



**ALIOR
BANK**

BIURO MAKLERSKIE

WIELKA ROTACJA VALUE VS. GROWTH



Zbigniew Obara

Menedżer Zespołu Analiz
i Doradztwa Biura Maklerskiego
Makler Papierów Wartościowych

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. Analiz Danych Ekonomicznych
Dział Analiz Ekonomicznych Alior Banku

Marcin Brendota

Ekspert ds. Analiz
Doradca Inwestycyjny

Jacek Wiatr

Makler Papierów Wartościowych

Tomasz Kolarz

Ekspert ds. Analiz

Akcje, obligacje, surowce
Komentarz do wydarzeń rynkowych
Czerwiec 2020

Programy stymulacyjne rządów oraz działania banków centralnych, stosujących polityki zalewania rynków finansowych i gospodarek płynnością, z dużą skutecznością zasypują „dziury” w przychodach gospodarstw domowych i firm, które jak do tej pory powstrzymały przed spektakularnymi bankructwami, zwłaszcza dużych firm w Polsce, Europie, czy USA.

Spywające dane gospodarcze pokazują jednak olbrzymie, negatywne realne efekty ograniczeń w przemieszczaniu się ludności oraz działalności gospodarczej, zastosowanych niemal w całym cywilizowanym świecie. Obecnie też już mało kto oczekuje wyrównania koniunktury sprzed pandemii wcześniej aniżeli w końcu 2021 roku.

Przy skutecznym zasypaniu „dziury” w dochodach rozporządzalnych większości gospodarstw domowych, przy spadku popytu konsumpcyjnego, w tym zwłaszcza na dobra trwałego użytku, przy zablokowanych na zerowych lub bliskich zera poziomach oprocentowaniu depozytów i równie niskich rentownościach obligacji skarbowych (bez ryzyka), oraz przy spadku atrakcyjności alternatywnych inwestycji jak np. mieszkań na wynajem itp., powstaje jeden wielki efekt uboczny ww. działań stymulacyjnych – wzrost zainteresowania płynnymi ryzykownymi inwestycjami u inwestorów indywidualnych, widoczny w Polsce, ale także na głównych rynkach zagranicznych – m.in. USA.

Rezultat – w USA indeks spółek technologicznych odrobił z nawiązką całość strat sprzed pandemii i osiągnął 9 czerwca w trakcie sesji rekordowy poziom - 10002,5 punktów... W Polsce z kolei od marca do końca maja subindeks sektorowy WIG-Games zyskał ponad 100%, przebijając o niemal 1/3 szczyt z lutego tego roku i osiągając 3-krotność poziomu z początku 2019 roku...

Punktem wspólnym dla Nasdaq i WIG-Games są wysokie wyceny spółek sięgające kilku dziesięciokrotności relacji ceny akcji do zysku spółek (i rzadkość lub tylko symboliczna stopa dywidendy). Spółki zaliczane do segmentu *growth*, gdzie inwestorzy godzą się płacić za jednostkę zysku znacznie większe kwoty w oczekiwaniu na wzrost przychodów i zysków w przyszłości, mają w trakcie kończącej się dekady historię znacząco lepszego zachowania względem spółek o niższej dynamice przychodów, niższym lub nawet ujemnym

tempie wzrostu zysków, ale dużo niższych wycenach cena/zysk (*p/e*) czy cena do wartości księgowej (*p/bv*), a zaliczonych zbiorczo do segmentu *value*. (*patrz porównanie*: dodatek stopy zwrotu na ostatnich stronach raportu).

Nie przesądzając o dalszym kierunku notowań spółek *growth* uważamy, że od teraz, zarówno w Polsce, jak i na świecie, rozpoczyna się długoterminowy trend relatywnie lepszego zachowania spółek spod znaku *value*.

Obniżone tempo globalnego wzrostu gospodarczego nie będzie sprzyjać wzrostom zysków spółek, a inwestorom indywidualnym, zwabionym szybkimi zyskami pokryzysowymi odbicie może być trudno dostrzec ryzyko bańki spekulacyjnej, np. na spółkach gaming'owych.

Tymczasem na spółkach zaliczanych do segmentu *value* spodziewamy się emanacji, znanego z ostatnich lat na rynku obligacji, zjawiska „pogoni za rentownością” (często funduszy emerytalnych czy ubezpieczycieli), dla których brak „dochodu” może oznaczać problemy z przyszłą wypłatą składek w obliczu zablokowanych na minimalnych, bądź często zerowych poziomach na rynku obligacji skarbowych.

Uważamy też, że profil zysk-do-ryzyka lepiej prezentuje się w obszarze globalnych firm dywidendowych aniżeli w obligacjach korporacyjnych tych firm. Posiadanie udziału w kapitale spółki, odmiennie aniżeli w długu pozwala partycypować we wzroście wartości aktywów posiadanych przez te spółki, a taki prędzej czy później musi się zadziać ze względu na skalę wzrostu dodruku i podaży pieniądza).

Polityki banków centralnych raczej nie staną się w najbliższych kwartałach bardziej restrykcyjne, a tylko wówczas dostrzegalibyśmy ryzyko zastopowania antycypowanego przez nas trendu relatywnie lepszego zachowania spółek *value* vs. *growth* (w dniu zamykania bieżącego raportu 10 czerwca amerykański bank centralny – Fed będzie obradował nad decyzją o być może kontroli całej krzywej dochodowości amerykańskich obligacji, czego wprowadzenie jeszcze dodatkowo oznaczałoby wzrost podaży pieniądza na rynkach finansowych. (zo)

Opis sytuacji gospodarczej

Spływające indeksy PMI za maj dość jednoznacznie sugerują, iż luzowanie restrykcji związanych z epidemią przynosi poprawę globalnej koniunktury. Tak mówią odczyty zarówno dla USA jak i strefy euro. W Chinach przyspieszenie jest wyraźniejsze, ale tam epidemia miała miejsce wcześniej. Odmrażanie gospodarki jest jednak dość powolne i na razie nie widać w najbliższych miesiącach perspektyw powrotu do poziomów sprzed kryzysu.

Pojawiają się też pierwsi outsiderzy i kraje, które prawdopodobnie relatywnie lepiej zniosą okres dekoniunktury. W Europie, z większych gospodarek, na lidera wysuwają się Niemcy. Wygląda na to, iż lata oszczędzania w połączeniu ze sprawną administracją, powinny pozwolić naszemu zachodniemu sąsiadowi lepiej zarządzać kryzysem przy względnie umiarkowanym obciążeniu długiem. Na dodatek niemieckie gospodarstwa domowe nie zwiększają stopy oszczędności, a kwietniowe dane o sprzedaży detalicznej i te mniej konwencjonalne o wizytach w restauracjach sugerują, iż nastroje konsumentów nie tapnęły aż tak mocno.

