



**ALIOR  
BANK**

**BIURO MAKLERSKIE**

# LOKOMOTYWA FED A "NOWA NORMALNOŚĆ"

## **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. Data Science

**Akcje, obligacje, surowce**  
Komentarz do wydarzeń rynkowych  
Lipiec 2020



W połowie czerwca amerykański bank centralny (Fed) ogłosił, że na rynku obligacji korporacyjnych aktywny jest po stronie zakupowej już nie tylko poprzez ETF-y, tak jak od marca, ale również inwestując bezpośrednio w poszczególne serie papierów poszczególnych emitentów. W ramach Secondary Market Corporate Credit Facility wydaje na ten cel do września z puli 750 mld USD<sup>1</sup>. Co to oznacza dla inwestorów? Dla dotychczasowych - dalsze, już niemal całkowite (*patrz* Wykres na str. 11), odrobienie strat po marcowej wyprzedaży, dla nowych – mniejsze rentowności przy wyższym ryzyku inwestycyjnym. Bank centralny decyduje się na takie kroki w celu obniżenia kosztów finansowania się spółek i opóźnienia lub zmniejszenia (ale nie całkowitego zaniechania) skali bankructw.

Także w Polsce, nie tyle bank centralny, co inwestycyjne ramię rządu – jakim jest Polski Fundusz Rozwoju deklarowało wsparcie płynności na rynku wtórnym obligacji korporacyjnych, nie wydając jednak ani złotych. Wysoka nadpłynność krajowego sektora bankowego, aktywny NBP skupujący obligacje skarbowe, ale także większość „koronaobligacji” emitowanych przez BGK oraz powrót dodatniego salda napływów do funduszy dłużnych już w maju, wpłynęły samoistnie na stabilizację sytuacji. Warto jednak dodać, że dopiero w czerwcu widać było pierwsze znaczące aktywności na rynku wtórnym, podczas gdy na rynkach zachodnich ostatnie miesiące to rekordowe emisje „korporatów” na rynkach pierwotnych i zbudowanie buforów finansowych przez spółki na dalszą część roku.

Jak zwracaliśmy uwagę w poprzednich wydaniach „Nawigatora”, aktywność banków centralnych, ale także rządów (w zakresie programów pomocowych) jest kluczowa w odbudowaniu optymizmu inwestorów i wzrostu obok długu korporacyjnego a w zasadzie nawet w pierwszej kolejności, podstawowych aktywów inkorporujących w sobie ryzyko inwestycyjne, jakim są akcje.

Jednocześnie nawet pomimo znoszenia ograniczeń powirusowych, aktywność gospodarcza odbudowuje się bardzo powoli i z głównych światowych gospodarek, poza chińską czy koreańską, nie przewiduje się obecnie (MFW) powrotu koniunktury (wielkości PKB) z 2019 roku wcześniej aniżeli

w 2022 r. i to przy optymistycznym założeniu braku dotkliwej tzw. II fazy zakażeń Covid-19.

Zarówno liczba zdiagnozowanych chorych, jak i osób zmarłych z wirusem od czerwca z powrotem rośnie w skali globalnej (spada jednak śmiertelność, co nie powoduje już powrotu do obostrzeń z początkowej fazy epidemii), jednakże ciężar przypadków przesunął się zdecydowanie z krajów rozwiniętych (wyjątek stanowią jeszcze USA) do krajów rozwijających się (za wyjątkiem Chin, Korei czy Tajwanu, gdzie sytuacja najwcześniej została opanowana), o słabszym poziomie służby zdrowia

Zarówno w gospodarce, jak i na rynkach finansowych mamy zatem do czynienia z postwirusową „nową normalnością”. W gospodarce objawia się to:

- mocno ograniczonym ruchem turystycznym i biznesowym
- mniejszą skłonnością do odwiedzania centrum handlowych
- spadkami sprzedaży dóbr trwałych (inwestycyjnych), zwłaszcza samochodów
- spadkiem wymiany handlowej (jednoczesny spadek importu i eksportu)

Jednocześnie na rynkach finansowych można skonstatować kształtowanie się nowej normalności: niskich stóp procentowych (Fed zapowiedział ich utrzymanie do końca 2022 roku, z retoryki członków Rady Polityki Pieniężnej można wysnuwać podobny horyzont funkcjonowania „zerowych” stóp procentowych także w Polsce) i podwyższonej zmienności, gdyż nie ulega wątpliwości, iż po tak gwałtownych wzrostach na szeregu klas aktywów od marca (w USA indeks spółek technologicznych Nasdaq, w Polsce subindeks spółek producentów gier WIG-Games), prędzej czy później nastąpić będzie musiała dotkliwa korekta.

Póki co najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na przyszłość pozostaje nadal akomodacyjna (skupu aktywów i zerowych stóp procentowych) polityka banków centralnych, a której efektem ubocznym może być też dalszy wzrost cen złota. Dolarowa cena kruszcu stabilizowała się w okresie kwiecień maj w okolicy poziomu 1700, by na przełomie czerwca i lipca przez chwilę przekroczyć 1800 USD – najwyżej od 2011 roku dla inwestorów amerykańskich i ponad 1000 zł drożej za uncję dla inwestorów krajowych od ówczesnego rekordu wszechczasów.

<sup>1</sup>Całkowita wartość amerykańskiego długu korporacyjnego, a więc bez obligacji hipotecznych czy municypalnych to ponad 10 bln USD (10 tysięcy miliardów, z czego ok. 2 bln stanowi dług high-yield - poniżej ratingu inwestycyjnego). Ok. drugie tyle, czyli już powyżej rocznego PKB USA, warte są wyemitowane amerykańskie obligacje skarbowe, tzw. Treasuries).

## Opis sytuacji gospodarczej

Tematem przewodnim wśród ekonomistów obecnie jest kształt odbudowy koniunktury po zapaści spowodowanej wirusem. W Europie, w tym również w Polsce, wprowadzane w marcu i kwietniu restrykcje zostały już w większości zniesione, granice w ramach strefy Schengen są otwierane, a przyrost nowych przypadków Covid-19 wydaje się być pod kontrolą. Nieco odmiennie sytuacja wygląda w USA, gdzie po okresie znacznej poprawy nastąpił ponowny silny wzrost zarażeń wirusem, a obszary najbardziej dotknięte ponownie wprowadzają obostrzenia.

W ujęciu globalnym pandemia wciąż jest na fali wznoszącej głównie za sprawą USA oraz wysoko zaludnionych krajów takich jak Indie czy Brazylia. Jednocześnie wycofanie z „lockdownów” w krajach rozwiniętych oraz Chinach znacząco poprawia sytuację gospodarczą. Koniunktura pozostaje jednak wciąż zdecydowanie poniżej poziomów przed kryzysowych.

Wprowadzane powszechnie w „świecie zachodu” pakiety pomocowe przynoszą efekty, a w niektórych przypadkach tempo odbudowy nastrojów konsumenckich pozytywnie zaskakuje, czego przykładem są Niemcy, gdzie sprzedaż detaliczna w maju „wystrzeliła” i rosła o blisko 4% r/r – zdecydowanie powyżej oczekiwań. Żwawiej na zakupy w maju ruszyli również konsumenci amerykańscy – sprzedaż detaliczna spadła zaledwie o ok. 6% r/r po blisko 20-procentowych spadkach miesiąc wcześniej.

