzyjają dokonywane w górę rewizje wyników finansowych na bieżący oraz przyszły rok. Zagregowany zysk na akcję (EPS) dla spółek z indeksu Stoxx Europe 600 w 2021, który jeszcze na początku roku był prognozowany w wysokości niecałych 23 EUR, obecnie jest szacowany na 25,6 EUR, czyli o 45% wyższy w porównaniu z 2020 r. Dla indeksu S&P500 konsensus prognoz zysku na akcję w 2021 r. wynosi 191,6 USD co jest o 32% więcej niż w 2020, jednocześnie od początku roku szacunki zostały podwyższone o ok. 16%. Nie można jednak wykluczyć scenariusza, w którym dynamika wzrostu wycen rynkowych może być słabsza w stosunku do tempa wzrostu wyników, ponieważ rynki z dużą mocą antycypowały tę poprawę już wcześniej, odpowiednio

wyceniając wysoko akcje przez pryzmat wskaźników P/E (cena/zysk). Stąd dość racjonalne wydaje się oczekiwanie, ażeby te wyceny uzasadnić, to wyniki finansowe muszą nadgonić dystans.

Największych pozytywnych zmian w wynikach finansowych oczekuje się ogółem dla branż najbardziej poszkodowanych w ubiegłym roku. Dla spółek amerykańskich to są przede wszystkim sektory przemysłu, dóbr wyższego rzędu oraz finansów, dla przemysłu i dóbr wyższego rzędu prognozowane tempo wzrostu wyników wynosi blisko 70% r/r. Co jednak również istotne, bardzo głębokie załamanie dla tych sektorów w 2020 r. powoduje, że nawet przy tak dynamicznych zmianach wyników, EPS w tych wybranych obszarach będzie poniżej poziomu z 2019 r. Na europejskich giełdach mocniej poturbowanych sektorów w 2020 r. było więcej: najmocniejsze spadki wyników odnotowały dobra wyższego rzędu, finanse oraz sektor ochrony zdrowia. Oczekiwany dla nich wzrost EPS na 2021 r. to odpowiednio 194%, 37% i 74%, ale również w ich przypadku będzie zagregowane zyski nie dojdą do poziomu z 2019 r. Ogółem dla czołowych przedsiębiorstw amerykańskich i europejskich jest podkreślane bardzo wysokie saldo zakumulowanej gotówki, która wg prognoz będzie pożytkowana na wzrost operacji skupu akcji własnych, wypłatę dywidend, inwestycje rozwojowe w majątek produkcyjny oraz fuzje i przejęcia. Każde z tych działań powinno nieść dodatkową wartość dla akcjonariuszy w postaci wzrostu cen akcji.

Bardzo ambitne prognozy w zakresie szacowanych wyników finansowych biorą się m.in. z prognoz wysokiego wzrostu gospodarczego na bieżący rok, zwłaszcza w USA, gdzie konsensus oczekiwań na 2021 r. od początku roku sukcesywnie pnie się do góry, z 3,9% do 6,6% obecnie. Dla UE czy strefy euro w I kw. rewizje prognoz tegorocznego wzrostu PKB były raczej dokonywane w dół i dopiero w II kw. ponownie uwierzono w potencjał europejskiej gospodarki. Aktualny konsensus zakłada 4,7% wzrostu gospodarczego w 2021 r. w UE. Poprawę bieżącej i oczekiwanej koniunktury wykazują rekordowo wysokie odczyty wskaźników PMI, zarówno dla sektora wytwórczego jak i usług dla obydwu regionów. Otwartym pozostaje pytanie, czy jest jeszcze przestrzeń do ich dalszej poprawy, zdolnej pchać rynki w stronę coraz wyższych poziomów cenowych. Patrząc na wciąż aktywnie prowadzone działania stymulujące ze



strony polityki pieniężnej oraz fiskalnej to potencjał do kreowania wzrostu gospodarczego z pewnością jest obecny. Osobne wątpliwości nasuwają rosnące w szybkim tempie aktywa banków centralnych (FED: 8 bln USD vs 4,2 bln USD na koniec 2019; ECB 7,8 bln EUR vs. 4,7 bln EUR na koniec 2019) pośrednio finansujących galopujące zadłużenie, które w USA na koniec stycznia wynosiło 127% PKB (wzrost o prawie 20 pp. względem 2019 r.), a w strefie euro 98% PKB na koniec 2020 r. (wzrost r/r o prawie 15 pp.).

Aktywne działania stymulujące banków centralnych przyczyniają się do silnego wzrostu napięć inflacyjnych. Równolegle prowadzony skup aktywów przyczynia się do spadku rentowności instrumentów wolnych od ryzyka. W tej sytuacji spektrum rynkowych narzędzi inwestycyjnych zdolnych chociażby chronić wartości oszczędności zawęża się do głównie instrumentów udziałowych, czyli rynków akcji. Rentowności amerykańskich obligacji skarbowych na poziomie 1,35% przy inflacji 5% oraz rentowności obligacji europejskich, nawet „wysoko” rentownych obligacji włoskich 0,78% przy inflacji w strefie euro 2%, nie są w stanie zachować realnej wartości oszczędności. Mimo więc wysokich wycen akcji i ryzyka przeszacowania prognozowanego wzrostu wyników finansowych, to właśnie ten segment rynku daje jakiegokolwiek szanse na dodatnie stopy zwrotu. Oczywiście należy uwzględnić rosnące ryzyko inwestycyjne i zawężającą się premię za ryzyko rynkowe (oczekiwana stopa dochodowości z akcji pomniejszona o dochodowość obligacji skarbowych) może w końcu skłonić do przesilenia na rynku akcji, tym bardziej że rynek obligacji jest dotychczas zniekształcany polityką pieniężną (skup aktywów) i „uwolnienie” tego rynku mogłoby odwrócić atrakcyjność klas aktywów na niekorzyść rynków akcji.

Powyższe obawy są nadal koronnym argumentem przeciw podwyższaniu obecnie umiarkowanie negatywnego nastawienia do akcji rynków rozwiniętych. Natomiast uważamy, że ten „ubytek” w przypadku utrzymania pozytywnego sentymentu do rynku akcji (nowe historyczne maksima dla indeksu MSCI World) skutecznie wypełniają inwestycje silniej zorientowane na spółki wzrostowe (*growth*), które poprzez wyższą betę, nawet przy mniejszym udziale w portfelu, są w stanie poprawić wynik portfela. Ponadto udział tych spółek uzasadnia wykazywana na ostatniej pandemii wyższa odporność na zawirowania gospodarcze, co przy

obecnym szczepie „delta” jest istotne. Ale ze względu na wspomniane ryzyko inwestycyjne drugą nową inwestycją dla rynków rozwiniętych są akcje spółek *value*, mniej wrażliwe na ewentualne napięcia inflacyjne i związane z tym ryzyka wzrostu rynkowych stóp procentowych. (mb)

## Japonia

W czerwcu giełda japońska i jej główny indeks Nikkei 225 należały obok Chin do najślabszych regionalnie rynków akcji oraz był jednym z najślabszych na świecie tracąc 0,2%, podczas gdy na większości rynków dominowały wzrosty. Odmienne zachowywał się szeroki indeks TOPIX obejmujący wszystkie notowane na rynku podstawowym spółki, który w ślad za większością rosnących indeksów na świecie urósł w czerwcu o 1,1%. W czerwcu podobnie jak w maju nastąpił dalszy spadek średnich obrotów na sesję.

W komentarzach, analizach i opiniach widać już wyczekiwanie na rozpoczęcie sezonu wyników spółek za II kw. 2021 r., co w pewnym stopniu skutkowało trendem bocznym na japońskim rynku akcji. Oczekuje się dalszej poprawy atrakcyjności wskaźnikowej japońskich indeksów – indeks Nikkei na koniec II kwartału, podobnie jak w maju notowany był przy 20-krotności zysków za 4 ostatnie kwartały i 19-krotności prognozowanych przez rynek na kolejne 4 kwartały (P/E forward).

W podsumowaniach sezonu wyników za I kw. 2021 r. widać sektory osiągające lepsze wyniki, które obejmowały część cyklicznych, takich jak przemysł maszynowy i urzędzeń precyzyjnych oraz sektorów zaliczanych do defensywnych, jak spożywczy i farmaceutyczny. Z drugiej strony sektory, które mogą skorzystać na ponownym otwarciu gospodarki, w tym transport lotniczy/lądowy i nieruchomości, spadły, a niektóre sektory związane z towarami, takie jak transportowy oraz materiałowy, a także sektor finansowy osiągnęły gorsze wyniki.

Co do fundamentów gospodarczych, trzecia gospodarka świata powinna przyspieszyć wzrost w II kwartale. Prognozę realnego PKB dla Japonii powyżej rynkowego konsensusu podniósł ostatnio Goldman Sachs - do +5,1% r/r w III i do aż +7,7% w IV kw. br. Całoroczny wzrost PKB na bieżący i przyszły rok Goldman Sachs prognozuje na poziomie odpowiednio 3,3% i 2% wobec konsensusów 2,5% oraz 1,5% w 2022 roku), a wynika to z założenia gwałtownego ożywienia w sektorach usług wrażliwych na

COVID-19, gdyż działalność produkcyjna pozostaje stabilna. Produkcja jest napędzana obecnie głównie ze względu na popyt zewnętrzny. Od kwietnia produkcja już wróciła do poziomu sprzed COVID-19 z lutego 2020. Dla kontrastu, sprzedaż detaliczna w Japonii i indeks usług PMI ponownie uległy ostatnio stagnacji, z powodu stanu wyjątkowego. Stan ten ostatnio został jednak zniesionym, co rodzi oczekiwania, że aktywność konsumpcyjna w Japonii znacznie wzrośnie wraz z postępowaniem w zakresie szczepień, podążając śladami innych gospodarek.