Po drugiej stronie barykady staną zapewne kraje południa, bardziej uzależnione od turystyki i sektora usług, w tym Francja, Hiszpania i Włochy. Tu konsumenci przystąpili do mocniejszego zaciskania pasa. W sukurs przychodzi Komisja Europejska, która przedstawiła propozycję zwiększenia o 750 mld euro budżetu UE na lata 2021–2027, finansowanego wspólnym długiem. Nowe środki mają być kierowane w głównej mierze do najbardziej dotkniętych epidemią państw. Co ciekawe Polska też ma sporo skorzystać. Propozycja ta świadczy o politycznej woli utrzymania jedności wspólnoty. Niemniej po pierwsze pomysł musi uzyskać jeszcze akceptację wszystkich członków UE (a są sprzeczności ze strony części krajów północy), a po drugie impuls dotyczyć będzie dopiero kolejnych lat.

W kraju mamy za sobą serię publikacji krajowych danych za kwiecień, czyli pierwszy pełny miesiąc „lockdownu”. Te ogólnie były bardzo słabe i pokazały w pełni wymiar strat w gospodarce wywołanych epidemią. Spadek produkcji przemysłowej w ujęciu r/r wyniósł blisko 25%, a sprzedaży detalicznej ok. 23%.

Słabość koniunktury wynikała w znacznej mierze z zapaści w konsumpcji dóbr trwałych, ale solidne spadki odnotowane zostały również w dobrach konsumpcji bieżącej. W kolejnych miesiącach oczekujemy odbudowy spożycia dzięki znoszeniu restrykcji.

Zdecydowanie lepiej radzi sobie produkcja budowlano-montażowa (-0,9% r/r), z wyróżniającym się dodatnio budownictwem infrastrukturalnym oraz remontowym i wyraźnym pogorszeniem we wznoszeniu budynków. Nie najgorzej wygląda sytuacja na rynku pracy. Ten przestawia się na czas dekoniunktury, ale zachęty płynące z Tarczy Antykryzysowej ograniczają wzrost stopy bezrobocia, która w kwietniu wyniosła 5,8% wobec 5,4% w marcu. Wyraźnie hamuje inflacja (z 4,6% w marcu do 2,9% w maju) i spodziewamy się, iż ten trend będzie kontynuowany.

W samym 1 kw. '20 PKB Polski jeszcze rósł (2% r/r), ale wyraźnie wolniej niż w 4 kw. '19 (3,1% r/r). Wyraźnie wyhamowała dynamika inwestycji - z 6,1% r/r w 4 kw. '19 do 0,9%, oraz konsumpcji prywatnej - z 3,1% r/r do 1,2%. W 2 kw. '20 spodziewamy się znacznego przyspieszenia tych tendencji, co doprowadzi do silnej kontrakcji gospodarki, wg naszych oczekiwań przekraczającej 10% w ujęciu r/r. Po słabych kwietniowych danych naszą prognozę dynamiki PKB na cały '20 skorygowaliśmy w dół z -2,8% r/r do -4,2% r/r. W drugiej połowie roku oczekujemy wyraźnej poprawy względem II kwartału, aczkolwiek wyraźniejszego odbicia spodziewamy się dopiero w '21. W naszym scenariuszu założyliśmy utrzymanie epidemii Covid-19 pod kontrolą zarówno w Europie, jak i w Polsce.

Chęć wsparcia ożywienia po okresie epidemii, b. słabe krajowe dane za kwiecień oraz zaskakująco silny złoty to w naszej ocenie główne elementy, które skłoniły RPP do dalszego luzowania polityki monetarnej na majowym posiedzeniu. Główna stopa NBP została pod koniec ub. miesiąca obniżona z 0,5% do 0,1%. Wg wstępnych komentarzy członków gremium jest bardzo mało prawdopodobne, aby zejść ze stopami jeszcze niżej. (js)

Akcje

Rynki rozwinięte ogółem

Główne rynki rozwinięte w maju i na początku czerwca kontynuowały wzrostowe odbicie trwające od dołka 23 marca. Optymizm inwestorów ma swoje wymierne wsparcie w skoordynowanej akcji banków centralnych, które poprzez uruchomiony skup aktywów zasilają rynek finansowy bilionami dolarów.

Skup aktywów z rynku od m.in. banków komercyjnych czy funduszy zastępuje bezpośrednio finansowanie długu państwowego, ale rezultat jest zbliżony - za sprzedane obligacje instytucje komercyjne na nowo kupują obligacje skarbowe, czyli w uproszczeniu bank centralny finansuje zadłużenie państwa „wydrukowanymi” pieniędzmi.

Oprócz długu skarbowego programem skupu w USA są objęte nie tylko obligacje zabezpieczone hipoteką, ale również obligacje przedsiębiorstw. Oczywiście w większej mierze od bardziej wiarygodnych emitentów (z ratingiem inwestycyjnym), ale pośrednio również obligacje wysokodochodowe o znacznie większym ryzyku.