W czerwcu wyraźną poprawę w sektorze usług oraz przetwórstwa w strefie euro w czerwcu sugerują wskaźniki wyprzedzające koniunktury PMI. Na czoło wybija się tutaj Francja. Szybciej od oczekiwań do formy wydają się również wracać Stany, za czym przemawiają wspomniane wcześniej PMI oraz istotna poprawa na rynku pracy już w maju. W krajach rozwiniętych jedynie w USA w czerwcu widać nieco przyhamowane tempo odbudowy koniunktury, czego przyczyną mogło być wspomniane zwiększenie

zdiagnozowanych chorych na Covid-19.

W danych makroekonomicznych z Polski pozytywne niespodzianki również związane są przede wszystkim z zachowaniem konsumentów. Sprzedaż detaliczna w maju spadła o ponad 7% r/r, ale to zdecydowanie lepszy wynik od konsensusu oczekiwań oraz prognoz własnych Alior Banku (podobnie powinien wyglądać odczyt za cały 2 kw.). Nie zmienia to jednak na razie oczekiwań co do dynamiki PKB w 2 kwartale, która w ujęciu r/r wykazać może dwucyfrowe spadki.

Jest również za wcześnie, aby mówić o istotnym pozytywnym wpływie na całoroczny wynik PKB, który w naszej ocenie spadnie o 4,2%. Efekt pozytywnych niespodzianek po stronie konsumpcji może być przejściowy i związany m.in. z odłożonym popytem, czemu sprzyja również sezon wakacyjny. W późniejszym okresie do głosu mogą dojść realia kryzysu i bądź co bądź utrzymującego się ryzyka epidemicznego. Poza tym silniejsza od oczekiwań konsumpcja może być przesłonięta przez gorsze wyniki wymiany handlowej oraz słabe inwestycje przedsiębiorstw. Niemniej wpływające dane wysokiej częstotliwości sugerują, iż fazę pogarszających się perspektyw dla krajowej gospodarki mamy raczej za sobą.

Pozytywnym aspektem krajowej koniunktury pozostaje rynek pracy wspomagany przez osłonowe działanie Tarczy Antykryzysowej. Stopa bezrobocia rejestrowanego rośnie wyraźnie wolniej od oczekiwań i wygląda na to, że jest to trwałe zjawisko.

Jeśli zaś chodzi o inflację wzrost cen w czerwcu przyspieszył do 3,3% r/r z 2,9% r/r w maju. RPP w naszej ocenie nie zmieni jednak stóp, gdyż po pierwsze priorytetem obecnie jest wspomaganie wzrostu gospodarczego, a po drugie jest mało prawdopodobne, aby inflacja CPI wybiła się trwale z przedziału, w który celuje Rada (1,5 – 3,5%). (js)

**Prognozy gospodarcze dla Polski**

	2018	2019	2020P	2021P
<b>Wzrost gospodarczy</b>				
PKB (realna zmiana)	5,1	4,1	-4,2	3,8
Inwestycje (realna zmiana %)	8,7	7,2	-8,3	5,8
Konsumpcja prywatna (realna zmiana w %)	4,5	3,9	-4,9	4,8
<b>Ceny i płace</b>				
Inflacja CPI - koniec okresu	1,1	3,4	2,3	2,8
<b>Rynek pracy</b>				
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,8	5,2	8,0	6,8
<b>Stopy procentowe</b>				
Stopa bazowa NBP - koniec roku (%)	1,50	1,50	0,10	0,10

Źródło: Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Banku z dnia 1.07.2020 r.

