



**ALIOR  
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

# W POSZUKIWANIU RÓWNOWAGI



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

# Lista autorów

## **Zbigniew Obara**

*Menedżer ds. Analiz*

*Makler Papierów Wartościowych*

## **Jakub Szczepaniec**

*Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych*

*Dział Analiz Makroekonomicznych*

## **Marcin Brendota**

*Menedżer ds. Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Arkadiusz Banaś**

*Specjalista ds. Analiz*

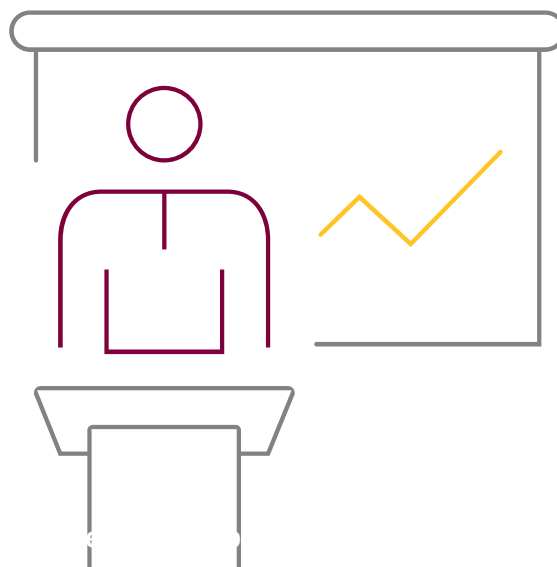
## **Tomasz Kolarz**

*Ekspert ds. Data Science*

## **Damian Marciniak**

*Dyrektor ds. Inwestycyjnych*

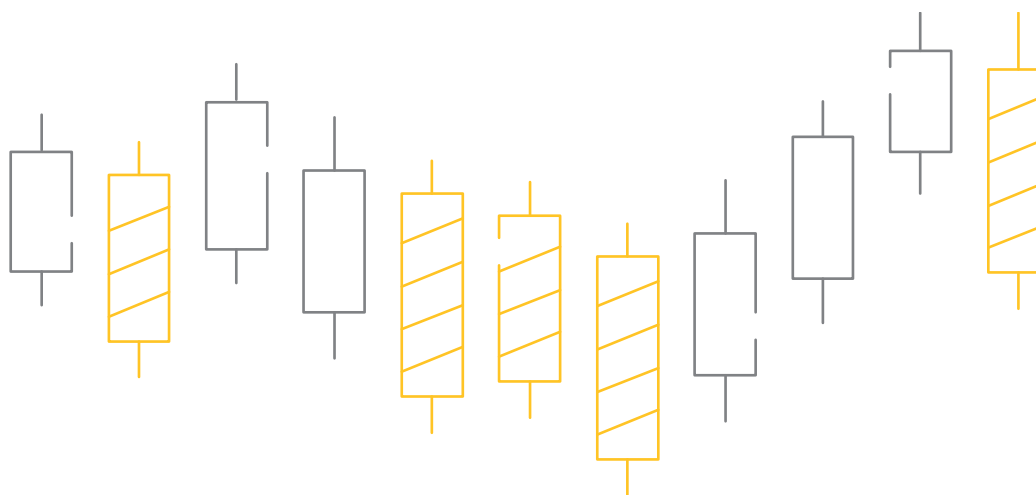
*Makler Papierów Wartościowych*



**11 lipca 2023 r.**

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>5</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte (DM).....	7
Rynki wschodzące (EM).....	8
Polska .....	9
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne IG.....	12
<b>Surowce</b> .....	<b>12</b>
Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów .....	13
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>15</b>