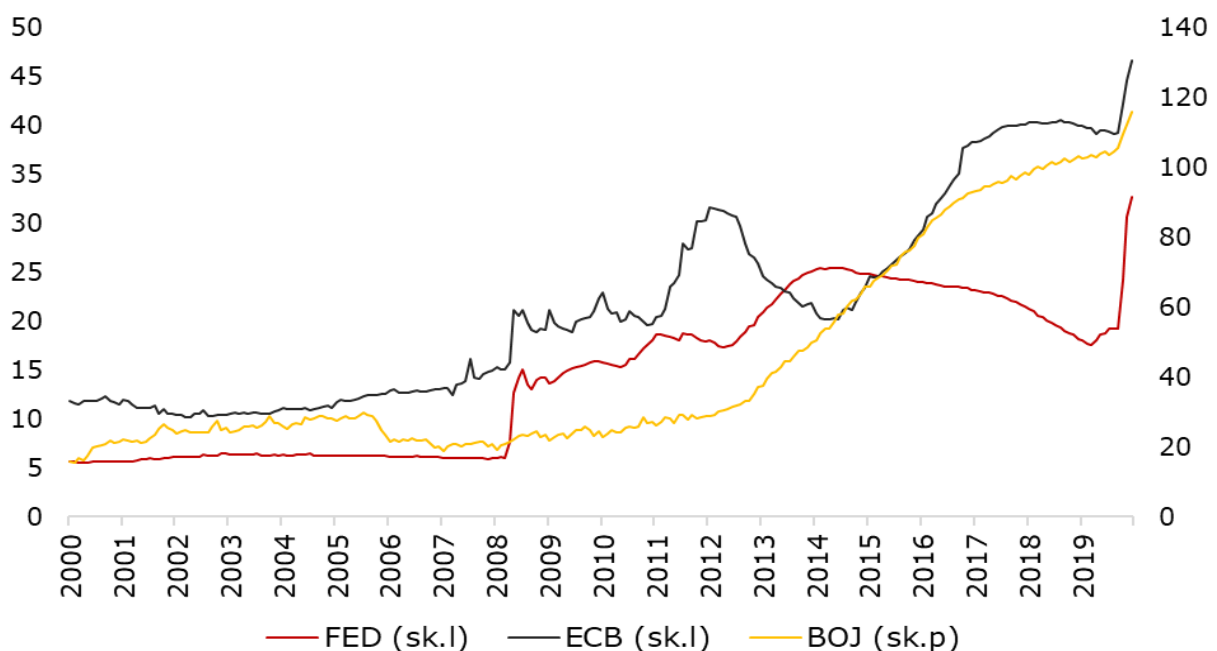
W rezultacie po pierwsze - wiele przedsiębiorstw, nawet tych wysoko zadłużonych, o niepewnych przyszłych przepływach pieniężnych i przynoszących

obecnie straty, ma zapewnione finansowanie, a rolowanie długu oraz zaciąganie nowego nie stanowi problemu.

Po drugie, w wymiarze czysto rynkowym - jeżeli jest zgłaszany silny popyt na instrumenty dłużne, to powoduje to wzrost ich cen, a zatem jest znacząco ograniczana opłacalność inwestycji, czyli rentowność. W środowisku niskich stóp procentowych nawet zmienne oprocentowanie nie wpłynie na zabezpieczenie przed tym. Jeszcze niedawno, inwestorzy mający awersję do ryzykownych instrumentów typu akcje sięgali po obligacje przedsiębiorstw, nawet tych o podwyższonym ryzyku. Jednak w sytuacji, gdy również ta grupa instrumentów jest objęta popytem banków centralnych, jedną z nielicznych i przede wszystkim płynnych alternatyw (czyli można kupić i sprzedać w dowolnym momencie) pozostają akcje.

I to jest jeden z głównych motywów napędzający giełdową koniunkturę na głównych giełdach rozwiniętych. Wykreowany pieniądz ma coraz większy udział w życiu gospodarczym, w USA udział aktywów FED stanowi niemal 1/3 rocznego PKB, dla strefy euro ten udział rośnie do ponad 45% PKB, w Japonii przekracza już 100%.

Aktywa głównych banków centralnych w relacji do PKB [%]



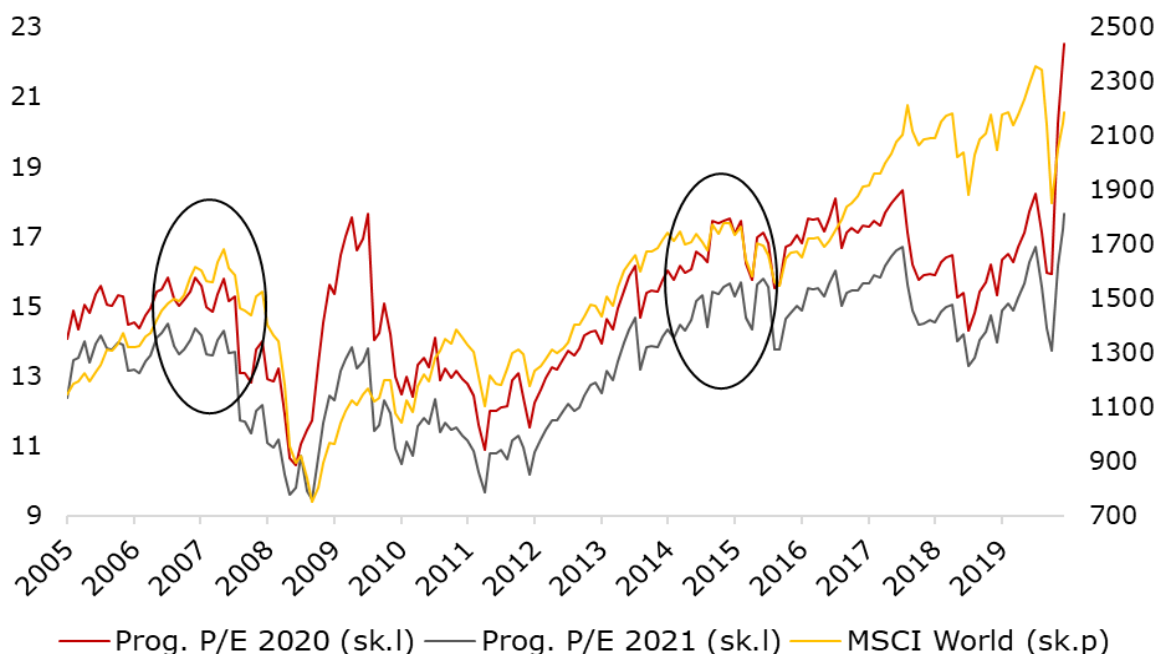
Źródło: Bloomberg

W takiej sytuacji nawet nie potrzeba uzasadnienia dla bieżącej wyżki cen akcji oczekiwaniami dynamicznego odbicia globalnej gospodarki oraz zysków spółek. Oderwanie wycen rynkowych od fundamentów najlepiej odzwierciedla fakt, że w obecnie trwającym II kw. oczekiwany jest znaczny spadek PKB, a mimo to rynkowe wyceny głównych rynków reagują w nieproporcjonalnie mniejszej skali, niż miało to miejsce przed 12-oma laty. Po I kw. zagregowany zysk na akcję spółek strefy euro w indeksie Eurostoxx 600 spadł o ponad 20% r/r, a w II kw. prognozowany jest blisko 50% spadek. Dla amerykańskich przedsiębiorstw zmiany te wynoszą odpowiednio -15% i ponad -40%.