**Wskaźniki PMI sektora przemysłowego – odczyty miesięczne za 5 ostatnich lat**

	2020-06	2019-06	2018-06	2017-06	2016-06
<b>Polska</b>	47,2 40,6 32 42 48 47 48 47 46 48 49 47	48 49 49 48 48 48 48 50 50 51 51 53	54 53 54 54 54 55 55 54 53 53 52	53 53 54 54 54 55 54 52 50 52 52 50	52 52 51 54 53 51 52 52 51 51 55
Szwecja	47,3 40,0 36 43 53 52 48 46 46 46 52 52	52 53 51 53 53 52 52 55 55 55 53 57	54 56 55 56 60 57 60 63 59 64 55 60	62 59 63 65 61 62 60 57 58 55 51 55	53 54 54 53 52 55 56 55 53 53 53 55
Czechy	44,9 39,6 35 41 47 45 44 44 45 45 45 43	46 47 47 47 49 49 50 52 53 53 55 55	57 57 57 57 59 60 60 59 59 57 55 55	56 56 58 58 58 56 54 52 53 52 50 49	52 53 54 54 56 57 56 54 54 56 57 58
Węgry	47,0 40,7 34 20 50 52 54 53 52 52 53 51	54 58 55 53 56 55 54 53 57 54 56 53	53 55 53 57 57 61 61 59 58 59 57 54 57	62 56 56 59 57 53 56 57 57 52 54	51 52 52 52 55 53 50 56 55 56 51 50
Rosja	49,4 36,2 31 48 48 48 48 46 47 46 49 49	49 50 52 53 50 51 52 53 51 50 49 48	50 50 51 51 50 52 52 52 51 52 52 53	50 52 52 53 55 54 54 54 52 51 51 50	52 50 48 49 50 49 50 50 49 48 48
Turcja	53,9 40,9 33 48 52 51 50 50 49 50 48 47	48 45 47 47 46 44 44 45 44 43 46 49	47 46 49 52 56 56 55 53 53 54 55 54	55 54 52 52 50 49 48 49 50 48 47 48	47 49 49 49 50 51 52 51 50 49 49 50
Brazylia	51,6 38,3 36 48 52 51 50 53 52 53 53 50	51 50 52 53 53 53 53 53 51 51 51 51	50 51 52 53 53 51 52 54 51 51 51 50	51 52 50 50 47 44 45 46 46 46 46 46	43 42 43 46 45 47 46 44 44 47 46 47
Meksyk	38,6 38,2 35 48 50 49 47 48 50 49 49 50	49 50 50 50 53 51 50 50 51 52 51 52	52 51 52 52 52 53 52 49 53 52 51	52 51 51 52 51 51 50 51 52 52 51 51	51 54 52 53 53 52 52 53 53 52 52 53
Norwegia	48,9 44,9 43 41 52 51 55 54 55 52 54 49	51 54 54 56 56 58 56 56 56 61 49	49 56 56 55 57 58 58 57 55 52 55 58	56 54 55 55 53 52 52 48 52 53 50 54	54 52 49 47 48 49 47 48 48 48 44 45
Irlandia	51,0 39,2 36 45 51 51 50 50 51 49 49 49	50 50 53 54 54 53 55 55 55 56 58 56	57 55 55 54 56 58 59 58 54 55 56 55	56 56 55 54 54 56 56 54 52 51 52 50	53 52 53 55 53 54 54 53 54 54 51 52
Austria	46,5 40,4 32 46 50 49 46 46 46 45 48 47	48 48 49 50 52 53 54 55 54 55 56 57	57 57 58 58 59 61 64 62 59 59 61 60	61 58 58 57 57 57 55 55 54 54 52 53	55 52 52 53 52 51 51 51 53 53 51 52
Grecja	49,4 41,1 30 43 56 54 54 54 54 55 55 55	52 54 57 55 54 54 54 54 53 54 54 54	54 54 53 55 56 55 53 52 52 53 52 51	51 50 48 47 48 47 49 48 49 49 50 49	50 48 50 49 48 50 50 48 47 43 39 30
Hiszpania	49,0 38,3 31 46 50 49 47 48 47 48 49 48	48 50 52 51 50 52 51 53 52 51 53 53	53 53 54 55 56 55 56 56 56 54 52 54	55 55 55 54 55 56 55 55 53 52 51 51	52 52 54 53 54 55 53 53 51 52 53 54
Włochy	47,5 45,4 31 40 49 49 46 48 48 48 49 49	48 50 49 47 48 48 49 49 49 50 50 52	53 53 54 55 57 59 57 58 58 56 56 55	55 55 56 56 55 53 53 52 51 51 50 51	54 52 54 54 52 53 56 55 54 53 54 55
Francja	52,3 40,6 32 43 50 51 50 52 51 50 51 50	52 51 50 50 52 51 50 51 51 53 54 53	53 54 54 54 56 58 59 58 56 56 56 55	55 54 55 53 52 54 54 52 52 50 48 49	48 48 48 50 50 51 51 51 51 48 50
Niemcy	45,2 36,6 35 45 48 45 44 44 42 42 44 43	45 44 44 44 48 50 52 52 52 54 56 57	56 57 58 58 61 61 63 63 61 61 59 58	60 58 58 57 56 56 54 55 54 54 54 54	55 52 52 51 51 52 53 53 52 52 53 52
<b>strefa euro</b>	47,4 39,4 33 45 49 48 46 47 46 46 47 47	48 48 48 48 49 51 51 52 52 53 55 55	55 56 56 57 59 60 61 60 59 58 57 57	57 57 57 56 55 55 54 54 53 52 52 52	53 52 52 51 52 53 53 52 52 52 52 52
UK	50,1 40,7 33 48 52 50 48 49 50 48 47 48	48 49 53 55 52 53 54 54 51 54 53 54	54 54 54 55 55 55 56 58 57 56 57 55	54 56 57 54 55 56 56 54 54 56 53 48	52 50 49 51 51 53 52 53 55 52 52 52
USA	49,8 39,8 36 49 51 52 52 53 51 51 50 50	51 51 53 52 53 55 54 55 56 56 55 55	55 56 57 56 55 56 55 54 55 53 53 53	52 53 53 53 54 55 54 54 53 52 52 53	51 51 51 52 51 52 51 53 54 53 53 54
Japonia	40,1 38,4 42 45 48 49 48 49 48 49 49 49	49 50 50 49 49 50 53 52 53 53 53 52	53 53 54 53 54 55 54 54 53 53 52 52	52 53 53 52 53 53 52 51 51 50 50 49	48 48 48 49 50 52 53 53 52 51 52 51
Chiny	51,2 50,7 49 50 40 51 52 52 52 51 50 50	49 50 50 51 50 48 50 50 50 50 51 51	51 51 51 51 52 52 52 51 51 51 52 51	50 50 50 51 52 51 52 51 51 50 50 51	49 49 49 50 48 48 48 49 48 47 47 48
Korea	43,4 41,3 42 44 49 50 50 49 48 48 49 47	48 48 50 49 47 48 50 49 51 51 50 48	50 49 48 49 50 51 50 51 50 51 50 49	50 49 48 49 49 49 48 48 48 48 49 50	51 50 50 50 49 50 51 49 49 48 48 48
Tajwan	46,2 41,9 42 50 50 52 51 50 50 50 48 48	46 48 48 49 46 48 48 48 49 51 53 53	55 53 55 55 56 57 57 56 54 54 54 54	53 53 54 56 55 56 55 53 52 52 51	51 49 50 51 49 51 52 50 48 47 46 47
Indonezja	39,1 28,8 28 45 52 49 50 48 48 49 49 50	51 52 50 51 50 50 51 50 51 51 52 51	50 52 52 51 51 50 49 50 50 50 51 49	50 51 51 51 49 50 49 50 49 51 50 48	52 51 51 51 49 49 48 47 48 47 48 47
Australia	51,5 41,6 36 54 44 45 48 48 52 55 53 51	49 53 55 51 54 53 50 51 58 59 57 52 57			
Indie	47,2 30,8 27 52 55 55 53 51 51 51 51 53	52 53 52 53 54 54 53 54 53 52 52 52	53 51 52 51 52 52 55 53 50 51 51 48	51 52 53 53 51 50 50 52 54 52 53 52	52 51 51 52 51 51 49 50 51 51 52 53

Źródło: Trading Economics; opracowanie własne; objaśnienie: 50 pkt. rozgranicza rozwój od spowolnienia, najnowsze odczyty od lewej strony

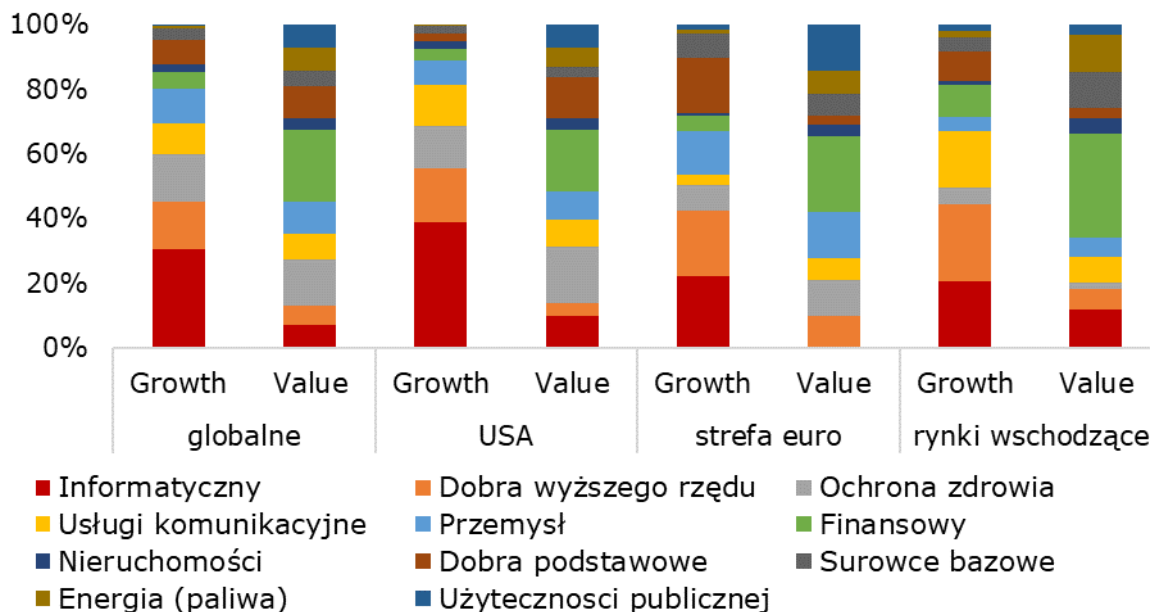
# Akcje

## Rynki rozwinięte ogółem

W czerwcu akcje głównych rynków rozwiniętych, mierzone szerokimi indeksami kontynuowały zwyżkę, przy zdecydowanie lepszym zachowaniu akcji zachodnioeuropejskich - Eurostoxx 600 +4,6% w porównaniu z amerykańskimi S&P 500 (+1,8%). Wśród akcji europejskich największe wzrosty odnotowały spółki powiązane z segmentem IT, głównie producenci sprzętu elektronicznego - przeważnie półprzewodników. Ale też wysokie stopy zwrotu udało się osiągnąć akcjom wielu europejskich banków. Na fali oczekiwanego ożywienia i związanego z tym większego popytu na szereg półproduktów do dalszego