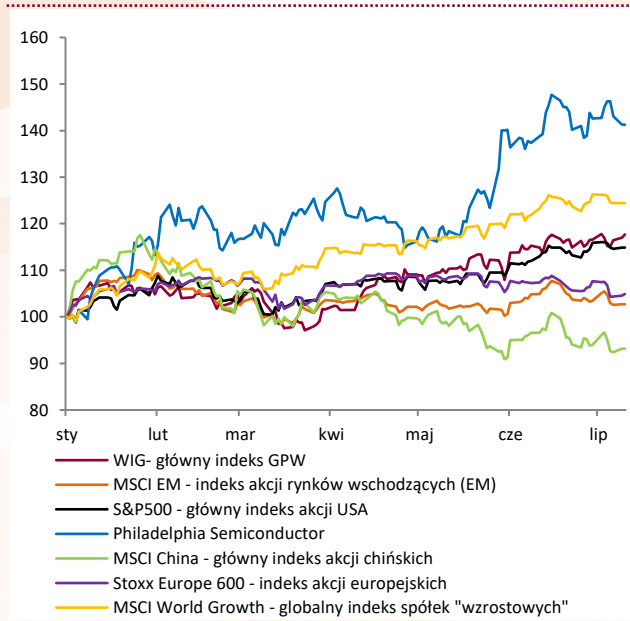
# Wstęp

- Całkiem **pokaźne segmenty globalnego rynku akcji**, jakimi są globalne spółki technologiczne (indeks MSCI IT), notowane w USA (indeks Nasdaq) czy też producenci chipów elektronicznych (indeks sektorowy Philadelphia Semiconductor), **zanotowały rekordowe I półrocze**, z zyskami odpowiednio +38%, +32% i +45% (*tabele ze szczegółowymi stopami zwrotu znajdują się na dwu przedostatnich stronach raportu*).
- Stało się tak na skutek przede wszystkim **skoku oczekiwań inwestorów co do perspektyw rozwoju sztucznej inteligencji i jej przyszłych biznesowych zastosowań** (o czym szerzej pisaliśmy przed miesiącem), a pomimo tego, iż w krajach wysokorozwiniętych (DM) **banki centralne kontynuowały przeważnie podwyżki stóp procentowych** (wyjątkiem był amerykański Fed, który zakomunikował na ostatnim posiedzeniu „pauzę”) i przy **spadającej, ale znajdującej się nadal na poziomach znacznie powyżej wieloletnich średnich, inflacji**.
- W I połowie br. nastąpiło także rekordowo lepsze (o aż 24 pkt. proc.) zachowanie akcji spółek zaliczanych do wzrostowych (MSCI Growth) nad spółkami działającymi w tradycyjnych sektorach (MSCI Value). W samym czerwcu różnica była niewielka, ale **na koniec I półrocza spółki growth były także rekordowo drogie względem spółek value**, tj. wyceniane przy blisko 3-krotnie wyższym wskaźniku P/E bieżącym (zestawiającym kapitalizację spółek z indeksu do ich zagregowanego zysku netto za 4 ostatnie kwartały) i ponad 2-krotnie wyższym P/E forward (ceny akcji do konsensusów, optymistycznych już, oczekiwań zysku netto na 4 kwartały kolejne).
- Spodziewamy się, że właśnie **w tych najdynamiczniej rosnących segmentach zagranicznego rynku akcji nierównowagi cenowe, a w związku z tym także i ryzyko korekty są w średnim terminie (6-12 mies.) najwyższe**. W sektorze zaawansowanych półprzewodników panuje ciągły wyścig technologiczny generujący konieczność kosztownych nakładów na badania i rozwój (R&D), co w oczywisty sposób dzieli graczy w tym sektorze na „zwycięzców” i „przegranych”. Jednocześnie wyceny są optymistyczne dla większości jego przedstawicieli i raczej nie uwzględniają **pogorszonych relacji polityczno-biznesowych na linii USA** (skąd pochodzi większość wysoko wycenianych producentów podzespołów) - **Chiny** (skąd w ostatnich latach zapotrzebowanie na najbardziej zaawansowane podzespoły było największe).
- Czerwcowe odczyty wskaźników wyprzedzających PMI (na bazie ankiet wśród menedżerów ds. zakupów w firmach) **w czołowych gospodarkach rozwiniętych (DM) oraz w Polsce** wskazują na cały czas **mało optymistyczną sytuację w sektorze przemysłowym**. Oczywiście w gospodarkach DM sektor produkcyjny odpowiada w kilkakrotnie mniejszym stopniu za Produkt Krajowy Brutto (PKB) aniżeli sektor usług, ale to właśnie tam zlokalizowane są lepiej płatne stanowiska pracy i tworzona jest większa wartość dodana.
- Jednocześnie banki centralne, na czele z **Fed i Europejskim Bankiem Centralnym (EBC)**, **stoją przed dylematami wyboru optymalnych ścieżek wzrostu, utrzymania, a następnie obniżania stóp procentowych**. Na rynkach rozwiniętych nie wszędzie spadek inflacji postępuje w takim zakresie, jak w USA (inflacja konsumencka za maj 4,0% r/r - najniżej od 2 lat), a **rentowności długoterminowych obligacji skarbowych**, wpływające m.in. na koszty inwestycji rzeczowych w tym nieruchomościowych, **pozostają na wysokich poziomach (na początku lipca jeszcze wzrosły)**, czego pełen wpływ na realną gospodarkę (producent – konsument) dopiero przed nami.
- W Polsce **inflacja konsumencka (CPI) spadła drugi miesiąc z rzędu mocniej od średniej oczekiwań makroekonomistów**, nadal jednak ceny w czerwcu rosły o wysokie 11,5% rok do roku i sam NBP nie oczekuje powrotu inflacji do celu 2,5 +/-1 pkt. proc. wcześniej aniżeli w II poł. 2025 roku.

- Globalnie nadal umiarkowanie preferujemy obligacje nad akcjami, gdyż spadająca inflacja (wraz z koniunkturą gospodarczą) będą w większości przypadków negatywnie odbijać się na wynikach finansowych spółek.
- W obligacjach stawiamy na dywersyfikację geograficzną - część polską równoważymy zagraniczną. Na polskim rynku obligacji minimalnie korzystniejszego profilu zysku do ryzyka spodziewamy się w obligacjach krótkoterminowych i zmienno-kuponowych, w tym emitentów korporacyjnych, ale tylko o najwyższym standingu finansowym.
- Nie zmieniamy preferowanego stylu ekspozycji na akcje spółek z rynków rozwiniętych (DM), tj. preferujemy spółki zaliczane do segmentów: value (nisko wycenianych, działających w tradycyjnych branżach) i quality (mających niskie zadłużenie i wysokie marże) nad spółkami wzrostowymi (growth). W przekroju regionalnym niewielką preferencję utrzymujemy jedynie dla akcji Ameryki Łacińskiej.

- Cały czas **pozytywnie**, zwłaszcza w długim terminie zapatrujemy się na **sektor surowcowy**. (zo)

### Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku (2023.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

## Opis sytuacji gospodarczej

- Fed i EBC kalibrują stopy...
- ... w otoczeniu (jeszcze) spadającej inflacji
- RPP na rozdrożu

Czerwiec przyniósł ważne posiedzenia banków centralnych USA (Fed) i strefy euro (EBC). Po pierwsze dlatego, że były one połączone z publikacją najnowszych prognoz obu instytucji, a po drugie, gdyż w obu przypadkach wcześniej przebiegała się sygnalizacja nadchodzącego końca cyklu podwyżek stóp procentowych.

Wspólnych mianowników wyników ww. spotkań obu banków jest sporo. Na pierwszy plan przebija się obawa o uporczywość inflacji w otoczeniu mocniejszej od oczekiwań koniunktury, w tym głównie sytuacji na rynku pracy. Przesłanie Fed i EBC jest jasne. W walce z inflacją

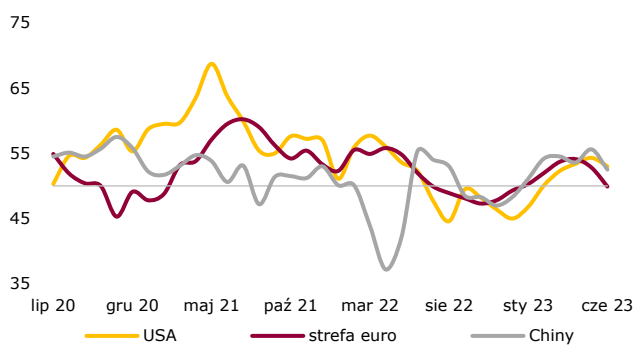
zblizamy się do momentu zerwania wszystkich nisko rosnących, ale też efektywnie wyglądających owoców.

Wskaźnik inflacji konsumenckiej CPI w USA od szczytu w czerwcu 2022 do czerwca 2023 obniżył się o ok. 2/3, z 9,1% r/r do nieco ponad 3% r/r. Zharmonizowany wskaźnik inflacji konsumenckiej HICP (podstawowa miara) dla strefy euro osiągnie podobną skalę redukcji. Tu szczyty były wyznaczone w październiku 2022 r. (10,2% r/r), a w okolicy października br. też powinien zostać odnotowany poziom zbliżony do 3% r/r (konsensus Bloomberg).

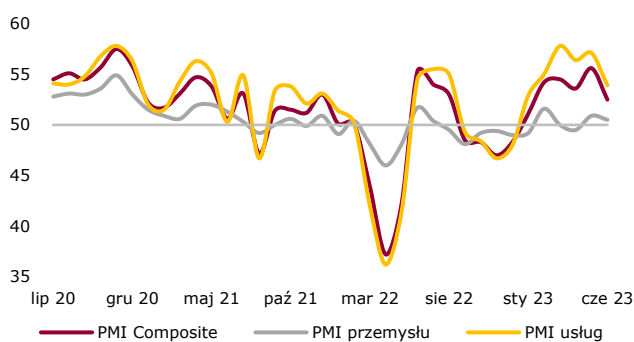
W dalszym okresie (w USA wcześniej – od lipca, w strefie euro później – od listopada) zbijanie inflacji może wejść w trudniejszą i bardziej mozolną fazę. Na pierwszy plan wybije się główna zagadka, nad którą głośnią się obecnie bankierzy centralni. Czy obecny poziom stóp pozwoli na sprowadzenie inflacji do celu (w obu przypadkach 2%)

pomimo wciąż silnego rynku pracy? Zauważalne są spore obawy, że nie. I tu można wymienić drugi główny wspólny mianownik – zarówno Fed, jak i EBC podwyższyły w czerwcu nieco swoje długoterminowe prognozy inflacji bazowej. Dlatego też w lipcu w USA możliwe jest wznowienie podwyżek stóp procentowych, a w strefie euro ich kontynuacja. Perspektywa końca cyklu podwyżek stóp ponownie odsunęła się w czasie. I to, pomimo że wskaźniki koniunktury PMI zarówno ze strefy euro jak i z USA sugerują chłodzenie koniunktury.