Odnosnie zysków spółek - konsensus oczekiwań rynkowych Bloomberg'a przewiduje systematyczny wzrost wskaźnika zagregowanego zysku na akcję (EPS) dla spółek japońskich w bieżącym III kwartale wraz z odmrażaniem poszczególnych gospodarek na świecie, i dojście do poziomów przed-pandemicznych w IV kwartale br. W przyszłym roku EPS ma dalej zwiększać, przebijając rekordowe poziomy sprzed 3 lat.

W kontekście sytuacji z COVID-19 w czerwcu nastąpił dalszy spadek dynamiki nowych zachorowań – pod koniec miesiąca do zaledwie poniżej 1500 nowych zakażeń dziennie – najmniej od marca. Stan wyjątkowy w Tokio i ośmiu innych prefekturach został zniesiony 20 czerwca, natomiast restrykcje przedłużono do 11 lipca w prefekturze Okinawa, gdzie służba zdrowia wciąż jest przeciążona. W Tokio i kilku innych prefekturach do 11 lipca wciąż obowiązywać będą natomiast nieco łagodniejsze obostrzenia, określane przez media jako „quasi-stan wyjątkowy”, aby zapobiec wzrostowi zakażeń przed rozpoczynającymi się 23 lipca Igrzyskami Olimpijskimi w Tokio.

W czerwcu ruszyła dynamicznie akcja szczepień – tysiące korporacji, od Toyota Motor Corp po firmę telekomunikacyjną i inwestycyjną SoftBank Group Corp, otwierają specjalne kliniki w ramach masowej akcji szczepień w sektorze prywatnym. Liczba zgłoszonych korporacji pozwoliła do końca miesiąca zwiększyć liczbę podawanych dawek do prawie miliona dziennie. To będzie miało kluczowe znaczenie dla osiągnięcia głównego celu, a mianowicie wykonania szczepień dla wszystkich osób starszych do końca lipca i pozostałych dorosłych najpóźniej do listopada. Ze statystyk na koniec pierwszego półrocza 2021 roku wynika, że zaledwie 24 proc. populacji Japonii (ponad 30 mln osób) otrzymało co najmniej jedną dawkę szczepionki. Jest to najniższy wskaźnik wśród porównywalnych bogatych gospodarek.

Aby przyspieszyć kampanię szczepień, rząd zlecił wojsku utworzenie ośrodków masowych szczepień i zliberalizował przepisy dotyczące tego, kto może podawać szczepienia. Siedmiodniowa średnia dawek wzrosła czterokrotnie w ciągu zaledwie dwóch tygodni. Zaszczepionych pełną dawką według stanu na dzień 1 lipca 2021 jest 12,7% populacji (ponad 16 milionów osób).

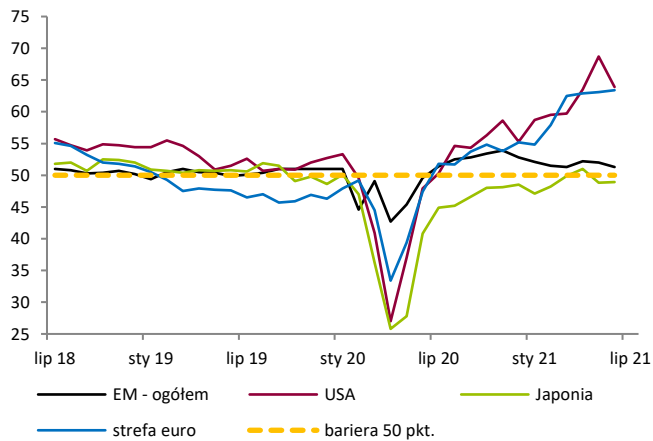
Odnosnie sytuacji monetarnej - japoński bank centralny – Bank of Japan, utrzymał ujemne stopy procentowe na czerwcowym posiedzeniu i przedłużył antycovidowy program wsparcia dla gospodarki o kolejne 6 miesięcy (pierwotnie miał zakończyć się we wrześniu 2021). Zamierza jednak w III kw. br. ograniczyć program skupu obligacji rządowych - plan kwartalny zakłada zmniejszenie o co najmniej 25 mld jenów (226 mln USD) zakupów każdej z trzech grup obligacji skarbowych - o terminie zapadalności od roku do 3 lat, od 5 do 10 lat i od 10 do 25 lat. (rk)

## Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)

Rynki wschodzące jako całość odnotowały płaski miesiąc (MSCI Emerging Markets -0,1%). W rozbiciu na regiony wciąż słabo wypadają rynki azjatyckie (MSCI EM Asia - 0,2%), w czerwcu najmocniej przecenił się rynek turecki (XU 100 -4,5%). Dobrą passę kontynuowały rynki Ameryki Łacińskiej (MSCI EM Latin America +2,4%), a także rynek rosyjski (RTS +3,5%).

Wyceny rynków wschodzących w czerwcu stały się jeszcze bardziej atrakcyjne względem rynków rozwiniętych, zarówno pod kątem bieżącego (17,1 vs. 30), jak i prognozowanego wskaźnika cena/zysk (14,5 vs. 20,6). W ramach rynków wschodzących, niezmiennie tanio wyceniane są akcje europejskich rynków wschodzących (p/e 11,8) i rynek rosyjski (11,1), zwłaszcza na tle indyjskiego indeksu Sensex (31,3), który stale dyskontuje wysoką dynamikę wzrostu gospodarczego.

## Zbiórca indeks PMI dla EM na tle głównych gospodarek DM



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Postępująca relatywna słabość wskaźników PMI gospodarek rynków wschodzących wobec gospodarek rynków rozwiniętych zmierza w okolice widziane ostatni raz podczas I fali koronawirusa i globalnej bessy, która miała wtedy miejsce. Przy tak głębokiej relatywnej słabości w nadchodzących miesiącach, o ile nastrojów nie popsuje kolejna fala pandemii, prawdopodobne jest nadrabianie tej słabości, co mogłoby spowodować przynajmniej przejściowe lepsze wyniki rynków wschodzących. Oczywiście plany może pokrzyżować COVID-19, gdyż ciągle uboższe gospodarki z rynków wschodzących są bardziej podatne na konsekwencje wywołane kolejną falą zakażeń, chociażby ze względu na wolniejszy proces szczepień.

Wśród ciekawych wątków z ubiegłego miesiąca warto wspomnieć o dynamicznie przyspieszającym procesie szczepień w Chinach, które do tej pory tworzyły znaczące rezerwy szczepionek, czy to w celu wykorzystywania ich w ramach prowadzenia polityki zagranicznej wobec państw, które nie mają wystarczająco dobrego dostępu do szczepionek, czy to w obawie o słabą skuteczność swojej szczepionki. Od maja podano niemal 1 mld szczepionek, przy utrzymaniu tak wysokiego tempa szczepień, zbiorową odporność Chin mogłyby uzyskać w okolicach września. Motywem do przeprowadzenia akcji szczepień na taką skalę mogło być zagrożenie epidemiologiczne, które pojawiło się w Tajwanie, który do tej pory wzorowo radził sobie z wykrywaniem ognisk i izolowaniem wirusa (dzienna liczba zachorowań z około 20 w I połowie maja wzrosła do 600 pod koniec tego

miesiąca, a pod koniec czerwca ponownie spadła do kilkudziesięciu potwierdzonych testami zachorowań dziennie).

W czerwcu miały również miejsce zmiany w amerykańskim arsenale w wojnie technologicznej z kluczowym rywalem – Chinami. Administracja prezydenta Joe Bidena wycofała zakaz nałożony przez Donalda Trumpa ws. użytkowania aplikacji TikTok i WeChat w Stanach Zjednoczonych. Zapowiedziano jednocześnie dokonanie powszechnego przeglądu aplikacji, które mogą zagrażać bezpieczeństwu poprzez powiązanie z wrogimi obcymi rządami, a więc niewykluczone, że aplikacje te ponownie trafią na „czarną listę” w przyszłości. Tymczasem wraz z końcem czerwca JP Morgan wykluczył ze swoich indeksów obligacje dolarowe emitowane przez Huawei, w ramach konsekwencji decyzji Prezydenta Joe Bidena o objęciu zakazem obrotu przez amerykańskie podmioty aktywami 59 chińskich spółek, którym stawia się zarzuty współpracy z chińską władzą ws. programów obronnych i inwigilacji.