Patrząc po bieżących wycenach rynków amerykańskich i europejskich można jednak mieć wątpliwości. Prognozowane wskaźniki P/E (cena do zysku na jedną akcję) zarówno na koniec bieżącego roku jak i przyszłego, czyli już wyrażające oczekiwania wzrostu zysków (czyli teoretycznie spadku wskaźnika P/E), pokazują wartości zbliżone do poziomów obserwowanych w szczycie poprzedniej hossy.

Tak więc mimo prognozowanego odbicia wg wskaźników prognozowanych jest obecnie drogo, a więc potencjał do jeszcze większych zwyczaj, przynajmniej z tego punktu widzenia, jest mocno ograniczony.

Wskaźnik MSCI World (globalnych rynków rozwiniętych) oraz prognozowane wskaźniki P/E na koniec 2020r. i 2021r.

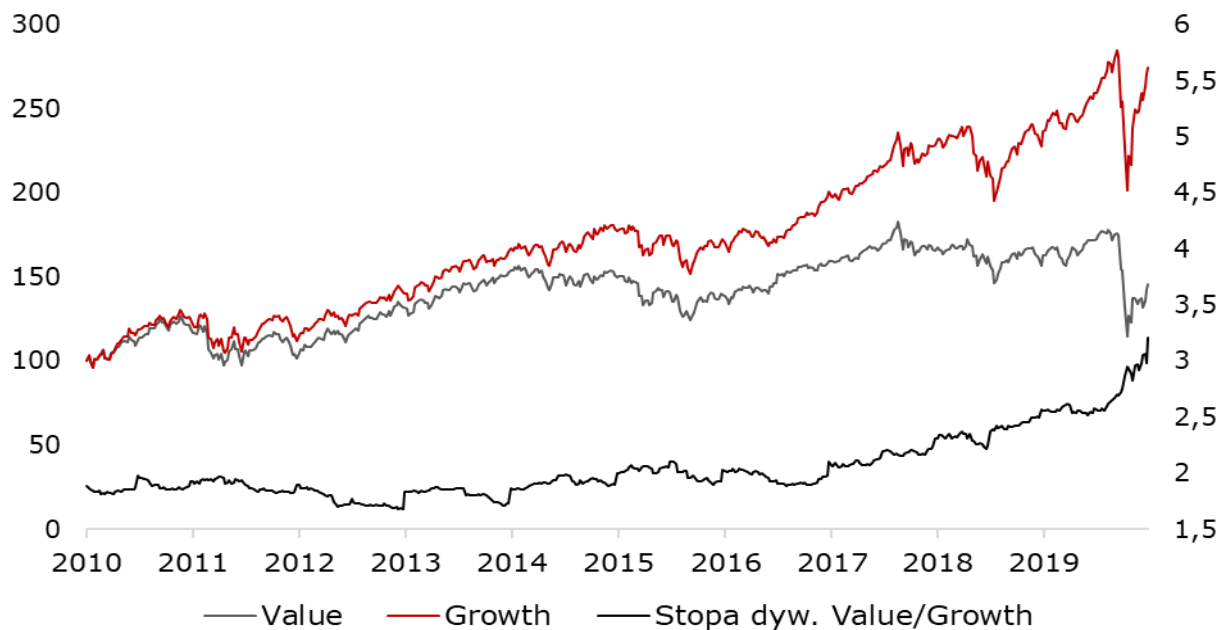


Źródło: Bloomberg

Począwszy od czerwca podwyższyliśmy nastawienie do akcji rynków rozwiniętych ze skrajnie do jedynie umiarkowanie negatywnego, realizując zmianę nastawienia głównie poprzez doważenie w globalnych spółkach dywidendowych. Uważamy, że przedsiębiorstwa o być może oczekiwanej mniejszej dynamice rozwoju, ale przy niższej zmienności notowań, z mocnymi bilansami (dobrze wycenione aktywa, bezpieczne zadłużenie), silną pozycją gotówkową i zdolnością do generowania nadwyżki w kolejnych okresach, mają szansę zmniejszyć

dystans (np. pod względem wyceny P/E) do spółek wzrostowych. Ponadto spółki wzrostowe są już wysoko wyceniane, stąd zwiększanie zaangażowania w akcje rynków rozwiniętych lepiej dokonać poprzez spółki, które są obecnie atrakcyjniej wyceniane oraz posiadają zdolność do wypłat okresowych strumieni pieniężnych, zwłaszcza przy słabej opłacalności papierów dłużnych. Przy obecnych wycenach rynkowych spółki typu value wykazują znacznie wyższe stopy dywidendy w porównaniu ze spółkami typu growth. (mb)

Wskaźnik MSCI World dla spółek typu Value i Growth (2010 = 100) oraz siła relatywna stopy dywidendy



Emerging Markets

Maj był kolejnym miesiącem znoszenia obostrzeń reżimu sanitarnego w Chinach, co skutkowało m.in. wzrostem podróży turystycznych wewnątrz kraju, zwłaszcza, że chiński rząd zachęca obywateli do zwiedzania atrakcji turystycznych poprzez rozdawanie voucherów, oferowaniu dopłat do pobytu lub preferencyjnych stawek dla zorganizowanych grup turystycznych. W efekcie tego prawie do poziomów sprzed epidemii powróciła dzienna liczba osób przewiezionych koleją, linie lotnicze pracują na poziomie ok. 50% swoich możliwości, głównie ze względu na utrzymane jeszcze zamknięcie kraju na zagraniczny ruch turystyczny.

Poprawie ulegają statystyki spłacalności kredytów. Podjęte przez Chiński Ludowy Bank Centralny decyzje o obniżeniu głównej stopy procentowej, czy zmniejszeniu limitu wymaganych od banków poziomu depozytów przyczyniły się do stopniowego wzrostu wydatków konsumpcyjnych, finansowanych m.in. z kredytów krótkoterminowych.

Na rynku nieruchomości z miesiąca na miesiąc rośnie wolumen sprzedaży nowych domów i

nie jest to popyt spekulacyjny. Co ciekawe, zamknięcie łańcucha dostaw po stronie USA i europejskich gospodarek nie wpłynęło negatywnie na chiński bilans handlowy, który w kwietniu zaraportował nadwyżkę w wysokości ok. 45 mld USD - znacznie powyżej oczekiwań rynku (9 mld USD). Głównymi odbiorcami chińskich wyrobów pozostają: Japonia, Tajwan i Korea Południowa. Nadwyżka ta po części wynikała z niskich cen ropy naftowej, które miały odzwierciedlenie w spadku importu.