**Wskaźnik koniunktury PMI Composite dla głównych gospodarek**



**Chiny – indeksy koniunktury PMI**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Chiny znajdują się w innym miejscu. Problem z inflacją mają taki, że... jest zbyt niska. Wskaźnik CPI oscyluje blisko zera (r/r), co jednocześnie sygnalizuje, że odbicie konsumpcji po luzowaniu restrykcji epidemicznych wcale nie nabrało wiatru w żagle po obiecującym I kw. 2023. Przy jednoczesnym słabym popycie zagranicznym i próbie odejścia od modelu gospodarki napędzanej popytem inwestycyjnym opartym o dług, coraz wyraźniej wybrzmiewa pytanie o siłę napędową koniunktury w najbliższym czasie. W danych bieżących osłabienie ożywienia widać m.in. w spadku czerwcowych wskaźników PMI, dla usług z 57,1 do 53,9, a w przemyśle z 50,9 do 50,5. Pozytywnym aspektem

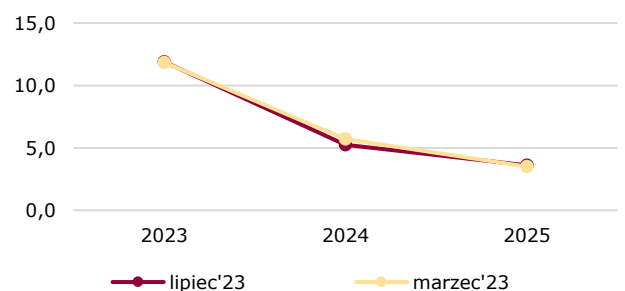
w ww. sytuacji jest mniejsza presja na globalne ceny, w tym surowców energetycznych.

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej (RPP) wchodzi w okres trudnych decyzji. Inflacja konsumencka od kilku miesięcy dynamicznie się obniża. Od wyznaczenia wieloletniego szczytu w marcu br. (18,4% r/r) cofnęła się do 11,5% r/r w czerwcu. Jednocześnie od dwóch miesięcy ceny stoją w miejscu – zarówno w maju jak i czerwcu wskaźnik CPI w ujęciu m/m rósł o 0%. Co więcej, ze strony inflacji bazowej pojawiają się coraz wyraźniejsze sygnały, że tu również coś drgnęło i szczyty (12,3% r/r w marcu br.) prawdopodobnie już są za nami. Wszystko powyższe odbywa się w otoczeniu bardzo słabego popytu krajowego, który obserwujemy w kluczowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej.

Z drugiej strony poziom inflacji jest wciąż niedopuszczalnie wysoki. Do celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 p.p.) droga jest daleka. A „ciasny” rynek pracy (stopa bezrobocia w okolicy historycznego minimum) wspiera dynamikę płac (wciąż dwucyfrowa), co może prowadzić do utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie w dłuższym okresie.

Tym niemniej, komentarze dochodzące z RPP sugerują, że w gremium może się uformować większość do przeprowadzenia obniżek stóp procentowych jeszcze w 2023 r. Mowa jest raczej o końcówce roku. Naszym zdaniem (DAM) to jednak mniej prawdopodobny scenariusz i o powolnych i ostrożnych obniżkach stóp procentowych można będzie myśleć dopiero od przyszłego roku. Najnowsza projekcja NBP wpisuje się w naszą opinię. Wg niej doprowadzenie inflacji CPI do celu z obecnych poziomów będzie procesem długotrwałym i obciążonym sporą niepewnością. (js)

**Polska – centralna ścieżka CPI (% r/r) wg NBP. Prognoza lipcowa (średnia z przedziału) vs marcowa**



źródło: NBP, opracowanie własne

# Akcje

## Rynki rozwinięte (DM)

- **Konsensus prognoz wyników finansowych spółek amerykańskich mniej optymistyczny, a jednocześnie wyceny pozostają na podwyższonym poziomie**
- **Ponownie rosnące rentowności krótkoterminowych obligacji skarbowych rządu USA stanowią mocną alternatywę dla rynku akcji**
- **W Europie Zachodniej tegoroczne prognozy wzrostu wyników finansowych są wyższe niż w USA, gdzie szacowany jest nawet spadek zysku na akcję, ale ryzyka pozostają zbliżone**

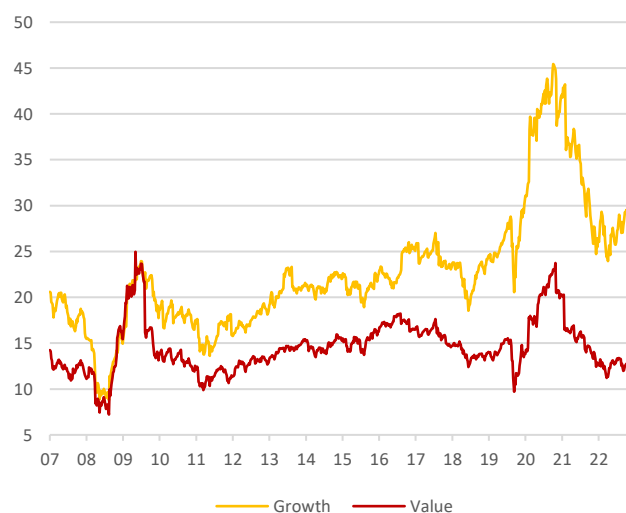
Po lekko spadkowym maju, w czerwcu główne rynki rozwinięte, mierzone szeroko agregującym indeksem MSCI World, odnotowały blisko 6%-ową zwyżkę. W przekroju regionalnym zdecydowanie lepiej zachowywały się akcje amerykańskie i japońskie niż zachodnioeuropejskie, a zwłaszcza - pozostające obecnie w tyle zestawienia – akcje brytyjskie. **Pod kątem stóp zwrotu w poszczególnych sektorach przemysłowych widać było przewagę spółek cyklicznych ponad spółki defensywne (np. dobra podstawowe, ochrona zdrowia), co sugeruje rosnące oczekiwaną rynkowe na perspektywę powrotu globalnej gospodarki na ścieżkę ożywienia. W czerwcu po raz kolejny zrewidowano w górę prognozy wzrostu gospodarczego w USA na najbliższe kwartały.**

Ze spadających ostatnio wskaźników aktywności wytwórczej (PMI), zarówno w sektorach przemysłu, jak i usług, zdaje się prezentować mniej optymistyczny obraz. W odniesieniu do wskaźników PMI podobny obraz cechuje strefę euro, chociaż tutaj sektor usługowy zdaje się być w wyraźnie lepszej kondycji względem przemysłu ogółem, ale też prognozy wzrostu gospodarczego na najbliższe kwartały są bardziej stabilne.