przetwarzania, zyskiwali producenci materiałów budowlanych, chemicznych oraz spółki wydobywcze. W Stanach Zjednoczonych wyraźnie ponad pozostałe segmenty wyróżniały się także akcje producentów sprzętu komputerowego, również półprzewodników. Ale skala zwyżek, również w tym segmencie była zdecydowanie niższa w porównaniu do akcji zachodnioeuropejskich. Również i tutaj ponadprzeciętnym powodzeniem (porównując do innych sektorów) cieszyli się producenci surowców i półproduktów do dalszego przetworzenia.

**Kompozycja sektorowa indeksów MSCI spółek growth i value**



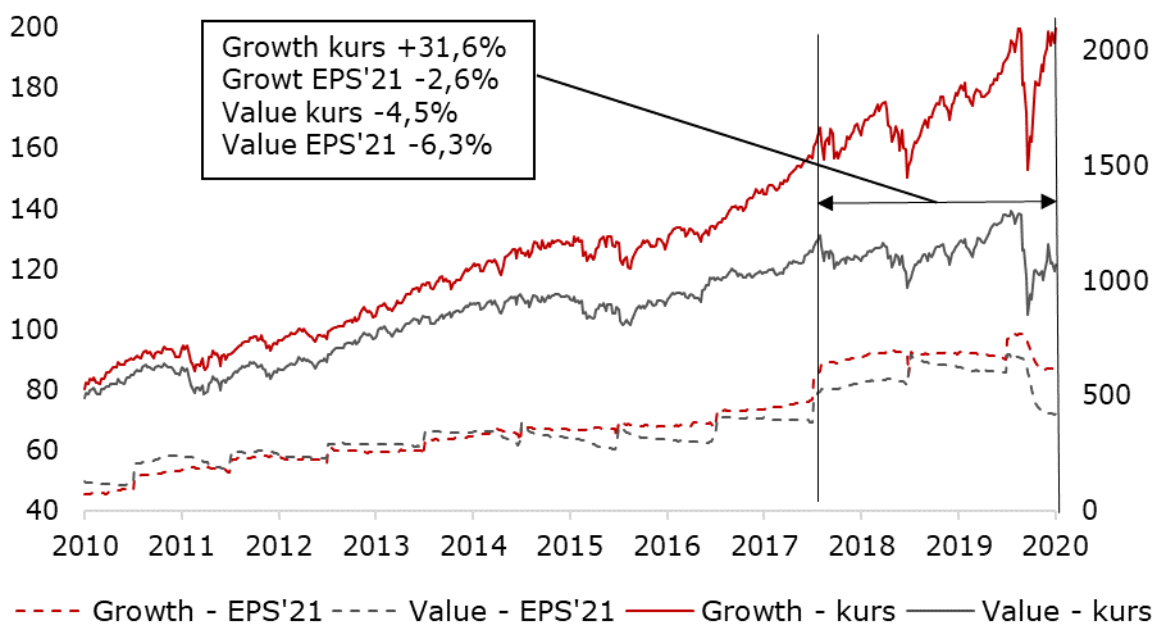
Źródło: MSCI

W odniesieniu do globalnego rynku akcji prym nadal wiodą tzw. spółki wzrostowe o stosunkowo wysokich wycenach, ale również imponujących prognozach wzrostu przychodów oraz zysków. Analizując skład indeksów do spółek wzrostowych są przyporządkowane głównie podmioty operujące w segmencie IT, zarówno producenci sprzętu jak również oprogramowania (rozrywkowego i użytkowego). Na kolejnej pozycji są producenci i sprzedawcy dóbr wyższego rzędu, przy czym w tej kategorii mogą być zarówno giganci internetowej sprzedaży jak Amazon oraz producenci dóbr luksusowych Louis Vuitton lub odzieży sportowej. Kolejna kategoria to spółki ochrony zdrowia, ale to bardziej spółki biotechnologiczne, nowoczesna diagnostyka obrazowa, producenci nowych cząstek do leków. Osobną kategorię stanowią dostawcy usług internetowych (komunikacyjnych) jak Alphabet lub Facebook, a także dostawcy treści

internetowych np. Netflix. W zależności od regionu, USA lub strefa euro, proporcje sektorowe mogą się istotnie różnić. W strefie euro pojawiają się spółki przemysłu precyzyjnego. Do grupy spółek typu value należą przede wszystkim duże podmioty o mocnych bilansach, stosunkowo nisko wyceniane, z wysokimi stopami dywidendy i stabilnymi przychodami i zyskami.

W odróżnieniu do kategorii spółek wzrostowych tutaj dominujący udział ma sektor finansowy, głównie banki i ubezpieczyciele. Spółki IT odgrywają tutaj mniejszą rolę, natomiast na często wyższym poziomie (zwłaszcza dla rynków rozwiniętych) jest reprezentowana ochrona zdrowia, którą tutaj tworzą przeważnie najwięksi producenci leków (tzw. big pharma). Na zdecydowanie wyższym poziomie w porównaniu ze spółkami wzrostowymi jest sektor użyteczności publicznej.

**Wykres indeksów S&P500 dla spółek typu growth i value oraz prognozowany zysk na akcję dla następnego roku. W tabeli okres od końca stycznia 2018 do lipca 2020**



Źródło: Bloomberg

Dotychczas dla spółek wzrostowych ich wysokie wyceny znajdowały oparcie właśnie w potencjale przyszłego wzrostu zysków. Iloraz prognozowanego wskaźnika P/E do prognozowanego wzrostu zysków, mimo wyraźnie wyższego P/E dla spółek wzrostowych, jest na poziomie tzw. spółek value, które mają niższy wskaźnik P/E, ale jednocześnie prognozowany wzrost zysków jest także mniejszy. Jednocześnie spółki wzrostowe mają przewagę pod względem korzystniejszych parametrów zadłużenia (dług / EBITDA).

Jednak pojawia się mocna rysa w postaci relatywnie wysokich wycen w porównaniu do danych historycznych. Wskaźnik P/E dla indeksu S&P 500 Growth Index nawet w ujęciu prognozowanym na koniec 2021r. (w 2020r. na skutek bardzo słabego I półrocza jest szacowany mocny spadek zysków) jest na poziomie najwyższym od ponad 15 lat. Prognozowany obecnie zysk na akcję na koniec przyszłego roku (88 USD) odpowiada mniej więcej prognozom z końca stycznia 2018 na koniec 2019r., a jednak wówczas kurs S&P500 Growth Index był o blisko 25% niższy w porównaniu do bieżących notowań. Należy jeszcze wspomnieć, że prognozy nie zostały zrealizowane, i faktycznie dowieziony wynik był o blisko 20% niższy.