Ogólnoswiatowa panika wywołana epidemią koronawirusa wydaje się ustępować również w Indiach - drugiej największej azjatyckiej gospodarce. Niemniej podnoszone są pytania, czy w kraju tym niska liczba zarażonych w stosunku do populacji jest wynikiem skutecznych działań prewencyjnych służby zdrowia, czy statystyka ta wynika z niedoboru testów.

Póki co na rynku akcji kapitał zachodni o wartości ok 5 mld USD, który odpłynął w połowie marca z indyjskiego parkietu powodując tym samym spadek indeksu

SENSEX o ok. 32% stopniowo zostaje równoważony kapitałem rodzimych inwestorów indywidualnych. Podobnie, jak w innych krajach, nie bez znaczenia jest pomoc państwa, w Indiach głównie skierowana do farmerów (rolnictwo stanowi znacznie większy udział w PKB Indii aniżeli w innych krajach azjatyckich). Państwo otoczyło również podstawową opieką medyczną najbardziej grupy społeczne.

W naszej ocenie niepewność co do przyszłych relacji handlowych Azja (Chiny)– reszta

Polska

Nastroje na GPW w maju jak i na początku czerwca, podobnie jak na większości rynków zagranicznych, były wyjątkowo dobre.

Nastrojom rynkowym sprzyjały informacje o wartości przekazanych firmom środków z PFR (47,5 mld zł na dzień 9.06.2020) w ramach tarczy antykryzysowej oraz kolejne etapy znoszenia ograniczeń dla gospodarki: od 6 czerwca otwarte zostały na nowych warunkach centra sportu i rekreacji, teatry, kina, oraz zezwolono na odbywanie się imprezy masowe i wesela do 150 osób. Rząd uruchomił także wybrane lotnicze połączenia krajowe.

Poprawom nastrojów na GPW nie przeszkodziło nawet nieoczekiwane obniżenie 28 maja przez RPP, już po raz trzeci w reakcji na kryzys, głównej stopy procentowej, tym razem o 0,4 pp. do 0,1%, spowalaniając jedynie ruch do góry na akcjach sektora bankowego (szacowane niższe przychody sektora w tym roku z tytułu mniejszej marży depozytowo-kredytowej mogą sięgnąć ok. 2 mld zł).

Inwestorzy natomiast bardzo pozytywnie przyjęli program UE do walki ze skutkami koronawirusa, który w latach 2021-2027 ma wynieść 750 mld euro, z czego Polska otrzyma około 64 mld euro i będzie czwartym beneficjentem po Włoszech, Hiszpanii i Francji.

Inwestorów cieszyły również informacje z sektora energetycznego: realizowany blok w Ostrołęce nie zostanie oparty na węglu, jak początkowo zakładano, ale na bardziej przyjaznym środowisku gazie. Ponadto Komisja Europejska zmodyfikowała program przyspieszający krajom członkowskim osiągnięcie neutralności klimatycznej, zwiększając jego pulę z 7,5 do 40 mld euro.

świata będą istotnie wpływać na tempo powrotu na ścieżkę rozwoju tychże gospodarek. W rosnących cenach ropy typu Brent, miedzi jak i innych metali przemysłowych widać, że chińska gospodarka nabiera tempa, jednakże widmo dalszej odłony wojny handlowej z USA, czy zyskujące w krajach rozwiniętych postulaty powrotu do rodzimej produkcji artykułów dotychczas eksportowanych może utrudnić kiedykolwiek powrót gospodarek wschodzących na czele z azjatyckimi do tempa wzrostów z lat 2017-2019. (jw)

W jego nowym formacie Polska na ten cel miałaby otrzymać 8 mld euro (wzrost z początkowych 2 mld euro), a „aktywa węglowe” mogą zostać „zdjęte” z bilansów spółek energetycznych.

W łącznym rozrachunku w minionym miesiącu zyskiwały indeksy prawie wszystkich sektorów GPW, poza indeksami WIG-Nieruchomości oraz WIG-Telekomunikacja. Sektor bankowy (wzrost kursu o 0,6%) absorbuje kryzys związany z wirusem m. in. w postaci niemal zerowych stóp procentowych, czy odraczanych spłat kredytów. Ponadto giełdowe banki zapłacą w tym roku około 1,4 mld zł na fundusz przymusowej restrukturyzacji Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, a składkę tą musiały w całości rozliczyć w I kwartale.

Jednoczesnemu odbiciu na GPW w maju towarzyszyły mieszane oczekiwania odnośnie prognozowanych wyników spółek osiągniętych w najbliższych 12 miesiącach. Najmocniej inwestorzy przeszacowali w dół oczekiwania odnośnie sektora IT (-17,8% m/m) oraz chemicznego (-14% m/m). Z kolei najwyżej w górę rynek podniósł oczekiwania dla sektora nieruchomości, górniczego (+30,7% m/m), mediowego (+7,7% m/m) oraz paliwowego (+6,5% m/m). Na tym tle spodziewane wyniki spółek z indeksu WIG zostały obniżone o niespełna 2% m/m, a dla WIG20 zwiększyły się o ponad 1% m/m. W łącznym rozrachunku wskaźniki wycen oczekiwanych P/E (cena/zysk) wzrosły dla większości sektorów i indeksów GPW (poza nieruchomościami i górnictwem), co zmniejszyło ich atrakcyjność przez pryzmat tego wskaźnika. Jednym z najtańszych wycenianych sektorów na GPW jest WIG-Energia, którego oczekiwany P/E na najbliższe 12 miesięcy wynosi 5,5.

Całościowo w bieżącym miesiącu nie widzimy podstaw do zmiany naszego neutralnego nastawienia do akcji polskich, na równi z innymi rynkami wschodzącymi ogółem i wyższym aniżeli dla rynków rozwiniętych.

Bolączką polskiej giełdy przez całą dekadę była mała obecność w indeksach spółek wzrostowych (*growth*), a duży udział spółek zaliczanych do segmentu *value*, jak banki, energetyka, surowce, rafinerie. Paradoksalnie służy to jednak obecnie relatywnie lepszemu zachowaniu polskiej giełdy vs. rynki zagraniczne, w szczególności vs. rynek akcji w USA zdominowany przez spółki wzrostowe wysoko wyceniane.

Niemniej zwracamy uwagę, że w obliczu braku spółek wzrostowych z innych branż, popyt inwestorów detalicznych na GPW zogniskował się na stosunkowo niewielkiej liczbie emitentów zajmujących się produkcją gier, i poziom wycen na tym segmencie, zwłaszcza w relacji do bieżących zysków, doszedł do poziomów absurdalnie wysokich.