Co ciekawe, w czerwcu kontynuowany był proces rewizji w dół prognoz wyników finansowych spółek amerykańskich dla najbliższych kwartałów. O ile dla przychodów ze sprzedaży proces aktualizacji w dół prognoz chwilowo ustał, o tyle dla zysków wciąż są

podtrzymane obawy o rentowność sprzedaży wyrażone w słabszych oczekiwaniach marży operacyjnej. W ubiegłym roku rosnące dynamicznie ceny w gospodarce ogółem (inflacja) sprzyjały wyższej zyskowności (ceny produktów rosły szybciej niż koszty wytworzenia), jednakże w tym roku ten proces już zanika. Obecnie prognozowany wzrost sprzedaży dla spółek amerykańskich (przychody ze sprzedaży na akcję dla indeksu S&P500) pozostaje blisko ostatnio raportowanej inflacji (4%), natomiast zysk na akcję jest szacowany na poziomie niższym od ubiegłorocznego. **Zawieszono na podwyższonym poziomie koszty wytworzenia (np. ceny towarów, płace, energia) wraz z utrzymującymi się obecnie wyższymi kosztami finansowymi (otoczenie wyższych stóp procentowych) sprzyjają erozji marż, tym bardziej że w otoczeniu ponownie rosnących cen żywności i podwyższonych kosztów utrzymania nieruchomości, skłonność do kupna dóbr wyższego rzędu pozostaje na obniżonym poziomie.**

.....  
**Wskaźnik P/E- „rozjazd” wycenowy pomiędzy indeksami MSCI World Growth oraz MSCI World Value**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

**Wycena akcji amerykańskich ogółem mierzona wskaźnikiem P/E jest dość wysoka i dla głównych**

indeksów (Dow Jones Industrial, S&P 500, Russell 1000) przekracza 20x. W sytuacji raczej mało prawdopodobnego wzrostu zysków spółek w najbliższych kwartałach oraz wysokiej wyceny akcji mierzonej ceną do tegoż zysku, prawdopodobieństwo dalszego wzrostu notowań akcji wydają się maleć. Jednocześnie rentowności krótkoterminowych obligacji rządowych (1- lub 2-letnich), oferujących średnioroczny zarobek bez ryzyka w terminie do zapadalności na poziomie blisko 5%, stanowią mocną alternatywę dla rynku akcji. Stąd też, za właściwe uznajemy pozostanie z nastawieniem umiarkowanie negatywnym (-1 na skali -2/+2) do akcji amerykańskich i ogółem akcji rynków rozwiniętych.

Wskaźnik P/E forward (na bazie konsensusu oczekiwań wyników netto spółek na 4 kolejne kwartały) i 15-letnia średnia



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Prognozy dla spółek zachodnioeuropejskich (przez pryzmat danych dla indeksu Eurostoxx) wyglądają nieco bardziej optymistycznie i zakładają kilkuprocentowy wzrost sprzedaży i zysków, lekko powyżej ostatnio raportowanej inflacji. Uważamy jednak, że czynniki ryzyka w postaci zacieśnienia marż, podobnie jak na rynku amerykańskim, są równie aktualne i niedoszacowane w prognozach. Ponadto otoczenie wyższych stóp procentowych dopiero powodować będzie wyższe koszty finansowe przedsiębiorstw, a w odczytach wskaźników PMI również wykazywane jest oczekiwane osłabienie koniunktury, szczególnie w sektorze wytwórczym, ale i dla usług wskaźnik w ostatnich odczytach słabnie. Ponadto szacunki względem prognoz PKB są niższe niż w USA.

Niewątpliwie jednak akcje spółek europejskich są tańsze od amerykańskich (na dzień 5 lipca indeks Eurostoxx notowany był przy 15,6-krotności zysków netto spółek za ostatnie 4 kwartały vs 22,0-krotności indeksu S&P500) i wskaźnik jest też znacznie poniżej swojej 10-letniej średniej (dla S&P 500 jest powyżej średniej). Jednak wspomniane ryzyko zacieśnienia marż i co się z tym wiąże, również ryzyko osłabienia zysków, nie pozwala naszym zdaniem preferować akcji europejskich nad akcje amerykańskie i dla obu tych klas aktywów utrzymujemy nastawienie jednakowe- umiarkowanie negatywne (-1). (mb)

## Rynki wschodzące (EM)

- Czerwiec był dobrym miesiącem dla rynków Ameryki Łacińskiej
- Mimo napływów na rynki wschodzące ogółem, rynek chiński mierzy się z odpływami kapitału
- Gospodarka ChRL wciąż nie zaskakuje siłą
- Wojna handlowa między Chinami a USA trwa w najlepsze

Czerwcowy hossie na rynkach akcji nie ominęła także rynków wschodzących, które mierzone indeksem MSCI Emerging Markets w dolarze wzrosły o 3,2%. Był to jednak kolejny miesiąc, w którym kontynuowana była relatywna słabość rynków EM w stosunku do DM (dysproporcje stóp zwrotu szczególnie mocno widać w dłuższych horyzontach czasowych).

Sentyment inwestorów wobec akcji azjatyckich nie poprawił się, a wyraźnie lepiej radziły sobie rynki wschodzące Europy i Ameryki Łacińskiej. Indeks MSCI EM Latin America, reprezentujący podmioty z Ameryki Środkowej i Południowej (głównie spółki brazylijskie i meksykańskie, które stanowią odpowiednio aż ok. 60% i 30% w indeksie) zaliczył kolejny dobry miesiąc i kontynuuje wzrostowy trend zapoczątkowany w marcu bieżącego roku (aktualnie znajduje się na poziomach najwyższych od listopada 2022 roku).

Akcje spółek z regionu Ameryki Łacińskiej od wielu miesięcy są naszą preferowaną off-benchmarkową ekspozycją na akcje EM, a racjonalne ku temu leży niezmiennie w niskich wycenach i atrakcyjnych stopach dywidendy. Korzystnym czynnikiem jest także odległość



gospodarek takich jak Brazylia, Meksyk, Chile czy Peru od konfliktów na linii Rosja – Ukraina i USA – Chiny. **Wyjątkową siłą wykazują się także tamtejsze waluty** – meksykańskie peso w stosunku do dolara jest najsilniejsze od przeszło 7 lat, a brazylijski real zbliża się do poziomów obserwowanych ostatnio na początku 2020 roku. Ameryka Łacińska zyskuje na niepewnej sytuacji rynku chińskiego, z którego (zgodnie z danymi Instytutu Finansów Międzynarodowych) **od 5 miesięcy regularnie odpływają środki inwestorów, mimo dodatnich napływów na szeroko pojęte rynki wschodzące.**

Utrzymująca się awersja inwestorów do spółek z Państwa Środka wynika przede wszystkim z tamtejszej sytuacji geopolitycznej i gospodarczej. Mimo zniesienia pandemicznych restrykcji, skala i tempo odbicia chińskiej gospodarki zawiódły obserwatorów rynku. Utrzymująca się na niskich poziomach konsumpcja gospodarstw domowych, w połączeniu ze słabym popytem inwestycyjnym przełożyły się na presję deflacyjną, co z kolei poskutkowało nawet minimalnym obniżeniem stóp procentowych w ChRL, w czasie gdy żaden inny bank centralny na świecie tego nie robi.