Nie tylko chińskie wpływy są niemile widziane na terytorium Stanów Zjednoczonych, ale również wpływ demokratycznych państw przedostający się do chińskiej opinii publicznej nie był mile widziany w Państwie Środka. W czerwcu podjęto działania doprowadzające do zakończenia działalności przez ostatnią prodemokratyczną gazetę w Hongkongu – dziennik „Apple Daily”. (ad)

## Polska

Szeroki indeks krajowego rynku (WIG) zanotował lekko ujemny wynik w czerwcu na poziomie -0,3%, ale w trakcie miesiąca zanotował historyczne maksimum notowań na poziomie 68 148 pkt., przebijając dotychczasowy rekord z lipca 2007 roku. Przypomnijmy, że w przeciwieństwie do WIG20, mWIG40 czy sWIG80, WIG indeksem jest dochodowym, a więc agregującym wszystkie dochody z dywidend, praw poboru, itp., w przeciwieństwie do ww. indeksów, jak również większości najbardziej popularnych indeksów giełd zagranicznych, które są cenowe – uwzględniają wyłącznie zmiany kursów akcji spółek. A na tle indeksów zagranicznych, GPW nadal, zwłaszcza w dłuższych okresach porównań wypada słabo. Od lipca 2007 roku główny indeks giełdy

naszego zachodni sąsiada (DAX) zyskał ok. +90% a amerykański S&P500 +180%.

Wyhamowanie wzrostów nastąpiło w segmencie małych (SWIG80) i średnich spółek (MWIG40), które straciły kolejno -0,2% oraz -1,6%. W tym ostatnim widać było efekty spadków wycen 5 banków wchodzących w skład tego indeksu. Od dwóch miesięcy mocniejszych spółek wyraźnie przygasła i obecnie nie wykazują już tak dużej siły relatywnej w stosunku do dużych spółek (WIG20 - 0,7% w czerwcu). W poszczególnych sektorach w końcu po 6 miesiącach spadków, dodatnią stopę zwrotu zanotował polski gamedev. WIG-Games zyskał +6,7% po tym jak największy producent gier – CD Projekt poinformował o powrocie do Play Station Store, najnowszej produkcji – Cyberpunka 2077. Z kolei zaskakująco dobra sprzedaż odzieży po *lockdownie* miała pozytywny wpływ na spółki odzieżowe, których sektor (WIG-Odzież) wzrósł +8,1% prawie tak dobrze jak sektor informatycznych (WIG-Informatyka +8,8%). Końcówka miesiąca przyniosła korektę na notowaniach akcji banków (WIG-Banki -5%), gdzie jednym z głównych czynników wpływających na wyprzedanie sektora mogły być wstępne dane o inflacji za czerwiec, która okazała się być poniżej oczekiwań (4,4% r/r vs 4,6% konsensus i 4,7% w maju), co prawdopodobnie przesunęło w czasie oczekiwaną podwyżkę stóp procentowych. Słabo zachował się również sektor energetyczny (WIG-Energia -4,2%) po zawirowaniach z wyrokiem TSUE w sprawie Elektrowni Turów.

Wyceny spółek względem wskaźnika cena do zysku (13,3) czy cena do wartości księgowej (1,5) wyraźnie spadły na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy. Był to efekt przede wszystkim wzrostu zysków spółek, które w większości poprawiły swoje wyniki finansowe, często bijąc oczekiwania rynkowe. Czerwiec jest pierwszym miesiącem lekkiego wzrostu wycen, ale nie powinno to przeszkadzać rosnąć indeksom giełdowym w górę. Wskaźnik (RSI) wykupienia/wyprzedania szerokiego rynku

zbliżył się do strefy wykupienia co stwarza pole do kontynuacji wzrostów. Pomimo wyhamowania nadal utrzymuje się duża aktywność inwestorów na rynku a łączna wartość obrotu akcjami na Głównym Rynku GPW wyniosła 25,5 mld zł (-20% mniej niż miesiąc wcześniej)

Od czasu pandemii (marzec 2020 r.) saldo lokat terminowych gospodarstw domowych stopniało o 40%, co efekcie przełożyło się na wzrost gotówki na kontach bankowych (ponad 1 bilion złotych). Czas pokaże jak duża część tych środków zostanie przeznaczona na inwestycje. Na razie cały czas utrzymuje się pozytywny przepływ gotówki do funduszy inwestycyjnych otwartych. Pomimo spadku dynamiki saldo wpłat i wypłat w maju wyniosło +1,3 mld zł. To o miliard mniej niż miesiąc wcześniej i prawie czterokrotnie mniej niż w dwóch pierwszych miesiącach tego roku. Tak duży spadek sprzedaży wynika ze spadku zainteresowania funduszami dłużnymi, z których odpłynęło 0,8 mld zł. Tutaj należy podkreślić, że słabe wyniki funduszy obligacji powinny sprzyjać dobremu zachowaniu akcji. Wiele wskazuje na to, że środki z lokat i depozytów bankowych mogą w większym stopniu zasilić fundusze akcji. Po części ma to już miejsce, bo fundusze akcyjne w maju pozyskały 0,7 mld zł, z czego blisko 200 mln zł trafiło na polski rynek akcji, w tym najwięcej do funduszy akcji małych i średnich spółek (+150 mln zł - najwięcej od 2015 roku) i podobnie jak miesiąc wcześniej, szacujemy, że łącznie na polski rynek kapitałowy mogło wpłynąć ok 0,5 mld zł nowych środków pod zakup funduszy.

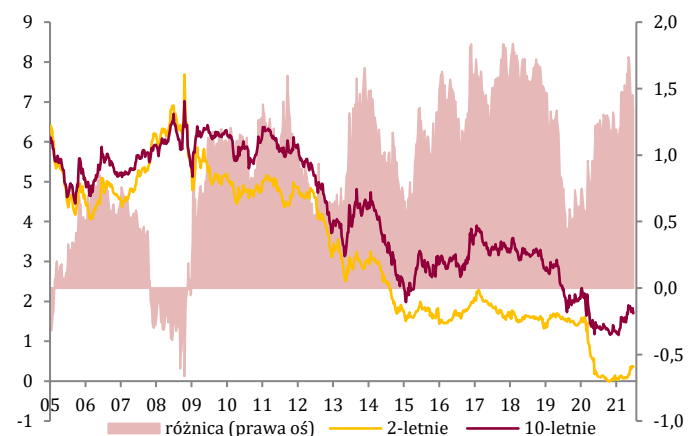
Obecnie wkraczamy w okres wakacyjny, który z zasady charakteryzuje się mniejszą aktywnością na rynku, co przy napływie nowych środków na rynek GPW, powinno mieć pozytywny wpływ na notowania spółek. Główne czynniki wspierające zachowania polskich spółek to nadal umiarkowane wyceny oraz napływy do funduszy akcji wspierane przez niskie stopy procentowe i rekordowe środki na kontach bankowych Polaków. Pozostajemy przy neutralnym nastawieniu do polskiego rynku akcji. (bz)

# Obligacje

Wydarzeniem numer jedna początku lipca jest z pewnością umocnienie do najniższego poziomu od lutego amerykańskich 10-letnich papierów skarbowych (US Treasuries - UST), i to pomimo retoryki członków FOMC oraz najnowszej projekcji gospodarczej Fed przybliżających, a nie oddalających perspektywę podwyżek stóp procentowych w USA z obecnych zerowych poziomów (mowa oczywiście o stopie funduszy federalnych, a więc krótkoterminowej). Biorąc jednak pod uwagę wysokie wyceny na rynkach akcji w USA i status jedynego płynnego segmentu rynku finansowego, z którego stopa zwrotu jest ujemnie skorelowana z rynkiem akcji, nie można wykluczyć, że przynajmniej za część zakupów UST w ostatnim czasie odpowiadają fundusze hedgingowe, także w obliczu bardzo niskiego kosztu pożyczek używanych do transakcji lewarowanych.

Benchmarkowi dla polskich obligacji skarbowych, po kilku spadkowych miesiącach, czerwiec udało się zakończyć na symbolicznym plusie, głównie dzięki wydarzeniom z ostatnich dwóch dni miesiąca, tj. w następstwie publikacji szybkiego (flash) szacunku inflacji za czerwiec. Wg GUS dynamika cen konsumenckich (CPI) za czerwiec wyniosła 4,4% r/r - nadal znacznie powyżej celu NBP, ale niżej zarówno od konsensusu oczekiwań, jak i odczytu za maj (w obu przypadkach +4,6%). W same tylko te 2 dni rentowności 10-letnich obligacji skarbowych polskiego rządu spadły o ponad 15 pb. do 1,62% na koniec miesiąca. Nie należy jednak zapominać, że przy notowaniach na długim końcu krzywej odczyty inflacyjne nie są jedynym czynnikiem cenotwórczym. Znacznie bardziej istotne przy obecnych uwarunkowaniach są chociażby wszystkim skupu obligacji przez NBP (w ostatnim czasie maleje) oraz sytuacja fiskalna rządu (a ta wydaje się być nad wyraz dobra).