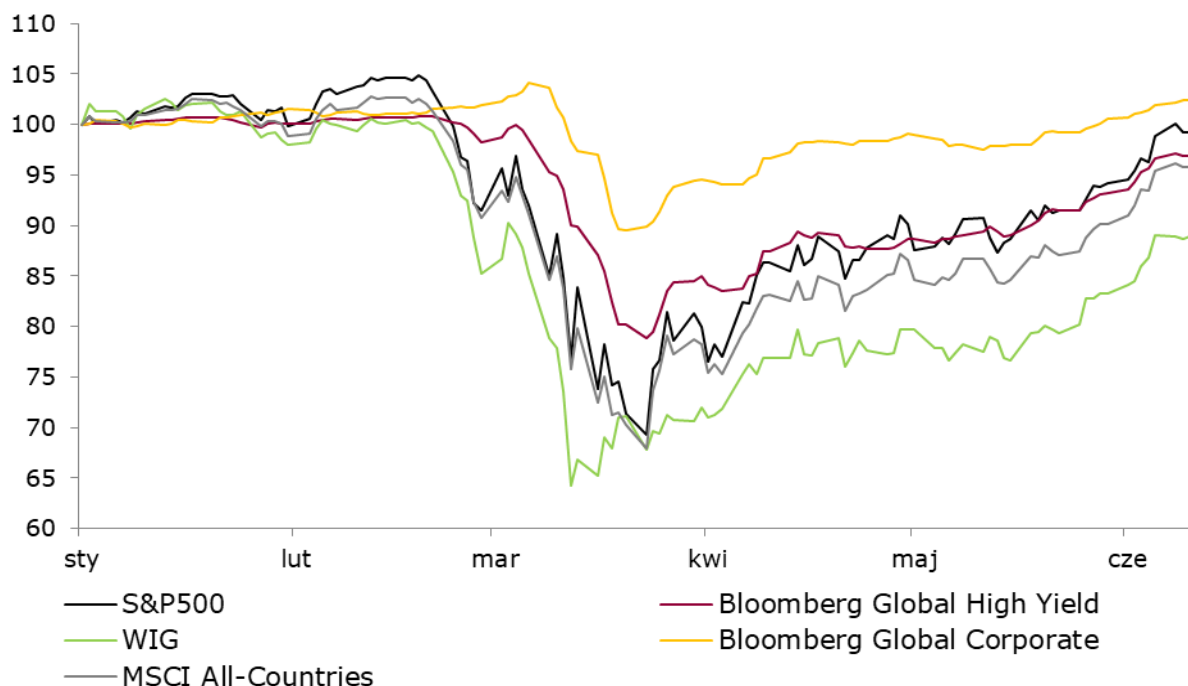
Podsumowując, spodziewamy się podtrzymania ostatnich tendencji na GPW w postaci lepszego zachowania spółek *value* vs *growth* (podobnie jak na świecie), nie przesądzając jednakże o kierunku ruchu tych

drugich. Należy mieć jednak na uwadze jak gwałtowne odbicie ma miejsce od marcowych dołków przy tak naprawdę małej ilości pozytywnych informacji gospodarczych czy wynikowych spółek.

Dlatego też w średnim terminie euforia inwestorów jest raczej mało wskazana, a zbliżający się okres wakacyjny sprzyjać będzie realizacji zysków przez szereg inwestorów, którzy na giełdzie pojawili się po raz pierwszy, w trakcie „lockdownu”. Dominujący udział w indeksach utrzymują podmioty finansowe i spółki Skarbu Państwa. Te pierwsze nie będą miały praktycznie możliwości wypłat dywidend w tym roku, i bardzo prawdopodobne, że w następnym (zalecenia KNF dotyczące wzmocnienia bazy kapitałowej). Z kolei spółki Skarbu Państwa zaangażowane są (także finansowo) w walkę z kryzysem wywołanym epidemią.

Kolejne etapy „otwierania” gospodarki zbiegają się z daleką od ustabilizowania sytuacją epidemiczną w naszym kraju (liczba zdiagnozowanych zachorowań w I dekadzie czerwca nie malała, tylko rosła, aczkolwiek w dużej mierze jest to efekt testowania przesiewowego w kopalniach, jak również nominalnie liczba zachorowań w Polsce pozostaje na niskich poziomach). (tk)

Indeks szerokiego rynku GPW WIG na tle indeksu akcji USA (S&P500), globalnego indeksu akcji MSCI, oraz indeksów zagranicznych obligacji korporacyjnych Bloomberg

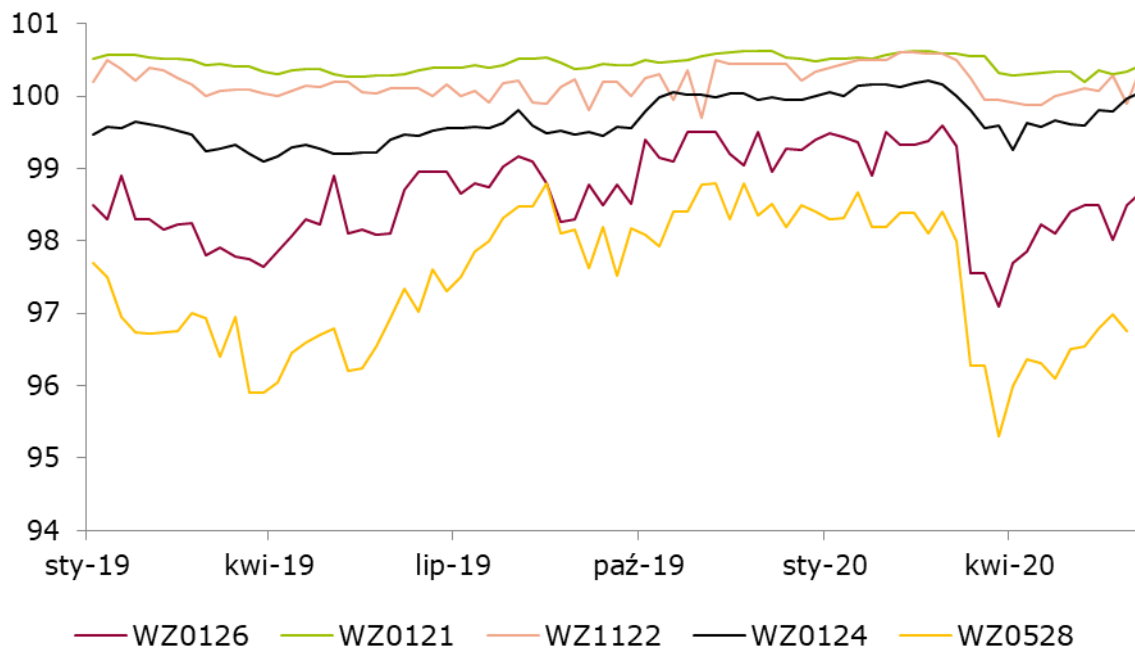


Obligacje

Obniżka stopy procentowej NBP z 28 maja o 0,4 pkt. proc. do 0,1 proc. była zaskoczeniem, ale nie zaszkodziła już wycenom zmiennokuponowych obligacji WZ (była antycypowana przez rynek), niemniej kupony jakie wypłacają te papiery, podobnie jak