Dodatkowo, w przeciwieństwie do wielu analogii historycznych **chińskie władze wstrzymują się z inicjatywami wspierającymi rynek kapitałowy czy sytuację firm.** Nadal obserwujemy ochłodzenie na rynku mieszkaniowym oraz malejący bilans handlowy. Optymizmem nie napawają także ostatnie odczyty wskaźników PMI dla przemysłu i usług. Czerwcowe dane wykazały spadek indeksu PMI dla przemysłu do 50,5 pkt. (wobec poprzedniego odczytu na poziomie 50,9 pkt.), a także solidny spadek PMI dla usług do 53,9 pkt. (wobec poprzednich 57,1 pkt.).

Napięta pozostaje także sytuacja na linii Chiny – Stany Zjednoczone. Prowadzone przez oba kraje wojna handlowa pogłębia się. Niedawna wizyta sekretarza stanu USA Antony’ego Blinkena w Pekinie (najwyższy rangą amerykański urzędnik w Chinach od 2018 roku) była raczej kurtuazyjną wymianą uprzejmości niż konstruktywną próbą rozwiązania problemów. **Żadna ze stron nie próbuje łagodzić konfliktu, co skutkuje dalszym jego pogłębianiem** – według najnowszych doniesień Chiny wprowadzą nowe ograniczenia handlowe. Tamtejsze ministerstwo handlu poinformowało o kontroli eksportu galu i germanu (metale kluczowe dla przemysłu

wysokich technologii) od 1 sierpnia bieżącego roku. Zgodnie z komunikatem **eksporterzy tych materiałów będą musieli uzyskać pozwolenie na ich wywóz z kraju.** Mimo że Chiny nie są jedynym źródłem tych metali, ograniczenie eksportu może negatywnie odbić się na cenach takich produktów jak półprzewodniki, sprzęt telekomunikacyjny, samochody elektryczne czy panele słoneczne.

Omawiany konflikt handlowy sprawia, że chińskie podmioty omija hossa spółek technologicznych, napędzana dynamicznym rozwojem sztucznej inteligencji. **Brak dostępu do najnowszych technologii blokuje rozwój chińskich przedsiębiorstw, co wyraźnie odbija się na stopach zwrotu z ich akcji** – podczas gdy Nvidia czy Amazon w ciągu ostatnich 6 miesięcy wzrosły odpowiednio o 190% i 55%, azjatycki Tencent zaliczył jedynie 5%-owąwyżkę, a gigant chińskiej branży e-commerce Alibaba osunął się o nieco ponad 5%.

Mając na uwadze bieżące wyceny akcji, makroekonomiczne aspekty gospodarek oraz bieżącą sytuację geopolityczną na świecie **utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie do globalnych rynków wschodzących** ogółem, przeważając off-benchmarkowo rynki Ameryki Łacińskiej, które niezmiennie utrzymują atrakcyjne wyceny i zyskują na fali negatywnego sentymentu wobec chińskich podmiotów. (ab)

## Polska

- Czerwiec bardzo dobry na GPW
- Polska oraz rynki EM nadal tanio wyceniane
- Intel zainwestuje w Polsce 20 mld zł
- Wyrok TSUE ws. banków zgodny z oczekiwaniami
- Nadal utrzymujemy umiarkowanie negatywne nastawienie dla akcji polskich, tak jak dla większości rynków akcji

Czerwiec był kolejnym bardzo dobrym miesiącem na GPW, w czym największy udział miały spółki największe, skupione w indeksie WIG20 (+8,8%). Nieco słabiej, ale nadal bardzo dobrze zaprezentowały się indeksy mWIG40 (+6,6%) oraz sWIG80 (+3,4%). Wzrostom kursów akcji

towarzyszyła kontynuacja umocnienia złotego (o 2% do euro i aż 4% do USD).

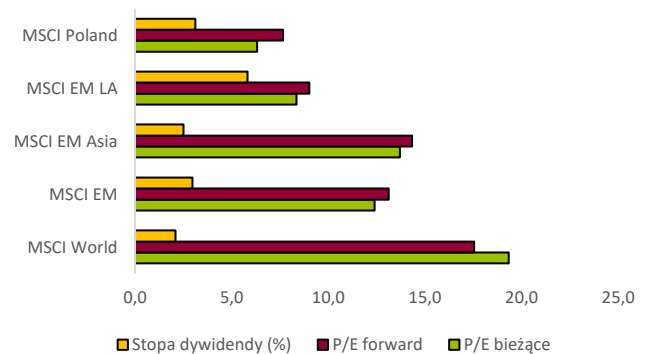
Klimat wokół polskiego rynku akcji wśród inwestorów zagranicznych mogło poprawić ogłoszenie przez **Intel planów inwestycji w Polsce na około 20 mld zł** w Zakład Integracji i Testowania Półprzewodników. Będzie to największa jak dotąd bezpośrednia inwestycja zagraniczna. Sentymentu nie zdołał natomiast zepsuć Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej (**TSUE**), który ogłosił niekorzystny dla banków wyrok w sprawie należnego wynagrodzenia za korzystanie z kapitału w przypadku stwierdzeń nieważności umów o kredyty frankowe. Subindeks sektorowy WIG-Banki zyskał w czerwcu aż 14,5%!

W przekroju sektorowym pozytywny sentyment na krajowym parkiecie w najmniejszym stopniu dotknął sektora IT, z kolei w największym, obok wymienionych banków, także sektor producentów gier, których kursy wzrosły o 12,4%. Oba te sektory doświadczyły również najwyższej rewizji in plus dla oczekiwanych 12-miesięcznych zysków w granicach 1,5%. Z kolei najmocniejsze rewizje w dół dla oczekiwanych wyników dotknęły sektor nieruchomości oraz górnictwa (po około -5%). Całościowo dla głównych indeksów GPW rewizje wyników poszczególnych segmentów znosiły się, co oznaczało, że dla WIG20 rewizja wyniosła -0,5% (tak jak dla WIG), a dla mWIG40 -0,8%. Natomiast drugi miesiąc z rzędu neutralnie pod tym względem postrzegany był indeks małych spółek sWIG80, dla którego utrzymano oczekiwanie z końca kwietnia i maja.