Rentowności polskich 2- i 10-letnich obligacji skarbowych (lewa oś) oraz premia terminowa (prawa oś)

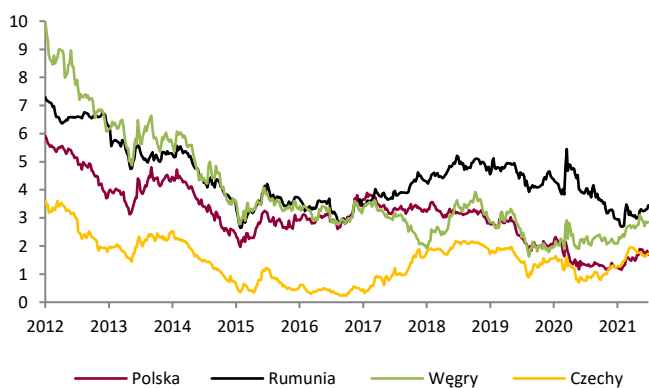


źródło: Bloomberg

Podsumowując nastawienie dla polskich obligacji skarbowych stałokuponowych to perspektywy oceniamy w średnim terminie (6-12 mies.) umiarkowanie negatywne. Premia do rynków bazowych (USA, Niemcy) jest poniżej wieloletniej średniej, wyższe rentowności oferują obligacje skarbowe krajów w regionie CEE (Rumunia, Węgry, Czechy) i jedynie premia terminowa 2-10 na polskim rynku skarbówek wydaje się kusząca, ale jeśli dojdzie do podwyżek stóp procentowych NBP, to i ta zapewne zacznie spadać.

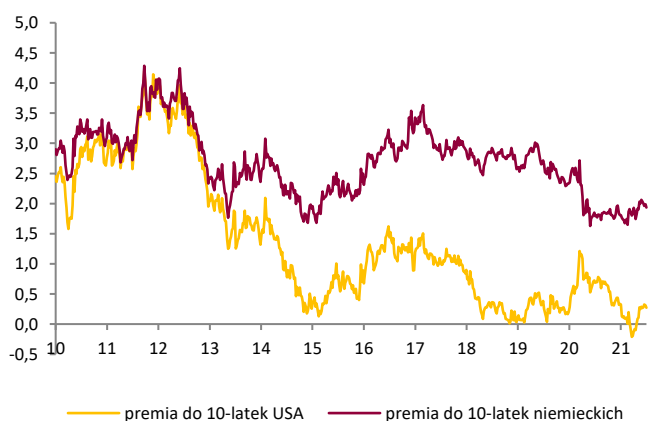


## Rentowności 10-letnich obligacji krajów CEE w walutach lokalnych (proc.)



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Premia (nadwyżka, w pkt. proc.) z jaką notowaną są polskie 10-latki do analogicznych papierów skarbowych USA i Niemiec



źródło: Bloomberg

Na rynku długu emitentów z rynków wschodzących (EM), segment obligacji w walutach „twardych” tj. głównie w USD, kontynuował w czerwcu zwrotki na fali spadku rentowności (a wzrostu cen) „bazy” czyli amerykańskich obligacji skarbowych. Z kolei segment obligacji EM w walutach lokalnych (z ang. *local currency*), po dwu miesiącach wzrostów, ponownie doznał korekty, głównie na fali wzrostu odczytu i oczekiwań inflacyjnych w gospodarkach krajów stanowiących największy odsetek w koszyku emitentów, m.in. w Rosji, Turcji i innych. Bilans szans (wyższe rentowności nominalne) i ryzyk (podbijający inflację chociażby wzrost cen żywności) dla obligacji EM oceniamy nadal umiarkowanie negatywnie. (zo)

## Zagraniczne korporacyjne IG

Czerwiec w segmencie obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym przyniósł ponownie duże zróżnicowanie stóp zwrotu pomiędzy USA i Europą. Podczas gdy stopa zwrotu z indeksu iBoxx USD Corporates w czerwcu wyniosła 1,4% indeks Europejski iBoxx Euro Corporate pozostał na podobnym poziomie notując 0,3% MTD. Pozytywne stopy zwrotu w USA są wynikiem dynamicznego zawężenia spreadów względem obligacji skarbowych z poziomów 99 bp w marcu do 81 bp obecnie. Dla porównania w Europie spready są na poziomie 95 bp. Kluczowym wsparciem dla rynku pozostaje polityka zerowych/ujemnych globalnych stóp procentowych oraz umacniająca się gospodarka. Wzrost gospodarczy wpływa bezpośrednio na fundamenty finansowe emitentów czego efektem są poprawiające się wskaźniki płynność przedsiębiorstw i podwyżki ratingów kredytowych.

Na rynkach pierwotnych widać spore ożywienie w ciągu ostatnich kilku tygodni. Mimo sporej podaży nadal nie ma wystarczającej wartości ofert aby zaspokoić popyt, w związku z czym, większość emisji kończy się nadsubskrypcją. Całkowita suma wyemitowanych od początku roku obligacji o ratingu Investment Grade (IG) w Europie wynosi 360 mld EUR, a na rynku amerykańskim 870 mld USD.

Strukturalnie, w ciągu ostatniego miesiąca nastąpił wzrost emisji obligacji o zmiennym oprocentowaniu. W przeciwieństwie do obligacji o stałym dochodzie, jakich jest zdecydowana większość, długu kupony obligacji o zmiennym oprocentowaniu są powiązane ze stawkami rynkowymi, więc wyceny bazowe długu są chronione w przypadku zmiany polityki pieniężnej. (dm)

## Zagraniczne korporacyjne HY

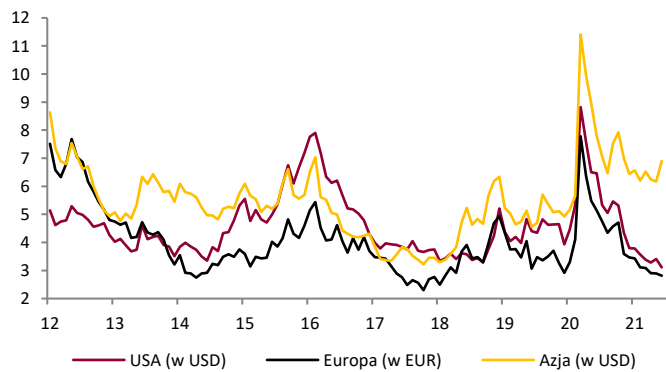
Czerwiec był kolejnym udanym miesiącem dla zagranicznych obligacji korporacyjnych, a benchmarki obligacji High Yield zyskały odpowiednio 1,3 % w przypadku emitentów w USD, i 0,6 % w EUR. Od początku roku jednak w obu segmentach stopa zwrotu wynosi 3,6 % i wyróżnia się na tle innych klas obligacji.

Wzrost cen obligacji wynikał z dalszych spadków rentowności dla obu kategorii obligacji HY i na koniec

czerwca wynosiły one 3,75 % dla USD HY i 2,97 % dla euro. Dla USD są to rekordowo niskie wartości, natomiast dla emisji w euro w latach 2017-2020 zdarzało się już, że rentowności osiągały podobne poziomy.

Wzrost cen obligacji HY w czerwcu wynikał częściowo ze wzrostu cen obligacji skarbowych (i spadku ich rentowności), jednak głównie z powodu zawężenia spreadu (premii za ryzyko w stosunku do obligacji skarbowych). W ciągu miesiąca spadła ona do 3,04% z 3,34% dla USD HY i do 2,96% z 3,03% dla EUR HY.

**Premie (spready) kredytowe dla poszczególnych segmentów obligacji high-yield (proc.)**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Tak niskie spready wynikają z dobrej sytuacji finansowej firm, które korzystają z rządowych programów wsparcia skierowanych bezpośrednio do nich lub do ludności, co powoduje wzrost konsumpcji (widoczny po wzroście sprzedaży detalicznej czy innych wskaźnikach gospodarczych). W maju na świecie upadły tylko 3 firmy z ratingiem subinwestycyjnym Moody's w porównaniu do średniej miesięcznej z ostatnich lat wynoszącej 11, z tego żadnej upadłości nie było w Europie. Rolowany 12-miesięczny wskaźnik niewypłacalności kolejny miesiąc maleje z 5,6 % do 4,9 % i Moody's zakłada, że w scenariuszu neutralnym powinien spaść za następne 12 miesięcy do 1,9%, czyli wyraźnie poniżej wieloletniej średniej (4,2 %). Dodatkowo w maju nie było żadnej obniżki ratingu dla firm z ratingiem HY, a od marca 16 % firm z ratingiem CCC uzyskało podniesienie ratingu do B. Podniesienie ratingu oznacza wzrost cen obligacji, więc zarządzający funduszami zwracają uwagę, żeby posiadać

w portfelu jak najwięcej emitentów, którzy mają szansę na podniesienie ratingu w najbliższych miesiącach (często po wcześniejszej obniżce na początku pandemii).

Wielkość spreadu jest niska na tle danych historycznych, jednak w USA utrzymywała się już na podobnym poziomie przez niemal cały rok 2018, natomiast w Europie zdarzały się już okresy, gdy ta premia za ryzyko spadała nawet poniżej 2,5 %. Więc o ile jest coraz mniej miejsca na dalsze spadki spreadu i spodziewamy się raczej ich stabilizacji lub lekkiego wzrostu w dalszej części roku, to nie można też wykluczyć czasowo pogłębienia spadków, co byłoby pozytywne dla stóp zwrotu tych aktywów. Do zejścia spreadów w Europie na nowe minima potrzeba byłoby pewnie definitywnego zażegnania 4 fali covid na jesieni.