wszystkich innych obligacji indeksowanych do WIBOR, a więc zdecydowanej większości obligacji korporacyjnych polskich emitentów, będą w kolejnych okresach odsetkowych niższe.

Notowania skarbowych obligacji zmiennokuponowych (WZ)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, ostatnie 4 cyfry nazw obligacji oznaczają odpowiednio numer miesiąca i roku zapadalności

Na świecie duży wpływ na notowania obligacji może mieć decyzja amerykańskiej Rezerwy Federalnej odnośnie kontroli krzywej dochodowości – jeśli się na nią zdecydowała, kolejny strumień dolarów popłynie w pogoni za rentownością, m.in. na rynki EM, ale także w obszarze długu korporacyjnego. W segmencie polskich obligacji krótkoterminowych rentowności są

już tak niskie, że racjonalne inwestowania płynnie głównie z czynników taktycznych (w oczekiwaniu na ewentualne atrakcyjniejsze stopy zwrotu w przyszłości). Część funduszy będzie też najprawdopodobniej podążała bardziej aktywną polityką inwestycyjną, co doprowadzi do dyspersji stóp zwrotu w grupie w zależności do trafności decyzji podejmowanych przez zarządzających.

Surowce

Wzrost apetytu na ryzyko na rynkach finansowych w naturalny sposób sprzyja realizacji zysków na złocie i aktywach powiązanych z jego ceną (akcje spółek producentów). Korekta jest jednak stosunkowo płaska, i wydaje się, że cena kruszczy będzie nadal skorelowana z faktyczną i antycypowaną skalą dodruku

pieniądza przez główne banki centralne.

Z kolei gwałtowne odreagowanie cen złota przypisać należy głównie wzrostowi apetytu na ryzyko na rynkach finansowych. Podaż nie zmniejszyła się na tyle, a popyt nie odbudował, ażeby monitorowane zapasy zaczęły spadać (w USA utrzymują się na najwyższych poziomach w historii). (zo)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów (wycena na 29.05.20)

AKCJE - regiony	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	4,1%	-0,6%	-6,8%	3,5%	9,8%	17,3%
MSCI World	USD	4,6%	0,3%	-6,3%	5,0%	12,4%	20,7%
MSCI Emerging Markets	USD	0,6%	-7,5%	-10,5%	-6,8%	-7,5%	-7,4%
MSCI EM Asia	USD	-0,5%	-4,3%	-5,2%	0,8%	-0,6%	0,7%
MSCI EM Latin America	USD	6,2%	-26,4%	-33,2%	-33,9%	-29,9%	-28,9%
MSCI EM Europe	USD	7,9%	-8,0%	-19,3%	-14,7%	0,6%	1,8%
MSCI Poland	USD	4,6%	-4,0%	-21,1%	-25,3%	-26,5%	-31,6%
MSCI Frontier Markets	USD	5,4%	-14,2%	-15,8%	-14,0%	-15,8%	-18,4%
S&P500 - USA	USD	4,5%	3,0%	-3,1%	10,6%	26,2%	44,5%
Russell 2000	USD	6,4%	-5,6%	-14,2%	-4,9%	1,7%	11,8%
MSCI Europe	EUR	2,6%	-7,3%	-14,8%	-6,3%	-11,4%	-14,1%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	3,0%	-6,7%	-14,0%	-5,1%	-10,2%	-12,4%
DAX - Niemcy	EUR	6,7%	-2,6%	-12,5%	-1,2%	-8,2%	1,5%
CAC40 - Francja	EUR	2,7%	-11,6%	-20,5%	-9,8%	-11,1%	-6,2%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	2,5%	-18,6%	-24,1%	-21,2%	-34,8%	-36,7%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	2,9%	-17,2%	-21,8%	-8,1%	-12,2%	-22,5%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	3,0%	-7,7%	-17,3%	-15,2%	-19,2%	-13,0%
FTSE Nordic 30	SEK	2,8%	-0,6%	-1,2%	7,0%	7,7%	2,9%
Nikkei - Japonia	JPY	8,3%	3,5%	-6,1%	6,2%	11,3%	6,4%
TOPIX - Japonia	JPY	6,8%	3,5%	-8,0%	3,4%	20,7%	-6,6%
MSCI China	HKD	-0,8%	-2,1%	1,5%	8,8%	12,4%	0,6%
Hang Seng China Enterprise	HKD	-6,6%	-12,1%	-12,8%	-14,6%	-10,5%	-16,3%
Kospi - Korea Płd	KRW	4,9%	2,1%	-2,8%	-0,6%	-13,5%	-4,0%
SENSEX - Indie	INR	-3,8%	-15,3%	-20,5%	-18,4%	4,1%	16,5%
XU100 - Turcja	TRY	4,4%	-0,4%	-1,3%	16,5%	8,2%	27,2%
RTS- Rosja	USD	8,4%	-6,1%	-15,2%	-5,2%	15,8%	25,9%
BOVESPA - Brazylia	BRL	8,6%	-16,1%	-19,2%	-9,9%	39,4%	65,7%
WIG	PLN	4,4%	-2,3%	-16,3%	-16,9%	-19,9%	-13,3%
AKCJE - segmenty	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	6,4%	-5,0%	-13,1%	-4,9%	-2,3%	5,7%
MSCI ACWI Large Cap	USD	3,7%	-0,2%	-6,1%	4,5%	11,5%	19,1%
WIG20	PLN	4,5%	-2,6%	-20,2%	-23,1%	-24,5%	-29,3%
WIG20 total return	PLN	4,5%	-2,5%	-20,1%	-20,9%	-18,8%	-19,4%
mWIG40	PLN	2,5%	-6,2%	-11,3%	-15,0%	-30,0%	-12,7%
sWIG80	PLN	6,2%	7,0%	5,7%	7,4%	-23,3%	-9,6%
AKCJE - sektory	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	3,9%	11,3%	5,4%	21,4%	31,9%	29,0%
MSCI World Energy	USD	0,5%	-17,9%	-33,0%	-33,9%	-36,7%	-46,0%
MSCI World Financials	USD	1,9%	-15,5%	-24,0%	-15,5%	-15,7%	-11,7%
MSCI World Metals&Mining	USD	5,8%	8,9%	-4,6%	0,5%	8,9%	0,7%
MSCI World Industrials	USD	6,1%	-6,1%	-15,1%	-4,4%	-1,3%	13,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	5,9%	5,6%	-0,9%	10,5%	22,6%	34,3%
MSCI World Consumer Staples	USD	1,8%	2,0%	-5,4%	2,0%	-0,3%	13,5%
MSCI World IT	USD	7,5%	10,7%	10,1%	33,3%	70,1%	121,0%
Nasdaq	USD	6,8%	10,8%	9,5%	27,3%	53,1%	87,2%
Nasdaq100	USD	6,2%	12,9%	13,7%	34,1%	65,1%	112,0%
Eurostoxx Banks	EUR	4,3%	-31,7%	-38,3%	-33,4%	-55,7%	-62,6%
WIG-Energia	PLN	9,3%	9,1%	-30,2%	-31,5%	-46,8%	-67,3%
WIG-Banki	PLN	0,6%	-32,5%	-41,3%	-47,0%	-46,5%	-48,3%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	6,4%	7,7%	4,3%	19,0%	36,7%	51,7%
MSCI World Value	USD	2,5%	-7,7%	-17,0%	-8,8%	-9,3%	-5,7%