W przypadku spółek typu value (S&P500 Value Index) bieżący poziom wskaźnika P/E

na koniec 2021 jest na poziomie zbliżonym do tego sprzed ponad dwóch lat. Prognozy zysku na przyszły rok są niższe od tych z początku 2018 na koniec 2019, ale również kurs indeksu jest adekwatnie niższy. Uważamy więc, że dla spółek growth bieżący poziom wycen istotnie przekracza potencjał wzrostu zysków w okresie najbliższych kilku kwartałów co determinuje do realokacji kapitału z tej grupy spółek. Jako jeden z kierunków tej zmiany nadal wskazujemy na spółki value, naszym zdaniem sprawliwiej wyceniane oraz przy możliwych dalszych zawirowaniach pandemicznych w globalnej gospodarce, oferujące dodatkowe strumienie pieniężne w formie dywidend.

Pozytywny sentyment wspierany silnie aktywną polityką banków centralnych stanowi argument za utrzymaniem pozycji w amerykańskich spółkach wzrostowych, ale począwszy od czerwca uzupełnionych globalnymi spółkami dywidendowymi, czyli głównie value. Jednocześnie podejście globalne zapewnia lepsze rozproszenie ryzyka geograficznego. Ze względu na wymienione czynniki dotyczące optymistycznych prognoz i wycen widzimy jednak cały czas ryzyko korekty, a przede wszystkim relatywnie słabszego zachowania rynków akcji DM vs. pozostałe rynki akcji, stąd aktualne nastawienie pozostaje umiarkowanie negatywne. (mb)



## Emerging Markets

Podobnie, jak w maju, tak i w czerwcu w największej gospodarce wśród krajów rozwijających się – Chinach, rosła aktywność przedsiębiorstw. Opublikowano natomiast dane o wymianie handlowej za maj, która zakończyła się nadwyżką 41,2 mld USD, za co odpowiedzialne było wyższe tempo spadku importu (-16,7% r/r) od eksportu (-3,3% r/r). Wartym odnotowania jest fakt, że nie uległa zmianie wartość nadwyżki w wymianie handlowej z USA (28 mld USD), a która to była wskazywana jako główny powód do zerwania umów handlowych między stronami. Stopniowo jednak ton narracji Białego Domu przesuwają się w kierunku wewnętrznym na potrzeby zbliżających się na jesieni wyborów prezydenckich (prezydent Trump nie przestaje twittować w swoim pompatycznym stylu dzieląc się z czytelnikami swoimi spostrzeżeniami dot. gospodarki), natomiast warunki podpisanej w styczniu nowej umowy handlowej pomiędzy USA i Chinami mają być realizowane.

Wraz ze zdjęciem przez chińskie władze obostrzeń związanych ze swobodą przemieszczania się ludności, wzrastają wydatki gospodarstw domowych. Dobrym odzwierciedleniem tego trendu jest systematyczny wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej, która co prawda w ujęciu rocznym jeszcze w czerwcu miała wartość ujemną (-2,8%), lecz w ujęciu miesięcznym przyjmuje wartości, jakie towarzyszyły chińskiej gospodarce przed wybuchem epidemii (+0,79%). Konsumenci chętniej kupują na kredyt, którego oprocentowanie zostało przez Chiński Ludowy Bank Centralny obniżone dwa miesiące temu do poziomu 3,85% (dotyczy pożyczek jednorocznych). Chętniej zaciągają kredyty hipoteczne, przez co systematycznie poprawie ulega rynek nieruchomości stanowiący wraz z usługami towarzyszącymi (świadczonymi przez sektor meblowy, elektroinstalacyjny, wyposażenia wnętrz itp.) istotny wkład do PKB (ok. 17%).

Ożywienie widoczne jest także we wspomnianym wcześniej sektorze przemysłowym. Pod koniec maja Komitet

Centralny podczas corocznego posiedzenia, zaakceptował na prośbę Li Keqiang'a zwiększenie fiskalnego pakietu stymulującego gospodarkę do wzrostu z 2,8% do 3,6% wartości rocznego PKB. Środki te zostaną przeznaczone na rozbudowę i modernizację infrastruktury (mosty, drogi, budynki użyteczności publicznej), rynek nieruchomości (budowa osiedli) oraz nowoczesną infrastrukturę 5G. Wprowadzenie tego planu już jest widoczne w sektorze budowlanym, gdzie wielkość produkcji cementu i konsumpcji stali budowlanej osiągnęły poziom z pierwszego półrocza 2019 roku. Inwestycje te oprócz generowania dużej wartości dla wzrostu PKB zapobiegają wzrostowi stopy bezrobocia, która z momentem zamknięcia kraju wzrosła do poziomu 6,2% - poziomu najwyższego w historii, po czym w czerwcu obniżyła się do 5,9%.

W przypadku głównych gospodarek wschodzących spoza regionu Azji, oczy inwestorów zwrócone są dość mocno na Brazylię, gdzie liczba zdiagnozowanych na okoliczność koronawirusa ofiar jest porównywalna jedynie z USA. Będący w ostatnich dwu miesiącach w czołówce najsłabszych walut EM – brazylijski real, odreagował nieco w czerwcu, rząd J. Bolsonaro kontynuuje reformy, niemniej ogólny obraz sytuacji gospodarczej pozostaje skomplikowany (z dużym udziałem w eksporcie produktów rolnych i surowców).

Na tę chwilę stoimy na stanowisku, iż przede wszystkim warto posiadać akcje z azjatyckich rynków wschodzących (korzystna struktura sektorowa indeksów, opanowana sytuacja epidemiczna). Rynki wschodzące jako całość także preferujemy względem akcji z rynków rozwiniętych, natomiast nie preferujemy nieazjatyckich rynków wschodzących takich jak właśnie Ameryka Łacińska czy Rosja, jak również spośród regionów azjatyckich – Indii, głównie ze względu na daleką od opanowania sytuację epidemiczną, i co się z tym wiąże, głębokość przyszłych problemów gospodarczych. (jw/zo)

## Polska

W czerwcu nastroje na GPW po raz kolejny kontynuowały poprawę, już trzeci miesiąc z rzędu. Główny indeks giełdowy WIG zyskał około 3%, natomiast indeks WIG20, skupiający największe spółki notowane na GPW, wzrósł o około 2%. Indeksy skupiające średnie i mniejsze spółki zyskały odpowiednio: mWIG40 +3,2%, a sWIG80 +7,6%. Nastrojom rynkowym sprzyjały względnie ustabilizowane dane o nowych zachorowaniach, a także kolejne etapy odmrażania gospodarki, w tym otwarcie granic i wznowienie ruchu lotniczego. Ponadto sentyment inwestorów nadal wspierany był przez działania rządów i banków mających na celu łagodzenie negatywnych skutków epidemii.