Warto pamiętać cały czas o negatywnym wpływie na stopy zwrotu z obligacji stałokuponowych (jakim jest zdecydowana większość zagranicznych emisji wchodzących w skład benchmarków HY) oczekiwań inflacyjnych. Te implikowane z notowań 5 – letnich amerykańskich obligacji inflacyjnych spadły dla USA w ciągu miesiąca z 2,6 % do 2,47 %, co pozytywnie wpłynęło na stopy zwrotu obligacji HY jak i IG. W obliczu bezczynności i tolerancji dla podwyższonej inflacji przez Fed i inne banki centralne, liczyć należy się stale z powrotem obaw inflacyjnych, jednak dzięki temu, że obligacje HY mają relatywnie krótkie terminy do wykupu (3-5 lat) i wyższe kupony wypłacane co miesiąc (ok. 0,4 %), ich wrażliwość na wzrost oczekiwań inflacyjnych jest znacznie mniejsza niż obligacji korporacyjnych emitentów z ratingiem IG czy też obligacji skarbowych, które z reguły mają znacznie dłuższe terminy do wykupu i niższą rentowność. Uwzględniając wyżej wymienione czynniki na razie dla obligacji HY utrzymujemy neutralne nastawienie, jednak stale monitorujemy sytuację wokół tej klasy. Niepokoić może rekordowa emisja długu przez firmy z ratingiem HY - w USA blisko 300 mld USD od początku roku, podczas gdy w takim samym okresie lat ubiegłych nie przekraczała 200 mld USD. (ml)

# Surowce

W czerwcu nadal utrzymywała się silna presja cenowa na większości rynków surowcowych. Rynek jednak w poszczególnych obszarach nie zachowywał się już tak jednolicie i część towarów podlegała mniejszym lub większym korektom. Słabszy miesiąc zaliczyły metale szlachetne (złoto i srebro) i niektóre metale przemysłowe jak miedź. Świetne stopy zwrotu zanotowały za to surowce energetyczne – ropa i gaz ziemny. Pod wpływem zmiennych danych dotyczących sytuacji pogodowej, mocno fluktuowały ceny towarów rolnych. Po wielu miesiącach dynamicznych zwyżek, rynek zdaje się ewoluować w kierunku dojrzałej hossy, o znacznie mniejszej dynamice i znacznie trudniej będzie o okresy, w których „wszystko rośnie na raz”.

Agregujący notowana surowców Bloomberg Commodity Index rozpoczął miesiąc od umiarkowanych wzrostów, następnie w okolicach posiedzenia FED (16 czerwca) zaliczył gwałtowną korektę, po czym miesiąc zakończył dynamicznym 2-tygodniowym rajdem wzrostowym, kończąc ostatecznie miesiąc wynikiem +1,8%.

To właśnie komunikaty Rezerwy Federalnej były tym co najbardziej przykuwało uwagę inwestorów w minionym miesiącu. FED, niewątpliwie pod presją inflacji (majowa inflacja konsumencka wyniosła w USA 5%), dokonał modyfikacji projektowanej ścieżki normalizacji polityki monetarnej. Pomimo iż nie dokonał żadnych istotnych zmian na tym posiedzeniu, to po tym jak podniósł prognozę wzrostu gospodarczego na ten tok (z 6,5% do 7%) i inflacji (z 2,5% na 3,4%), skróceniu uległ prawdopodobny harmonogram podwyżek stóp procentowych i zmniejszenia skupu aktywów. Obecnie na podstawie deklaracji członków FOMC (Federalnego Komitetu Otwartego Rynku) rynek oczekuje dwóch podwyżek w 2023 roku (poprzednio oczekiwano ich rok później), mogłyby się wtedy znaleźć na poziomie ok 1,5%.

Równocześnie rośnie liczba członków z prawem głosu, którzy widzą potrzebę podwyżek już w tym roku.

Kolejnym istotnym czynnikiem wpływającym na notowania surowców, były dane dotyczące aktywności gospodarczej w najistotniejszych krajach. Rynek z uwagą czekał na odczyt NPF za maj w USA (przyrost miejsc pracy poza rolnictwem), traktowanych jako kwintesencja stanu gospodarki. Wynik +850 tysięcy przy prognozie 690 tysięcy, uznano za umiarkowanie dobry. Również czerwcowy przemysłowy PMI dla Chin (50,9 pkt przy prognozie 50,8 i poprzednim odczycie 51) uznano za oznakę stabilizacji ożywienia gospodarczego na przyzwoitym poziomie.

Z niepokojem natomiast rynek przyjął deklaracje władz chińskich dotyczącą walki ze spekulacją cenami surowców, poprzez uwolnienie rezerw strategicznych. Jednak pomimo szumnych deklaracji na rynek trafiły jedynie symboliczne ilości metali z tego źródła.

Obawy powoduje też ryzyko kolejnej fali covid-19 (i lockdownów) w związku z rozprzestrzenianiem się wariant delta wirusa. Jednak na razie rynek nie traktuje tego czynnika bardzo poważnie, na co dowodem jest dynamiczny rajd ropy i spadki cen metali szlachetnych (w przypadku ryzyka kolejnych masowych lockdownów w skali globu, powinno być odwrotnie)..

## Surowce energetyczne

Ropa po 100 USD za baryłkę w 2022 roku. Taką prognozę rynek usłyszał w połowie miesiąca z ust Francisco Blancha, szefa działu surowców Bank of America. W jego ocenie podaź pozostanie nadal pod kontrolą, a jest jeszcze cała masa stłumionego popytu, który czeka na uwolnienie.

Tymczasem w czerwcu ropa Berent podrożała o 6,8%, chwilowo przekraczając nawet cenę 76 USD, natomiast ropa WTI rosła 8,5% o przebijając poziom 74 USD.

Nieodmiennie głównymi czynnikami determinującymi kierunek ruchu cen były stanowisko kartelu OPEC+, odbudowa globalnego popytu i stan zapasów ropy i destylatów.

Spotkanie OPEC+ zakończyło się spektakularnym zaskoczeniem. W swoich analizach agencja Bloomberg oczekiwała, że na spotkaniu, które odbywało wie 1 lipca kartel podejmie decyzje o zwiększeniu dostaw o ok 550 tysięcy baryłek od sierpnia. W obliczu tego, że sztucznie utrzymywany przez producentów ropy dzienny deficyt jest obecnie mniej więcej cztery razy większy, wydawało się to bardzo prawdopodobne. I rzeczywiście po wstępnych dwustronnych ustaleniach, Rosja i Arabia Saudyjska zaproponowały wzrost podaży w sierpniu i kolejnych miesiącach o 400 tysięcy baryłek dziennie (łącznie dwa miliony do końca roku). Jednak ze względu na weto Zjednoczonych Emiratów Arabskich nie udało się osiągnąć porozumienia. Przedstawiciele ZEA zażądali ponownego przeliczenia limitów produkcji, od których liczy się redukcje dla ich kraju. Stwierdzili, że ich moce produkcyjne na dziś to 3,8 mln baryłek dziennie (a nie 3,2 mln które służyło do obliczeń do tej pory) i to od tej wielkości należy wyliczać ich „kontyngent”. W obliczu oporu reszty członków zawetowali ustalenia. Tak więc puki co formalnie limity pozostają niezmienione, co dostarczyło paliwa do wzrostu ceny. Analitycy zwracają uwagę, że każda próba zmiany limitów jest jak „otwarcie Puszki Pandory”, na co dowodem niech będzie fakt, że niemal natychmiast także Kazachstan zakwestionował swój limit. W najbliższych dniach i tygodniach zapewne uwaga kartelu skupi się na uzyskaniu kompromisu, ponieważ utrata kontroli nad podażą jednego z członków, zapewne skutkowałaby reakcją łańcuchową i zalaniem rynku nadwyżką surowca, a w rezultacie załamaniem cen.

Równocześnie inwestorzy z uwagą obserwowali zmiany stanu zapasów na świecie, szczególnie w USA. Departament Energii USA podał, iż w ostatnim tygodniu czerwca, zapasy komercyjne zmniejszyły się o 6,7 mln baryłek do poziomu 452 mln baryłek ( z poziomu 479,3 mln na koniec maja). Tym samym są najniższe od początku maja ubiegłego roku. Według szacunków OPEC+ globalne zapasy ropy będą na koniec 2021 roku o 125

mln baryłek mniejsze od średniej z ostatnich 5 lat i zaczną się odbudowywać dopiero w 2022 roku.

Nadziei na szybsze odbudowanie zapasów nie dają ani przeciągające się negocjacje atomowe z Iranem, ani informacje z amerykańskiego sektora łupkowego. Firmy łupkowe są bowiem obecnie bardzo zachowawcze jeśli chodzi o nowe wiercenia, zdając sobie sprawę z tego że OPEC+ może w każdej chwili zwiększyć dostawy (bez nowych inwestycji), stawiając sensowność ich wydatków inwestycyjnych pod znakiem zapytania. Nie bez wpływu jest także nieprzychylny dla tego typu inwestycji klimat polityczny, jaki zapanował po zmianie administracji w Białym Domu.

Rosnący na skutek zniesienia *lockdownów* w wielu stanach i początku sezonu wakacyjnego popyt, powoduje że zapasy topnieją w tempie najszybszym od 40 lat (według Strategic Petroleum Reserve jest to obecnie ok 1,15 mln baryłek dziennie). O skali odbudowy popytu świadczyć mogą dane z rafinerii, te wykorzystują obecnie moce produkcyjne w 92,9% (vs 94,2% przed pandemią i 75,5% w czerwcu 2020 r.) Popyt na benzynę jest największy od początku pandemii, a linie lotnicze operujące na wewnętrznym rynku USA odzyskały już ok 80% pasażerów.