Spoglądając przez pryzmat historycznych wskaźników P/E, **akcje polskie jako cały rynek, nadal wyceniane są w pobliżu minimów z 10 lat (5,5x) i jednocześnie razem z Turcją (5,6x) najniżej w gronie liczących się światowych gospodarek.** Nadal w podobnym miejscu znajdują się rynki rozwijające Ameryki Łacińskiej. Za relatywną słabość naszego rynku w dominującym stopniu wpływa wojna w Ukrainie i negatywne konsekwencje z tego płynące dla

Polski jako kraju sąsiadującego. Większość kluczowych sektorów GPW (poza IT i nieruchomościami) nadal utrzymuje swoją atrakcyjność przez pryzmat oczekiwanego P/E (najtańsze są: paliwa, banki, energia, górnictwo). Niewątpliwie dla kondycji polskiego (i globalnego) rynku akcji w tym roku kluczowe znaczenie będzie miał dalszy przebieg wojny w Ukrainie (i efekty postępującej kontrofensywy ukraińskiej) oraz perspektywy dla inflacji, która od kilku miesięcy systematycznie spowalnia.

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane dla: Polska – indeks MSCI Poland, Ameryka Łacińska – MSCI LatAm, Azja Wschodząca – MSCI EM Asia, Rynki wschodzące – MSCI EM, Rynki rozwinięte – MSCI World, \*dane na 10.07.2023 r.

W marcu podwyższyliśmy nasze nastawienie (w horyzoncie 6-12 miesięcy) dla akcji polskich do poziomu umiarkowanie negatywnego (-1) i w dalszym ciągu uważamy, że jest to adekwatne średnioterminowe pozycjonowanie w kontekście zbiorczego ryzyka oraz momentum gospodarczego. **Spadająca inflacja wraz ze słabnącą koniunkturą gospodarczą powinny w przypadku większości spółek negatywnie odbijać się na ich wynikach finansowych.** Przypominamy również, że akcje polskie są przez nas tak samo postrzegane, jak akcje większości rynków - poza Ameryką Łacińską, dla której utrzymujemy nastawienie umiarkowanie pozytywne (+1). (tk)

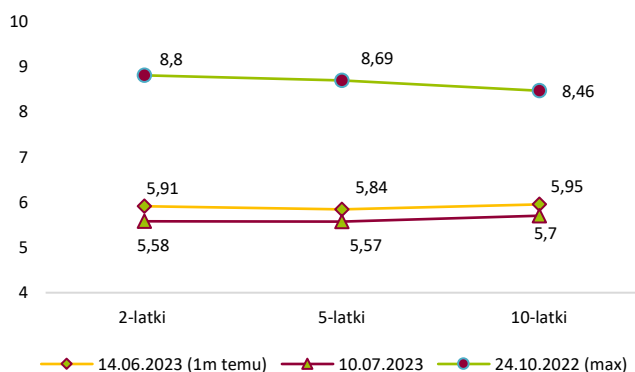
# Obligacje

- Cały czas atrakcyjne obligacje korporacyjne emitentów o najwyższym standingu finansowym
- Wzrosty rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach DM raczej przejściowe

Dwa kolejne z rzędu (za maj oraz czerwiec) niższe od konsensusów prognoz odczyty inflacji konsumenckiej CPI w Polsce (odpowiednio 13,0 i 11,5% r/r) plus dynamicznie umacniający się złoty ograniczyły ryzyko niekontrolowanego wzrostu rentowności (a spadku cen) długoterminowych obligacji stałokuponowych (skarbowych).

Inflacja nadal pozostaje jednak w Polsce daleka od celu banku centralnego (2,5 proc. +/- 1 pkt. proc.) i szczególnie na początku przyszłego roku (wysoki wzrost płacy minimalnej oraz waloryzacja 500+) może przestać się obniżać. Ewentualne zaskoczenie inflacyjne w 2024 roku nie jest jednak obecnie „grane” przez rynek, a dominują siły umacniające polski dług skarbowy (m.in. dobra sytuacja budżetu).

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

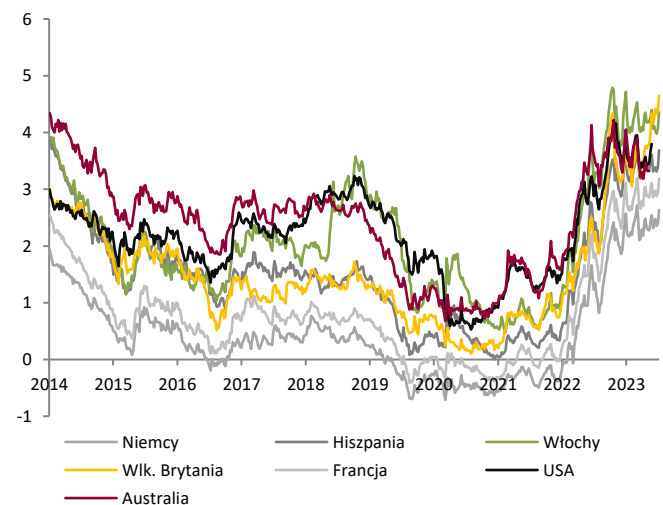


źródło: Bloomberg

W spektrum obligacji polskich na krajowym rynku, względem średnio- i długoterminowych obligacji skarbowych stałokuponowych **preferujemy dług krótkoterminowy i zmiennokuponowy** (choć od początku maja już tylko nieznacznie), w tym emitentów korporacyjnych, ale tylko o najwyższym standingu finansowym. Notabene ceny najczęściej handlowanych serii obligacji z tego segmentu w czerwcu zyskiwały na wartości najmocniej. **Nie należy jednak zapominać o korzyściach z dywersyfikacji geograficznej.**

Zagranicą z kolei, zwłaszcza na rynkach rozwiniętych, **unajemy już rentowności** długoterminowych obligacji skarbowych oraz korporacyjnych Investment Grade za atrakcyjne z punktu widzenia długoterminowego. Oczywiście „walka z inflacją” jeszcze nie została wygrana, ale realne stopy procentowe na rynkach DM są korzystniejsze niż w Polsce. (zo)

## Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wybranych krajów DM



źródło: Bloomberg

## Zagraniczne korporacyjne IG

Czerwiec dla rynku obligacji korporacyjnych o najwyższych ratingach zamknął się sporą dyspersją stóp zwrotu. Miesięczne stopy zwrotu wyniosły odpowiednio +0,4% dla regionu amerykańskiego (Bloomberg US Corporate IG), dokładnie odwrotnie -0,4% zanotował rynek europejski (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) oraz -0,1% dla tej klasy aktywów w Azji (Bloomberg Asia USD IG Bond). Pomimo takich wyników spready w każdym segmencie obligacji IG zawęziły się. Obecne rentowności, jakie oferuje ta klasa aktywów w Europie ustabilizowały się na poziomie 4,2% oraz 5,5% dla amerykańskiego odpowiednika. Podczas gdy na przełomie kwietnia i maja widzieliśmy niebezpieczne zbliżanie się rentowności obligacji IG do krótkoterminowych bonów skarbowych, to

w maju i czerwcu po raz pierwszy w historii, rentowności indeksu obligacji USD IG spadły poniżej 3-miesięcznych bonów skarbowych. Tak niespotykana sytuacja stanowi ogromną przeszkodę do dalszego zawężania spreadów w USA. Rynek europejski powoli podąża śladami USA. Różnica rentowności między indeksem iBoxx EUR IG Corporate a 3-miesięcznymi bonami niemieckimi wynosi tylko 1,22 pp. Neutralne sygnały płyną z sytuacji fundamentalnej emitentów, którzy I kw. 2023 roku zakończyli znacznym wzrostem przychodów, ale również spadkiem marż. Bez zmian pozostaje nasze nastawienie do tego segmentu. Uważamy, że zagraniczne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym w dalszym ciągu oferują atrakcyjne rentowności w stosunku do ryzyka i zapewniają ochronę na wypadek „twardego lądowania” światowej gospodarki. (dm)