Korzystnie na wyceny w segmencie małych i średnich spółek wpływa z kolei niewidziany od kilkunastu lat wzrost aktywności inwestorów indywidualnych, przy czym w najbardziej obleganym segmencie producentów gier, dostrzegamy symptomy bańki spekulacyjnej.

Spektakularny wzrost odnotował sektor energetyczny. Subindeks WIG-Energia, głównie za udziałem spółki Tauron, zyskiwał już w trakcie miesiąca nawet ponad 50% po zapowiedziach spółek, a później potwierdzeniami rządowymi w sprawie wydzielenia aktywów węglowych ze spółek energetycznych do odrębnego podmiotu. Inwestorów ucieszyły te informacje, ze względu na rosnące nadzieje większego otwarcia się spółek na wytwarzanie energii ze źródeł odnawialnych i odciążenia bilansów z kłopotliwych aktywów węglowych.

Brak konkretów w tym aspekcie sprowokował pod koniec miesiąca realizację zysków i ostatecznie i tak imponującą miesięczną zmianę w subindeksie sektorowego na poziomie +33%.

Poza sektorem energetycznym zyskiwały również górnictwo (około 6%) oraz banki (około 4,6%). Dla sektora górniczego w ciągu ostatniego miesiąca rynek podniósł oczekiwania odnośnie przyszłych 12-miesięcznych zysków o ponad 25%, natomiast w sektorze bakowym oczekiwane wyniki zostały zrewidowane w dół o 5,5%.

W czerwcu weszła kolejna odsłona tarczy antykryzysowej, która m.in. wydłuża do końca roku możliwość zawierania firmom umów

kredytowych z bankami z dopłatą do oprocentowania. Rząd przeznaczy na ten cel nieco ponad 0,5 mld zł, co według szacunków powinno pozwolić na wygenerowanie pożyczek w kwocie ponad 30 mld zł. Ponadto w przepisach znalazły się także zabezpieczenia przed wrogimi przejęciami polskich firm przez zagraniczne podmioty spoza UE, co nadzorować będzie UOKiK. Regulacje te dotyczą m.in. spółek z obszaru energii i paliw, leków a także producentów żywności. Dla konsumentów tarcza przewiduje m.in. wakacje kredytowe na okres do 3 miesięcy, bez naliczania odsetek, ale wydłużając o ten czas umowę kredytową. Sektor bankowy absorbuje także kryzys związany z wirusem w postaci niemal zerowych stóp procentowych, które uchwaliła RPP na majowym posiedzeniu.

Na uwagę zasługuje również wątek PGNiG w kontekście kontraktu jamalskiego z Gazpromem. Spółce udało się wywalczyć zwrot części kwoty płaconej za paliwo gazowe. Podpisane w czerwcu porozumienie z Gazpromem zakłada do lipca zwrot PGNiG kwoty 1,5 mld USD.

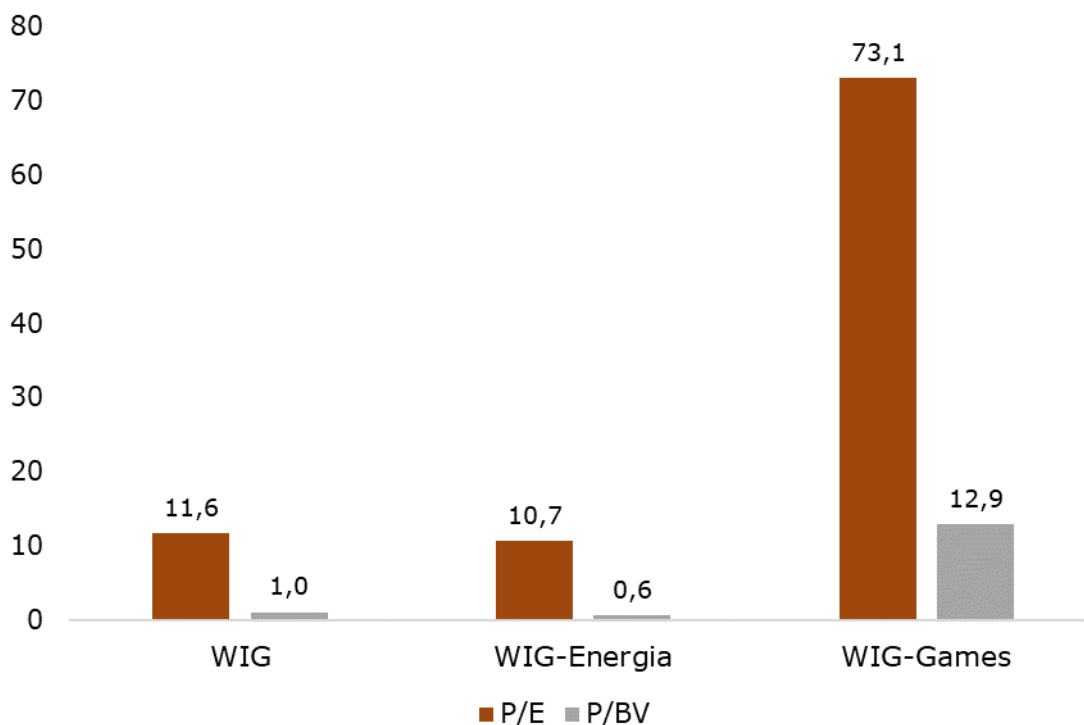
Kapitalizacja polskiego rynku kapitałowego w dominującej części składa się ze spółek Skarbu Państwa oraz podmiotów finansowych. W sektorze finansowym praktycznie nie będzie możliwości wypłat dywidend w tym roku, co jest efektem realizacji zaleceń KNF dotyczących wzmacniania bazy kapitałowej. Z kolei spółki Skarbu Państwa zaangażowane są (także finansowo) w walkę z kryzysem wywołanym epidemią.

Dla większości sektorów notowanych na GPW czerwiec przyniósł poprawę oczekiwań odnośnie przyszłych zysków, co w łącznym rozrachunku przełożyło się na spadki oczekiwanych wskaźników P/E (cena/zysk). Niezmiennie najtaniej wycenianym sektorem według tego wskaźnika jest energetyka (8,1, mimo wzrostu spektakularnych wzrostów kursu), następnie sektor spożywczy (9,8) oraz chemiczny (10,5). Z kolei najdrożej wyceniany jest sektor mediowy (29,6) oraz twórcy gier (22,6).

Podsumowując, nasze aktualne nastawienie do polskiego rynku akcji pozostaje neutralne, na równi z akcjami innych rynków rozwiniętych, ale o jeden stopień wyżej niż dla rynków rozwiniętych ogółem. (tk)



**Wskaźnik bieżącego (a więc na podstawie danych z ostatnich 4 kw.) P/E oraz P/BV dla szerokiego rynku akcji GPW (WIG) oraz najbardziej zmiennych subindeksów sektorowych**



Źródło: opracowanie BM Alior Banku na podstawie danych stooq.pl z dnia 1.07.2020 r.