Jeżeli kolejna fala pandemii nie spowoduje zamknięcia gospodarek (np. z powodu znacznie niższej liczby hospitalizacji dla nowych wariantów), lub nie dojdzie do jakiegoś spektakularnego pęknięcia w OPEC+, cena ropy nadal może szybko podążać na północ.

Ciekawe rzeczy dzieją się także na rynku gazu ziemnego. W czerwcu zaliczył on prawie 17%-owąwyżkę. Podobnie jak w przypadku innych surowców, mamy tu do czynienia ze stale rosnącym popytem z gospodarek azjatyckich na czele z Chinami. W Europie i USA gaz postrzegany jest jako alternatywa dla węgla i etap przejściowy w dekarbonizacji gospodarki. Również w naszym kraju zużycie tego paliwa rośnie dynamicznie. Szacuje się, że w okolicach 2040 r. Polska będzie zużywać nawet 30 mld metrów sześciennych gazu rocznie, czyli dwa razy tyle co obecnie. Oznacza to, że rywalizacja o surowiec będzie się w najbliższych latach zaostrzać.

Z czynników krótkoterminowych podbijających ceny, warto wspomnieć o surowej zimie po obu stronach Atlantyku, chłodnej wiośnie i ostatnich falach upałów.

Spowodowały one znacznie większe od przeciętnego zużycie surowca. W Europie dodatkowym czynnikiem jest polityka Gazpromu, który celowo ogranicza dostawy, m.in. zrezygnował z rezerwacji mocy przesyłowych w ukraińskim systemie gazociągów. Według analityków koncern przygotowuje w ten sposób argumentację dla uruchomienia Nord Stream 2 jako potencjalnego remedium na wysokie ceny surowca.

W efekcie zapewnienie europejskich magazynów jest najniższe od kilkunastu lat i jest na poziomie 37%, czyli dwukrotnie mniejszym niż rok temu o tej samej porze. Dlatego w najbliższym czasie spadki cen gazu są mało prawdopodobne..

## Złoto

W czerwcu metale szlachetne doświadczyły silnej korekty. Ceny złota spadły o 7,2%, natomiast srebro taniało o 6,8%. Pomimo że fundamentalne podstawy wysokich cen złota pozostają niezmienione, krótkoterminowo rynek jest bardzo czuły na zmiany oczekiwań co do oblicza przyszłej polityki monetarnej i kosztów alternatywnych wykorzystania gotówki, które głównie wyznaczają rentowności rynku długu. W tym kontekście, pomimo że realne stopy procentowe pozostaną ujemne jeszcze zapewne przez wiele kwartałów, jeśli nie lat, to zmiany w komunikacji FED z połowy miesiąca odebrano jako czynnik mocno negatywny. Rynek zareagował spadkiem na prognozę, że podwyżki stóp procentowych nastąpią o rok wcześniej niż spodziewano się do tej pory.

Również podniesienie prognozy wzrostu gospodarczego w USA (do aż 7% w 2021 r.) i stosunkowo dobre dane z rynku pracy (850 tysięcy nowych etatów w czerwcu) nie wspierały popytu na kruszec.

Warto jednak pamiętać, że pomimo wzrostu inflacji, FED nadal podkreśla, że priorytetem jest dla doprowadzenie do pełnego zatrudnienia w gospodarce USA. Jego retoryka może krótkoterminowo szkodzić złotu, jednak nie dokona zmian w polityce monetarnej, póki nie wydarzy się jedna z dwóch sytuacji – pełna odbudowa gospodarki i zatrudnienia lub całkowite wymknięcie się inflacji spod kontroli. Dominuje pogląd, że podwyżka stóp procentowych w najbliższym czasie dramatycznie podciąłaby skrzydła gospodarce, uderzając w sektor nieruchomości i zwiększając koszt obsługi gigantycznego

długu korporacyjnego w USA, dlatego zapewne FED będzie utrzymywał warunki sprzyjające cenom złota.

Krótkoterminowy i spekulacyjny charakter spadku, wydają się potwierdzać dane z raportu Commitments of Traders (COT). Według nich, między 21 maja a 29 czerwca liczba otwartych kontraktów terminowych na złoto (na giełdzie COMEX) spadła z 533 do 453 tys. Było to w głównej mierze spowodowane ewakuacją z rynków rozczarowanych posiadaczy pozycji długich. W tym samym czasie pozycja krótka netto Commercials (grupy inwestorów zaangażowanych w produkcję i obrót towarem) spadła z ok. 230 do 195 tys. kontraktów. Ta grupa zazwyczaj jest najlepiej poinformowana o stanie rynku. Ze względu na specyfikę działalność prawie zawsze ma też pozycję krótką, jednak jej zmniejszanie traktowane jest jako pozytywny sygnał dla cen, a zwiększanie negatywny (większe przekonanie o potrzebie zabezpieczenia się hedgingiem po bieżących cenach). Wyprzedaż dotknęła zatem jedynie złota papierowego, rynek fizycznego metalu nadal pozostawał silny.

Średnio i długo terminowo istotnym elementem, który może wspierać ceny złota, jest implementacja 28 czerwca Dyrektywy Bazylea III w Europie kontynentalnej i USA. Jedną z jej konsekwencji jest to, że złoto fizycznie posiadane przez banki komercyjne (i centralne) otrzymało status aktywa TIER 1 (do tej pory był to status TIER3). Oznacza to, że w rezerwach jest obecnie wyceniane tak jak gotówka z mnożnikiem 100% (do tej pory traktowane było jako inwestycja w metal, jak np. w miedź. Równocześnie złoto fizycznie nie alokowane w banku będzie miało wagę 85%, co skutkować może zwiększeniem zainteresowania fizycznym posiadaniem kruszca.

W krótkim terminie złoto będzie nadal czułe na rozwój pandemii (wzrost liczby zakażeń będzie wspierał jego cenę). Równocześnie nerwowo może zachowywać się w sytuacji, jeśli dane pokażą, że szczyt inflacji jest za nami. Niezależnie od krótkoterminowej zmienności cen, ze względu na fakt bardzo dobrego przenoszenia wartości siły nabywczej w czasie (w długim okresie), w obecnych nieprzewidywalnych czasach, odgrywać będzie bardzo istotne znaczenie w zakresie dywersyfikacji portfela.



## Metale przemysłowe

Czerwiec na rynku metali miał dość zróżnicowane oblicze. Cześć z nich kontynuowała wzrosty, nie zabrakło i takich które podlegały dość dynamicznej korekcie. Pomimo, że zbiorczy Bloomberg Industrial Metals Subindex spadł o około 3 % można mówić w tym obszarze o stabilizacji cen na stosunkowo wysokich poziomach.

Jeszcze w maju Międzynarodowa Agencja Energii (IEA) wydała raport na temat koniecznych zmian w zakresie pozyskiwania i przechowywania i zużywania energii, koniecznych do osiągnięcia neutralności klimatycznej w 2050 roku (przy okazji ignorując fakt, że największy emitent Chiny – deklaruje ścieżkę dojścia do tej wizji dopiero w roku 2060). Niezależnie od terminu w jaki uda się ten cel zrealizować, dążenie do niego generuje i będzie generować rosnące zapotrzebowanie na surowce z tego obszaru.

Według danych IEA do roku 2030 roczna sprzedaż aut elektrycznych ma wzrosnąć do 55 mln rocznie (z 3,1 mln w 2020). I tak auta na prąd wygenerowały w 2020 roku popyt na 248 tysięcy ton surowca – 1,2% globalnej podaży miedzi. W 2030 byłoby to już 4,46 mln ton – czyli odpowiednik 22 % podaży z roku 2020. W zakresie energetyki odnawialnej założono 4-krotny wzrost instalowanej co roku mocy do 2030. Popyt z tego źródła w roku 2020 to 1,41 mln ton (6,9% globalnej podaży), W roku 2030 byłoby to już 5,81 mln ton – 28,5% podaży z zeszłego roku. Zatem tylko te dwa źródła odpowiadały w 2030 roku za 50% podaży z roku 2020. Infrastruktura do przechowywania i transportu energii jest również niezwykle materiałochłonna. Idąc dalej przy założeniu globalnego ocieplenia i rosnącej liczbie klimatyzatorów... a każdy z nich to 2-3 kg miedzi, można by tak ciągnąć w nieskończoność. Warto pamiętać, że w „tradycyjnych” gałęziach przemysłu i budownictwie, które teraz pochłaniają gro metali, nikt nie wymyślił jeszcze zamienników czy technologii alternatywnych. Niezależnie od krótkoterminowej zmienności, inwestorzy o dłuższym horyzoncie czasowym powinni stale o tych uwarunkowaniach pamiętać.

Warto jednak skrócić horyzont czasowy i przyjrzeć się temu co kształtowało nastawienie inwestorów w ostatnich tygodniach. Chińska gospodarka ma się dobrze (przemysłowy PMI na poziomie 50,9) i generuje stabilny

popyt na surowce. Jednak już od maja oficjele Państwa Środka dokonują werbalnych interwencji na tynku, próbując ograniczyć wzrosty cen. Pomimo że na rynek trafiły jedynie symboliczne partie surowców z rezerw strategicznych, udało się osiągnąć istotne efekty – miedź straciła w czerwcu ponad 8,1%. Bardziej jednak niż wynikiem zaspokojenia popytu, było to efektem zamykania spekulacyjnych pozycji w kontraktach na wzrosty po chińskich groźbach.