SUROWCE	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	33,7%	-23,9%	-34,6%	-35,9%	-27,7%	-49,7%
Miedź	USD	3,0%	-4,7%	-8,2%	-8,1%	-6,0%	-11,1%
Aluminium	USD	4,6%	-9,0%	-14,8%	-13,9%	-20,7%	-10,2%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-0,9%	-9,6%	-10,9%	-14,9%	-27,5%	-33,0%
Rudy żelaza	USD	10,4%	7,0%	9,3%	-6,3%	52,4%	
Węgiel koksujący	USD	5,0%	-26,2%	-26,0%	-38,2%	-14,9%	
Złoto	USD	2,6%	9,1%	18,2%	32,5%	36,4%	45,3%
Srebro	USD	19,3%	7,2%	4,9%	22,4%	3,1%	6,7%
TR/Jefferies Commodity Index	USD	12,8%	-17,1%	-25,1%	-24,6%	-26,4%	-40,7%
OBLIGACJE	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	0,0%	0,4%	3,2%	5,6%	10,5%	18,1%
USD Korporacyjne IG	USD	1,6%	-0,7%	3,3%	10,0%	18,3%	27,8%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,2%	-3,2%	-2,5%	-0,2%	3,5%	8,7%
USD Korporacyjne HY	USD	4,4%	-3,4%	-2,8%	1,3%	9,4%	23,3%
EUR Korporacyjne HY	EUR	2,3%	-6,1%	-6,6%	-1,7%	2,3%	10,5%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	1,1%	-2,5%	-1,5%	3,5%	6,4%	12,7%
EM skarbowe w USD	USD	5,8%	-5,4%	-2,6%	1,2%	6,3%	21,6%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	1,4%	4,0%	5,3%	8,4%	17,8%	24,0%
POZOSTAŁE	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	1,3%	0,7%	0,8%	-0,6%	-1,3%	1,0%
EUR/PLN	PLN	-2,2%	2,8%	3,0%	3,9%	6,4%	8,2%
CHF/PLN	PLN	-3,1%	2,5%	6,4%	8,8%	8,4%	4,8%
USD/PLN	PLN	-3,4%	2,1%	2,3%	4,5%	7,7%	7,1%
Bloomberg USD Index	USD	-1,2%	1,5%	1,6%	1,8%	2,5%	3,0%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,2%	-3,1%	-3,6%	-2,8%	-1,7%	0,6%
JP Morgan EM Currency Index	USD	2,1%	-6,1%	-9,0%	-11,3%	-20,6%	-26,9%
Europe REITS	EUR	-4,3%	-31,5%	-38,1%	-30,1%	-35,5%	
US REIT's	USD	0,0%	-16,0%	-23,0%	-17,7%	-12,3%	-8,1%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	8,2%	16,3%	19,0%	81,6%	108,1%	144,0%
Amazon	USD	-1,3%	29,7%	35,6%	37,6%	145,6%	469,0%
Alphabet (Google)	USD	6,4%	7,0%	9,9%	29,6%	45,2%	162,9%
Microsoft	USD	2,3%	13,1%	21,1%	48,2%	162,4%	291,1%
Facebook	USD	10,0%	16,9%	11,6%	26,8%	48,6%	184,2%
Netflix	USD	0,0%	13,7%	33,4%	22,3%	157,4%	370,8%
Tesla	USD	6,8%	25,0%	153,1%	351,0%	144,9%	232,9%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Maj	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	0,7%	7,0%	-4,7%	9,5%	-1,9%	15,0%
Roche	CHF	-0,8%	7,4%	7,9%	26,5%	25,2%	20,5%
ASML	EUR	8,2%	18,1%	18,6%	73,0%	149,3%	187,9%
Nestle	CHF	1,9%	5,1%	-0,1%	4,3%	25,7%	42,5%
Novartis	CHF	0,9%	2,2%	-9,8%	-3,6%	18,4%	-2,7%
Novo Nordisk	DKK	0,4%	10,2%	14,4%		55,0%	15,0%
L'Oreal	EUR	-1,3%	8,7%	1,2%	8,9%	37,5%	52,3%
LVMH	EUR	6,4%	1,1%	-7,9%	10,8%	65,1%	131,3%
Astrazeneca	GBP	3,1%	26,3%	15,0%	47,1%	63,9%	96,2%
SAP	EUR	6,0%	3,8%	-6,9%	4,3%	20,2%	70,6%
Sanofi	EUR	-1,9%	4,3%	3,6%	21,2%	-0,7%	-1,8%

Źródło: Bloomberg, * 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, XIII 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.