## Obligacje

Tak jak sygnalizowaliśmy w poprzednich miesiącach, struktura krajowego rynku dłużnego, na którym zdecydowana większość obligacji korporacyjnych oraz spora część obligacji skarbowych jest zmiennokuponowa, oznacza, że nawet w sytuacjach, gdzie ceny tych papierów odrobiły marcowe spadki, ich rentowność spadnie lub już spadła w zależności od terminu wypłaty odsetek i ustalenia kuponu w oparciu o niższy WIBOR. Stawka 6M spadła do poniżej 0,3% vs. jeszcze ok. 1,7% na początku marca, w ślad oczywiście za obniżką głównej stopy procentowej NBP z 1,5% do 0,1%.

W bieżącym miesiącu obniżyliśmy nastawienie do polskiego długu krótkoterminowego i zmiennokuponowego do neutralnego. Rentowności papierów z wyżej wymienionego segmentu są w naszej ocenie zniekształcone nadpłynnością sektora bankowego i nie przedstawiają wartości innej aniżeli krótkoterminowego przetrzymania środków. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa

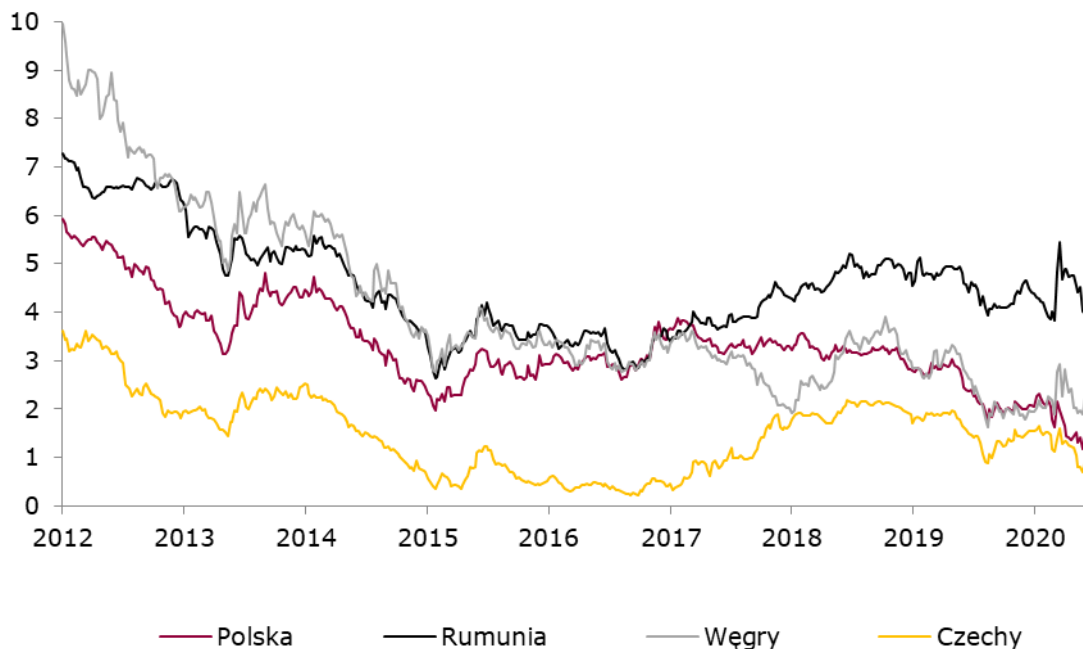
wstrzymały rozpoczynanie nowych inwestycji, a bank centralny obniżył wymogi kapitałowe. Jednocześnie dla papierów skarbowych trzymany na bilansie nie obowiązuje podatek bankowy, a przypomnijmy, że w Polsce jest on na najwyższym poziomie na świecie i wynosi 0,44% aktywów rocznie. W rezultacie bardzo łatwo można sobie wyobrazić sytuację, w którym bankom opłaca się trzymać papiery nawet jeśli ich rentowność miała być ujemna, byleby to były papiery skarbowe.

Wartości nie widzimy także w skarbowych papierach stałokuponowych (długoterminowych). Stabilizacja notowań benchmarkowych 10-latek w okolicach poziomu 1,3 – 1,4 % - oznacza ok. 2 pkt. proc. niżej od inflacji CPI (+3,3% w czerwcu, choć trzeba wziąć poprawkę, że w okresie popandemicznym obliczenia inflacji mogą nie być precyzyjne), i blisko najniższej od dekady w relacji do niemieckich Bundów (rynk niemieckich i amerykański obligacji

skarbowych traktowane są jako rynki bazowe – krajów emitentów o najniższym poziomie ryzyka kredytowego). Wyższą rentowność od

obligacji polskich łatwo można też znaleźć w regionie Europy Środk.-wschodniej, na Węgrzech czy Rumunii.

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

W obszarze krajowego długu wartość widzimy natomiast w rozwiązaniach uniwersalnych, mających szerokie polityki inwestycyjne, dla których co prawda obligacje skarbowe polskie mogą stanowić większość portfela (pow. 50%), ale dla których naturalnym „silnikiem” wzrostu jest elastyczność – brak ograniczeń co do możliwości „brania” ryzyka stopy procentowej, a więc możliwość inwestowania w znacznie bardziej dochodowe od obligacji skarbowych (od 0,4 do 0,6 pkt. proc. w skali rocznej) „koronaobligacje” BGK, których 3 serie zadebiutowały już na Catalyst, obligacji zagranicznych, w szczególności w regionie CEE i innych EM, oraz mających możliwość skorzystania z potencjalnie wyższych rentowności na pierwotnym rynku obligacji korporacyjnych w momencie, gdy pojawią się nowe emisje.

W odniesieniu do zagranicznych rynków obligacji niewiele się zmieniło, tzn. najwyższe rentowności nadal do „zgarńnięcia” są w obszarze długu EM, przy czym pamiętać należy o szeregu ryzyk związanych z krajami emitentami (tam wszak przeniosło się

aktualnie centrum pandemii), jak również ryzyku walutowemu towarzyszącemu inwestycjom w dług EM w walutach lokalnych.