Znacznie lepiej zachowywały się ceny rudy żelaza, po tym jak rekordowy popyt wydrenował magazyny stali. Huty, w tym chińskie pracowały w pierwszym półroczu na pełnych obrotach. Produkcja stali surowej osiągnęła w Chinach w maju rekordowy miesięczny poziom 99,5 mln ton, a w okresie styczeń maj 466,3 milionów ton - o 13% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W tej sytuacji, nawet pomimo prób zwiększania eksportu przez producentów rudy, jej cena rosła w czerwcu o 4,3%. Brazylia wyeksportowała w tym miesiącu 33,68 mln ton rudy - najwięcej od września 2020 i o 26,3% więcej niż w maju, ale i to było w stanie zaspokoić popytu.

Równocześnie w Rosji pojawiła się propozycja 15% podatku eksportowego na wyroby stalowe, aluminium, miedź i nikiel, który ma obowiązywać od 1 sierpnia, początkowo do końca roku. Propozycja ta jest konsekwencją faktu, że styczniowa podwyżka ceł eksportowych na złom żelazny (z 5 na 45 euro za tonę) nie była w stanie ustabilizować cen na rynku wewnętrznym.

Dla rynku kluczowe będzie to, jak Chiny rozwiążą dylemat, przed którym obecnie stoją. Z jednej strony dla gospodarki bardzo bolesne są wysokie ceny stali. Z drugiej, aby spełnić postawione przez Partię cele redukcji CO<sub>2</sub>, należałoby ograniczyć jej produkcję do końca roku o ok. 50 mln ton. Jako ciekawostkę warto przytoczyć fakt, że części hut nakazano ograniczenie produkcji w ostatnich dniach, aby ograniczyć zanieczyszczenie powietrza, na czas obchodów 100-lecia powstania Komunistycznej Partii Chin.

W czerwcu mieliśmy do czynienia z solidnym spadkiem platyny (-10,9%) która wykazała dużą korelację z metalami szlachetnymi, słabszy miesiąc zanotował pallad (-2,9%). Rosła cena aluminium (+2,4%), płasko zachowały się ceny cynku (+0,6%). Pomimo obaw o rosyjskie cła słabiej zachował się nikiel (-2,5%). Jednak poza stale

rosnącym zapotrzebowaniem, tu cenę w najbliższej przyszłości wspierać będzie polityka Indonezji – czołowego dostawcy – który planuje ograniczenie inwestycji w huty niklu i żelazo-niklu.

Na koniec warto wspomnieć o litie. Jak wiadomo bez litu nie ma baterii, czyli na chwile obecną elektryfikacji transportu. Tymczasem rządy Boliwii, Argentyny i Chile wprowadzają lub pracują nad przepisami mającymi zapewnić, że większość zysków pozostanie na miejscu. Kraje te posiadają 60% światowych zasobów węglanu litu, są świadome jego wartości i zamierzają na nim zarobić. Obecnie za tonę metalu trzeba zapłacić ponad 13,6 tys. USD, podczas gdy na początku roku było to zaledwie nieco ponad 7 tys. USD...

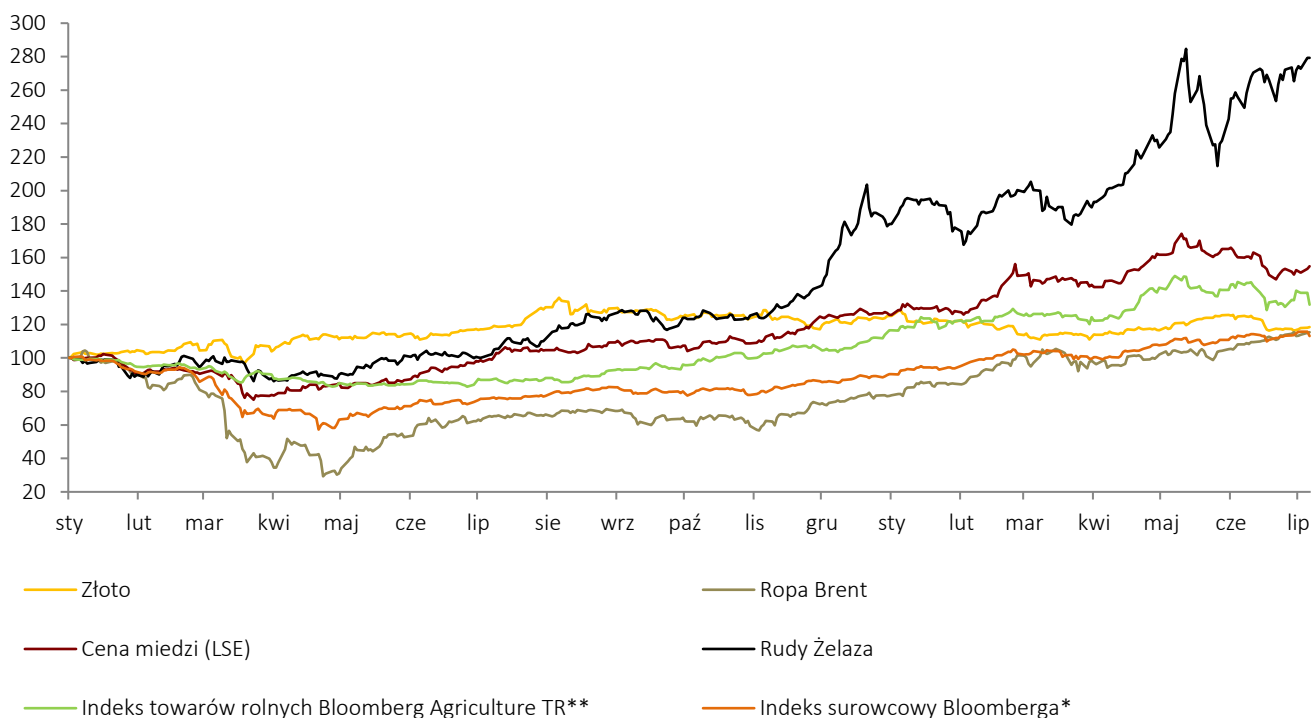
## Towary rolne

W obszarze towarów rolnych ceny w czerwcu pozostawały wysokie, pomimo prób korekty w niektórych obszarach. Pszenica staniała o 3,2%, soja o 6,4%. Kukurydza natomiast zakończyła miesiąc zwyżką o 4,5%. Przy nadal bardzo silnym popycie, w szczególności z Chin, główną przyczyną zmienności były informacje pogodowe i doniesienia o areałach zasiewów i stanie upraw. Według polskiego instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej prognozowane w tym roku światowe zbiory zbóż wyniosą 2,28 mld ton – 3,2% powyżej zbiorów ubiegłorocznych. Pomimo, iż będzie to historyczny rekord, ceny ani myślą spadać, a podstawową

tego przyczyną jest niski poziom zapasów w stosunku do konsumpcji. W USA zapasy kukurydzy i pszenicy są niższe o 18% rok do roku, a soi aż o 44%. Najbardziej napięta jest sytuacja na rynku kukurydzy. Według Amerykańskiego Departamentu do Spraw Rolnictwa, jej zbiory na świecie wyniosą w sezonie 2020/21 284 mln ton, czyli o 7% mniej niż w sezonie poprzednim. Równocześnie zapotrzebowanie, szczególnie w sektorze paszowym, gigantycznie wzrosło. Po tym jak Chińczycy w pełni odbudowali pogłowie trzody chlewnej po epidemii ASF z 2018 roku, w sezonie 2020/21 importują 95% więcej pszenicy i 3,4 krotnie więcej kukurydzy. Dodatkowo rzeczony departament podał dane dotyczące zasiewów w USA, które niespodziewanie okazały się nieco mniejsze od oczekiwań (92,7 mln akrów, a nie 93,8 jak oczekiwano). Sytuację pogarszają susze bezprecedensowa na terenach rolniczych USA nieco łagodniejsza u innych czołowych producentów, czyli w Kanadzie i Rosji. W USA jedynie 20% areału pszenicy oceniane jest jako bardzo dobre lub doskonałe, w zeszłym roku o tej porze oceniano tak 60% areału.