## Surowce

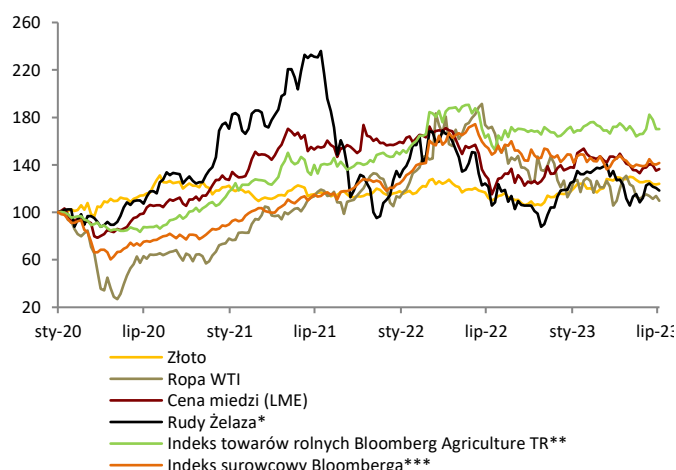
Po kilku spadkowych miesiącach, szeroki indeks cen surowców Bloomberg'a zyskał w czerwcu na wartości 3,6%, na co w głównej mierze wpłynęły wzrosty cen ropy i gazu. W surowcowej układance nie można pominąć Chin, gdzie ożywienie gospodarcze jest słabsze niż oczekiwano. Warto zwrócić uwagę, że dynamicznie rosnący segment elektroniczny już w 2022 r. ograniczył import półprzewodników o 15% r/r, choć i tak wyniósł on gigantyczne 538 mld USD i był wyższy niż import ropy.

Dla szerokiego rynku surowcowego utrzymujemy nastawienie pozytywne, w związku z asymetrycznymi w naszej ocenie prawdopodobieństwami ruchów cenowych. Determinacja i możliwości OPEC ograniczenia podaży w zasadzie tworzą minimum cenowe dla ropy na poziomie 70 USD za baryłkę i spadek poniżej tego poziomu wydaje się obecnie bardzo mało prawdopodobny.

Ceny złota od początku maja znajdują się w łagodnej korekcie (powróciły poniżej 2 tys. USD za uncję), ale oczekujemy, że bliski koniec zakończenia podwyżek stóp procentowych przez Fed sprzyjał będzie odblokowywaniu potencjału wzrostu cen. Dla cen towarów rolnych potencjalnym katalizatorem wzrostów może być brak prolongaty przez zainteresowane strony (Rosja, Ukraina, Turcja) „porozumienia zbożowego” umożliwiającego

eksport zbóż Morzem Czarnym (pomimo działań wojennych w regionie). Dotychczasowe wygasa już 17 lipca...

### Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, \* 62% Australia offshore export price, \*\* subindeks surowcowy Bloomberg'a, 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%

Podsumowując, **ekspozycję na zdywersyfikowany koszyk surowcowy oceniamy jako pożądaną**, zwłaszcza w portfelach o długoletnim horyzoncie inwestycyjnym. (zo)

# Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	5,6%	6,7%	12,8%	14,4%	30,1%	35,2%
MSCI World	USD	5,9%	7,5%	14,0%	16,5%	34,7%	42,0%
MSCI Emerging Markets	USD	3,2%	0,4%	3,5%	-1,1%	-0,6%	-7,5%
MSCI EM Asia	USD	2,1%	-0,9%	2,9%	-3,0%	-2,3%	-4,2%
MSCI EM Latin America	USD	11,0%	10,7%	14,6%	19,5%	30,7%	-1,5%
MSCI EM Europe	USD	10,5%	17,7%	22,6%	28,7%	-73,2%	-75,3%
MSCI Poland	PLN	9,1%	17,0%	14,1%	20,1%	9,5%	-13,9%
MSCI Frontier Markets	USD	1,9%	0,4%	2,8%	-6,1%	1,2%	-12,3%
S&P500 - USA	USD	6,5%	9,9%	15,9%	17,6%	43,5%	63,7%
Russell 2000	USD	7,9%	6,8%	7,2%	10,6%	31,0%	15,0%
MSCI Europe	EUR	2,2%	1,6%	8,9%	13,6%	29,4%	21,2%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	2,3%	1,6%	8,7%	13,4%	28,2%	21,6%
DAX - Niemcy	EUR	3,1%	4,0%	16,0%	26,3%	31,2%	31,2%
CAC40 - Francja	EUR	4,2%	1,9%	14,3%	24,9%	49,9%	39,0%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	6,0%	4,2%	16,6%	18,5%	32,7%	-0,3%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	8,4%	4,5%	19,1%	32,6%	45,7%	30,5%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,1%	-1,2%	1,1%	5,1%	22,1%	-1,4%
FTSE Nordic 30	SEK	3,0%	4,6%	11,1%	24,6%	58,0%	70,4%
Nikkei - Japonia	JPY	7,5%	19,5%	27,2%	25,7%	48,9%	48,8%
TOPIX - Japonia	JPY	7,4%	15,4%	21,0%	22,3%	46,8%	32,2%
MSCI China	HKD	3,4%	-10,3%	-6,0%	-18,6%	-30,7%	-30,7%
Hang Seng - Hongkong	HKD	3,7%	-6,9%	-4,4%	-13,5%	-22,6%	-34,7%
Kospi - Korea Pld.	KRW	-0,5%	4,5%	14,7%	9,9%	21,6%	10,2%
SENSEX - Indie	INR	3,3%	11,7%	6,4%	22,1%	85,4%	82,7%
MSCI Turkey	USD	-4,4%	-12,9%	-21,2%	48,8%	8,8%	-20,2%
BOVESPA - Brazylia	BRL	9,0%	13,9%	7,6%	19,8%	24,2%	62,3%
WIG	PLN	8,0%	14,7%	17,1%	25,6%	35,7%	20,2%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	5,8%	4,2%	6,9%	11,0%	29,9%	15,2%
MSCI ACWI Large Cap	USD	5,6%	7,3%	14,0%	15,2%	31,2%	38,7%
WIG20	PLN	8,8%	16,8%	15,0%	21,5%	17,1%	-3,5%
WIG20 total return	PLN	8,9%	17,0%	15,1%	25,1%	24,4%	8,1%
mWIG40	PLN	6,6%	7,8%	16,8%	19,2%	39,9%	15,0%
sWIG80	PLN	3,4%	7,8%	24,0%	25,6%	61,8%	71,0%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	3,1%	3,0%	0,0%	4,9%	23,0%	50,7%
MSCI World Energy	USD	6,2%	-1,0%	-5,6%	9,3%	87,8%	-1,1%
MSCI World Financials	USD	6,4%	4,6%	1,6%	9,5%	39,2%	13,1%
MSCI World Metals&Mining	USD	8,5%	-3,8%	-1,5%	10,6%	36,7%	27,9%
MSCI World Industrials	USD	8,8%	7,1%	13,0%	24,7%	42,4%	35,7%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	10,4%	12,3%	27,8%	24,5%	32,6%	47,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	3,0%	0,2%	2,7%	5,8%	18,4%	25,5%
MSCI World IT	USD	6,1%	16,1%	38,4%	35,8%	54,4%	126,6%
Nasdaq	USD	6,6%	14,8%	31,7%	25,0%	37,1%	83,6%
Nasdaq100	USD	6,5%	17,1%	38,8%	32,0%	49,4%	115,6%
Philadelphia SE Semiconductor	USD	6,4%	14,5%	45,1%	43,7%	84,0%	179,6%
S&P Global Clean Energy	USD	0,6%	-5,5%	-7,9%	-3,3%	47,2%	109,0%
Eurostoxx Banks	EUR	9,1%	5,0%	12,0%	34,1%	70,9%	-2,8%
WIG-Games	PLN	12,4%	16,1%	17,3%	50,6%	-36,3%	
WIG-Energia	PLN	8,6%	13,0%	10,4%	-23,5%	18,9%	-0,7%
WIG-Banki	PLN	14,5%	26,4%	27,3%	45,9%	91,5%	10,3%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	6,1%	11,7%	26,5%	25,4%	34,2%	67,4%
MSCI World Value	USD	5,8%	3,1%	2,5%	7,8%	32,6%	16,2%