Istotną czynnikiem wywierającym presję cenową na niektóre towary rolne jak kukurydza czy cukier jest też rosnąca cena ropy. Wpływa ona na wzrost opłacalności produkcji biopaliw na bazie etanolu, generując dodatkowy popyt na te towary. Na ta chwilę rynkowi towarów rolnych daleko do równowagi, zapewne więc średnie ceny w nadchodzących latach będą istotnie wyższe niż przed pandemią. (bn)

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku,

\* 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%,

\*\* 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

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	1,2%	6,9%	11,4%	37,2%	42,5%	80,3%
MSCI World	USD	1,4%	7,3%	12,2%	37,0%	44,4%	82,5%
MSCI Emerging Markets	USD	-0,1%	4,4%	6,5%	38,1%	28,5%	64,8%
MSCI EM Asia	USD	-0,2%	3,2%	5,2%	38,7%	36,0%	84,2%
MSCI EM Latin America	USD	2,4%	13,8%	6,9%	40,4%	5,8%	15,5%
MSCI EM Europe	USD	1,9%	13,2%	16,1%	31,0%	20,6%	53,8%
MSCI Poland	USD	-0,9%	14,3%	10,7%	21,2%	-4,7%	16,6%
MSCI Frontier Markets	USD	2,5%	12,8%	13,1%	34,6%	16,7%	32,2%
S&P500 - USA	USD	2,2%	8,2%	14,4%	38,6%	58,1%	104,8%
Russell 2000	USD	1,8%	4,1%	17,0%	60,3%	40,6%	100,6%
MSCI Europe	EUR	1,6%	5,4%	13,6%	25,1%	17,2%	34,4%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	1,4%	5,4%	13,5%	25,7%	19,2%	37,3%
DAX - Niemcy	EUR	0,7%	3,5%	12,6%	26,2%	26,2%	60,4%
CAC40 - Francja	EUR	0,9%	7,3%	17,2%	31,8%	22,2%	53,6%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-3,6%	2,8%	9,3%	22,0%	-8,3%	8,1%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-0,3%	1,8%	12,6%	29,6%	16,1%	55,0%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	0,2%	4,8%	8,9%	14,1%	-7,8%	8,2%
FTSE Nordic 30	SEK	2,4%	6,6%	14,8%	31,5%	41,9%	63,3%
Nikkei - Japonia	JPY	-0,2%	-1,3%	7,2%	29,2%	29,1%	84,8%
TOPIX - Japonia	JPY	1,1%	-0,5%	8,7%	24,7%	20,7%	56,0%
MSCI China	HKD	-0,3%	1,4%	1,2%	25,7%	25,8%	97,3%
Hang Seng - Hongkong	HKD	-1,1%	1,6%	5,9%	18,0%	-0,4%	38,6%
Kospi - Korea Pld.	KRW	2,9%	7,7%	17,4%	56,4%	41,7%	67,3%
SENSEX - Indie	INR	1,0%	6,0%	9,9%	50,3%	48,2%	94,4%
XU100 - Turcja	TRY	-4,5%	-2,5%	-8,2%	16,4%	40,5%	76,6%
RTS- Rosja	USD	3,5%	12,0%	18,9%	36,4%	43,3%	77,7%
BOVESPA - Brazylia	BRL	0,5%	8,7%	6,4%	33,4%	74,3%	146,1%
WIG	PLN	-0,3%	13,7%	15,6%	33,3%	18,1%	47,6%
AKCJE - segmenty	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	0,3%	5,3%	14,7%	52,1%	34,9%	79,4%
MSCI ACWI Large Cap	USD	1,4%	7,0%	11,3%	36,2%	44,0%	82,1%
WIG20	PLN	-0,7%	14,4%	10,7%	26,1%	3,9%	26,7%
WIG20 total return	PLN	-0,5%	14,8%	11,0%	27,1%	10,4%	40,0%
mWIG40	PLN	-1,6%	10,7%	22,6%	39,1%	14,3%	42,2%
sWIG80	PLN	-0,2%	10,9%	32,0%	53,5%	62,2%	56,2%
AKCJE - sektory	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	2,9%	8,8%	9,1%	21,4%	48,8%	66,4%
MSCI World Energy	USD	2,8%	7,8%	30,0%	35,6%	-28,6%	-17,7%
MSCI World Financials	USD	-3,5%	5,9%	19,3%	49,1%	21,1%	62,6%
MSCI World Metals&Mining	USD	-7,3%	6,7%	12,0%	42,3%	33,0%	91,6%
MSCI World Industrials	USD	-1,7%	3,7%	11,3%	42,6%	36,0%	71,8%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	2,2%	6,2%	9,8%	47,5%	64,5%	126,5%
MSCI World Consumer Staples	USD	-0,5%	5,1%	4,0%	17,8%	24,8%	23,4%
MSCI World IT	USD	6,8%	11,3%	12,7%	41,8%	108,0%	249,3%
Nasdaq	USD	5,5%	9,5%	12,5%	44,2%	93,1%	199,5%
Nasdaq100	USD	6,3%	11,2%	12,9%	43,3%	106,7%	229,5%
S&P Global Clean Energy	USD	2,9%	-2,6%	-16,6%	87,6%	166,3%	167,6%
Eurostoxx Banks	EUR	-4,4%	6,3%	27,0%	49,1%	-15,2%	12,5%
WIG-Games	PLN	6,7%	-6,6%	-16,5%	-23,3%		
WIG-Energia	PLN	-4,2%	25,4%	35,0%	37,6%	14,9%	0,4%
WIG-Banki	PLN	-5,0%	20,5%	34,4%	57,5%	-9,3%	15,1%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	4,4%	10,6%	10,7%	38,8%	73,1%	131,7%
MSCI World Value	USD	-1,5%	4,1%	13,4%	34,8%	18,1%	40,5%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 30 czerwca 2021 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM - rynki rozwinięte, JPM EMCI - indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG - rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	8,2%	21,4%	45,7%	71,0%	13,2%	22,6%
Miedź	USD	-8,1%	7,5%	22,1%	58,3%	45,6%	95,8%
Aluminium	USD	2,1%	14,7%	27,2%	56,7%	16,5%	52,7%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-0,2%	12,8%	20,4%	63,6%	35,1%	1,9%
Rudy żelaza	USD	4,3%	28,6%	37,7%	108,4%	231,1%	
Węgiel koksujący	CNY	8,9%	17,3%	26,0%			
Złoto	USD	-7,2%	3,7%	-6,8%	-0,6%	41,3%	33,9%
Srebro	USD	-6,8%	7,0%	-1,0%	43,5%	62,1%	39,6%
Bloomberg Commodity Index	USD	1,8%	13,3%	21,1%	45,5%	8,2%	6,4%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-1,1%	1,0%	-4,5%	1,3%	10,8%	7,5%
USD Korporacyjne IG	USD	1,6%	3,5%	-1,3%	3,3%	25,2%	27,0%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,4%	0,3%	-0,4%	3,6%	8,1%	10,7%
USD Korporacyjne HY	USD	1,3%	2,7%	3,6%	15,4%	24,0%	43,4%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,6%	1,4%	3,6%	11,9%	15,7%	27,5%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-1,1%	2,9%	-0,9%	8,0%	16,8%	20,3%
EM skarbowe w USD	USD	0,8%	4,4%	-1,5%	5,7%	19,0%	21,8%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,4%	-0,6%	-1,5%	-0,2%	12,7%	18,7%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-3,0%	1,1%	-2,9%	5,6%	1,5%	6,8%
EUR/PLN	PLN	1,0%	-2,4%	-0,9%	1,7%	3,4%	3,2%
CHF/PLN	PLN	1,2%	-1,4%	-2,3%	-1,3%	9,1%	2,1%
USD/PLN	PLN	4,1%	-3,5%	2,1%	-3,6%	1,9%	-3,3%
USD/JPY	USD	-1,4%	-0,4%	-7,0%	-2,9%	-0,4%	-7,1%
Bloomberg USD Index	USD	2,3%	-0,9%	1,9%	-6,4%	-3,3%	-3,7%
MSCI EM Currency Index	USD	-1,0%	2,2%	1,0%	9,3%	6,7%	14,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,9%	2,4%	-1,0%	5,8%	-11,2%	-16,3%
Europe REITS	EUR	-0,5%	9,7%	11,7%	24,7%	-18,7%	
US REIT's	USD	2,2%	11,2%	19,9%	33,4%	19,0%	11,2%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	9,9%	12,1%	3,2%	50,2%	196,0%	473,1%
Amazon	USD	6,7%	11,2%	5,6%	24,7%	102,4%	380,7%
Alphabet (Google)	USD	3,6%	18,4%	39,3%	72,2%	116,2%	247,1%
Microsoft	USD	8,5%	14,9%	21,8%	33,1%	174,7%	429,4%
Facebook	USD	5,8%	18,1%	27,3%	53,1%	78,9%	204,3%
Netflix	USD	5,1%	1,3%	-2,3%	16,1%	34,9%	477,4%
Tesla	USD	8,7%	1,8%	-3,7%	214,7%	891,0%	1501,0%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	5,6%	10,2%	5,8%	-13,3%	-7,2%	-11,5%
Roche	CHF	11,5%	14,1%	14,3%	6,2%	58,0%	36,1%
ASML	EUR	5,9%	12,1%	45,7%	77,2%	241,4%	555,5%
Nestle	CHF	4,1%	9,4%	11,2%	10,0%	49,8%	53,3%
Novartis	CHF	6,8%	4,4%	4,3%	2,3%	26,7%	19,0%
Novo Nordisk	DKK	9,2%	22,3%	21,9%	22,4%	77,5%	46,7%
L'Oreal	EUR	2,0%	15,0%	20,9%	31,5%	77,7%	118,5%
LVMH	EUR	1,4%	16,4%	29,4%	69,3%	131,9%	386,3%
Astrazeneca	GBP	7,9%	19,8%	18,6%	3,1%	65,3%	94,4%
SAP	EUR	3,9%	13,7%	11,3%	-4,9%	19,9%	75,6%
Sanofi	EUR	1,6%	4,9%	12,3%	-2,5%	28,7%	17,9%
<b>Chiny - BAT</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	3,9%	-6,3%	-5,7%	70,1%	-16,1%	23,5%
Tencent Holding	HKD	-5,7%	-4,3%	3,5%	17,1%	48,3%	231,7%
Alibaba	USD	6,0%	0,0%	-2,6%	5,1%	22,2%	185,2%

\* 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 jedyne 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.