<b>SUROWCE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	4,0%	-3,2%	-9,3%	-16,9%	59,8%	21,0%
Miedź	USD	2,9%	-8,6%	-1,8%	0,7%	37,9%	26,8%
Aluminium	USD	-7,7%	-10,0%	-10,2%	-13,0%	31,8%	-2,0%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	5,1%	0,2%	-1,0%	1,2%	96,8%	62,6%
Rudy żelaza	USD	7,1%	-11,4%	1,2%	-13,4%	9,3%	73,7%
Węgiel koksujący	CNY	10,7%	-21,9%	-25,0%			
Złoto	USD	-2,2%	-3,1%	5,2%	6,2%	7,8%	53,2%
Srebro	USD	-3,0%	-4,7%	-4,9%	12,3%	25,1%	41,3%
Bloomberg Commodity Index	USD	3,6%	-2,8%	-10,0%	-13,3%	56,2%	16,1%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-0,3%	-2,4%	0,6%	-2,6%	-17,8%	-10,1%
USD Korporacyjne IG	USD	0,4%	0,4%	3,2%	1,5%	-10,0%	9,1%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,4%	0,8%	2,2%	0,1%	-9,1%	-5,2%
USD azjatyckie IG	USD	-0,1%	0,7%	3,2%	1,9%	-5,2%	11,9%
USD Korporacyjne HY	USD	1,7%	2,6%	5,4%	9,1%	9,7%	17,9%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,5%	2,0%	4,8%	8,7%	4,9%	8,5%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	0,1%	-1,3%	1,7%	2,3%	-0,1%	8,0%
EM skarbowe w USD	USD	2,4%	2,2%	3,9%	7,4%	-10,1%	1,2%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	1,5%	2,7%	7,5%	13,0%	-8,2%	3,6%
<b>POZOSTALE</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	2,1%	0,0%	1,9%	4,1%	-2,9%	-6,6%
EUR/PLN	PLN	-2,1%	-5,2%	-5,4%	-5,7%	-0,3%	1,4%
CHF/PLN	PLN	-2,4%	-3,3%	-4,1%	-3,3%	8,7%	20,2%
USD/PLN	PLN	-4,0%	-5,2%	-7,1%	-9,3%	2,7%	8,6%
USD/JPY	JPY	3,6%	8,7%	10,1%	6,3%	33,7%	30,3%
Bloomberg USD Index	USD	-1,1%	0,4%	-1,1%	-2,2%	1,1%	4,4%
MSCI EM Currency Index	USD	0,3%	-0,8%	0,9%	0,6%	5,4%	2,9%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-1,1%	-3,5%	-2,0%	-4,8%	-9,6%	-24,1%
Europe REITS	EUR	1,2%	-3,2%	-3,5%	-7,2%	-1,9%	-36,1%
US REIT's	USD	4,3%	3,9%	3,3%	-4,3%	15,8%	3,3%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	9,4%	19,6%	49,7%	42,7%	116,6%	338,6%
Amazon	USD	8,1%	27,8%	55,2%	22,7%	-5,5%	53,4%
Alphabet (Google)	USD	-2,6%	18,6%	35,7%	9,9%	68,8%	112,0%
Microsoft	USD	3,7%	20,1%	42,7%	33,9%	72,0%	265,1%
Meta Platforms (Facebook)	USD	8,4%	38,1%	138,5%	78,0%	26,4%	47,7%
Nvidia	USD	11,8%	54,5%	189,5%	179,3%	346,6%	620,8%
Tesla	USD	28,4%	34,0%	112,5%	16,6%	263,6%	1045,0%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	3,1%	-1,2%	-1,5%	-19,0%	-3,0%	14,5%
Roche	CHF	-5,1%	4,9%	-2,4%	-11,0%	-8,6%	44,9%
ASML	EUR	-1,3%	6,6%	32,3%	47,0%	108,3%	309,7%
Nestle	CHF	-0,3%	-0,3%	3,0%	-0,9%	10,6%	58,7%
Novartis	CHF	3,3%	8,0%	12,2%	16,0%	23,2%	63,4%
Novo Nordisk	DKK	-1,5%	1,8%	18,1%	41,5%	169,1%	309,4%
L'Oreal	EUR	7,0%	6,8%	29,8%	31,5%	57,6%	116,4%
LVMH	EUR	6,0%	5,2%	27,9%	50,5%	131,7%	225,2%
Astrazeneca	Gbp	-3,3%	1,0%	2,0%	6,7%	44,0%	146,4%
SAP	EUR	2,8%	10,8%	32,1%	47,6%	6,8%	38,4%
Sanofi	EUR	3,5%	2,4%	13,4%	5,7%	21,3%	73,1%
<b>MSCI EM Asia</b>	Waluta	Czerwiec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
TSMC	TWD	3,7%	8,2%	29,7%	23,6%	95,3%	201,4%
Tencent Holding	HKD	6,8%	-13,3%	5,3%	-0,8%	-26,8%	-6,8%
Alibaba	USD	4,8%	-19,4%	-5,4%	-26,7%	-61,4%	-55,1%
Samsung Electronics	KRW	1,1%	14,2%	31,3%	29,1%	48,0%	77,9%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 30 czerwca 2023 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM – rynki rozwinięte, JPM EMCI – indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG – rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny, \* subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

# Ważne informacje

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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