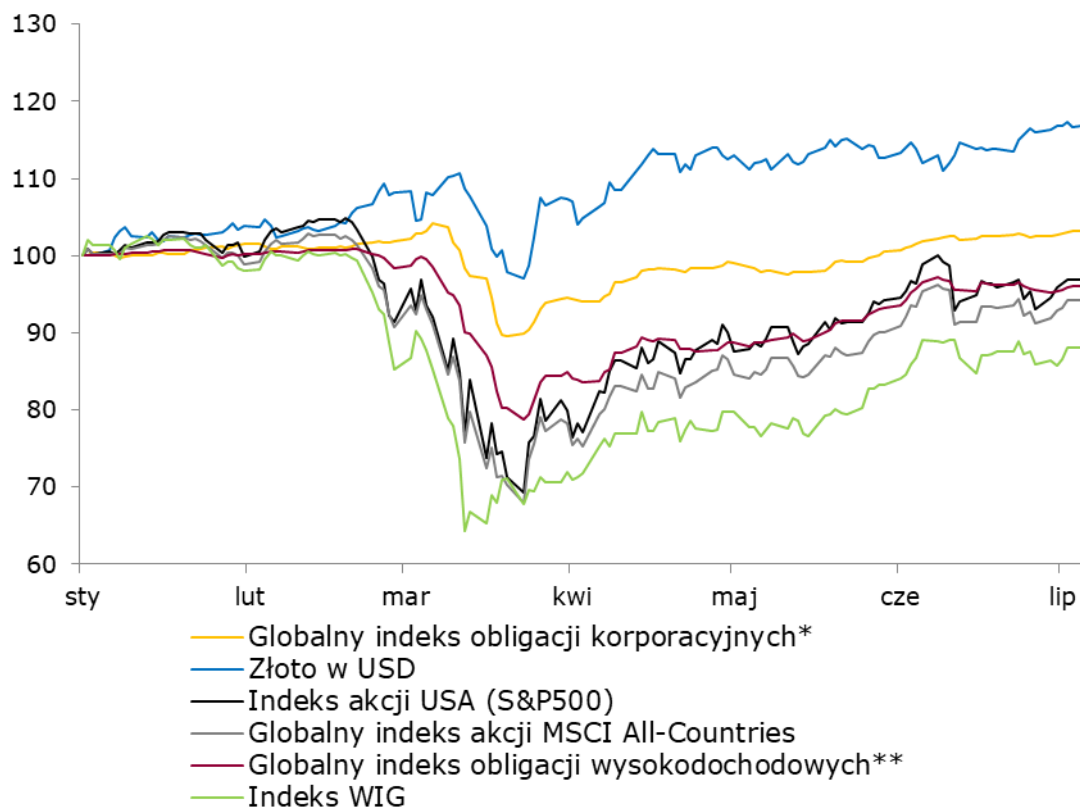
Po stronie ryzyka korporacyjnego, wspierający dla emitentów amerykańskich pozostaje Fed, skupując bezpośrednio dług emitentów o ratingu inwestycyjnym (IG) oraz poprzez ETF dług emitentów o ratingu subinwestycyjnym (HY). W obszarze emitentów o ratingu inwestycyjnym m.in. z tegoż względu preferujemy emitentów amerykańskich (poza tym wyższe rentowności aniżeli europejskich). W obszarze długu high-yield jedynie emitentów europejskich (lepsza struktura sektorowa i średni standing finansowy przy podobnych rentowności), ale przy podstawowym zastrzeżeniu, że do segmentu high-yield jako całości utrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne, głównie ze względu na olbrzymi ciężar spowolnienia gospodarczego, jaki dopiero przyjdzie znieść emitentom, jak również bardzo zaawansowany cykl zadłużeniowy na świecie, spotęgowany dodatkowo „afetą” z koronawirusem.

## Surowce

Bardzo stabilne zachowanie cen złota w okresie wzrostu apetytu na ryzyko globalnych inwestorów (wzrostów na rynkach akcji czy też obligacji korporacyjnych, zwłaszcza o ratingu subinwestycyjnym) pokazuje siłę techniczną aktywa i zakładamy, że portfele długoterminowe z dużym udziałem (pow. 50% udziałów) akcji powinny mieć min. kilkuprocentową ekspozycję na aktywa skorelowane z ceną kruszcu. Historycznie okresy ujemnych realnych stóp procentowych,

dodruk pieniądza jak obecnie, sprzyjały tej klasie aktywów. Głównym zagrożeniem oczywiście dla cen mogłyby być banki centralne, gdyby zaczęły w sposób skoordynowany sprzedawać swoje rezerwy, ale w dobie prób podgryzania statusu waluty światowej, jakim jest amerykański dolar, np. przez chińskiego juana (euro niestety odpadło z tych „zawodów”), wydaje się to mało prawdopodobne. (zo)

**Znormalizowane notowania wybranych klas instrumentów finansowych (2020.01.01=100)**



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku



**Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów (wycena na 30.06.20)**

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	3,0%	18,7%	-7,1%	0,3%	12,9%	23,9%
MSCI World	USD	2,5%	18,8%	-6,6%	1,1%	14,9%	26,9%
MSCI Emerging Markets	USD	7,0%	17,3%	-10,7%	-5,7%	-1,6%	2,4%
MSCI EM Asia	USD	7,8%	17,0%	-4,4%	2,7%	5,8%	13,9%
MSCI EM Latin America	USD	5,2%	18,4%	-36,0%	-34,4%	-26,6%	-25,9%
MSCI EM Europe	USD	-1,2%	18,1%	-25,2%	-20,7%	2,3%	4,0%
MSCI Poland	USD	1,0%	15,1%	-20,0%	-27,1%	-26,3%	-27,7%
MSCI Frontier Markets	USD	1,6%	13,4%	-18,1%	-14,2%	-14,8%	-16,9%
S&P500 - USA	USD	1,8%	20,0%	-4,0%	5,4%	27,9%	50,3%
Russell 2000	USD	3,4%	25,0%	-13,6%	-8,0%	1,8%	14,9%
MSCI Europe	EUR	2,9%	11,7%	-14,1%	-7,6%	-6,4%	-7,2%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	2,8%	12,6%	-13,3%	-6,4%	-5,0%	-5,5%
DAX - Niemcy	EUR	6,2%	23,9%	-7,7%	-0,7%	-0,1%	12,5%
CAC40 - Francja	EUR	5,1%	12,3%	-17,4%	-10,9%	-3,6%	3,0%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	1,9%	6,6%	-24,3%	-21,4%	-30,8%	-32,9%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	6,5%	13,6%	-18,4%	-8,8%	-5,9%	-13,7%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,5%	8,8%	-18,2%	-16,9%	-15,6%	-5,4%
FTSE Nordic 30	SEK	0,8%	10,1%	-4,0%	3,0%	11,5%	10,6%
Nikkei - Japonia	JPY	1,9%	17,8%	-6,5%	4,8%	11,3%	10,1%
TOPIX - Japonia	JPY	-0,3%	11,1%	-10,1%	0,5%	20,7%	-4,4%
MSCI China	HKD	8,4%	14,2%	2,0%	10,3%	19,7%	17,4%
Hang Seng China Enterprise	HKD	6,4%	3,5%	-13,3%	-14,4%	-5,2%	-6,9%
Kospi - Korea Płd	KRW	3,9%	20,2%	-4,3%	-1,0%	-11,9%	1,6%
SENSEX - Indie	INR	7,7%	18,5%	-15,4%	-11,4%	12,9%	25,7%
XU100 - Turcja	TRY	10,4%	30,0%	1,8%	20,8%	16,0%	41,7%
RTS- Rosja	USD	-0,6%	19,5%	-21,7%	-12,2%	21,1%	29,0%
BOVESPA - Brazylia	BRL	8,8%	30,2%	-18,4%	-5,9%	51,1%	79,1%
WIG	PLN	3,0%	19,1%	-14,4%	-17,6%	-18,8%	-7,1%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	3,1%	24,4%	-13,6%	-7,0%	-0,6%	10,5%
MSCI ACWI Large Cap	USD	3,1%	18,0%	-6,4%	1,3%	14,7%	26,0%
WIG20	PLN	2,1%	16,3%	-18,3%	-24,4%	-23,5%	-24,1%
WIG20 total return	PLN	2,1%	16,4%	-18,2%	-22,4%	-18,3%	-14,3%
mWIG40	PLN	3,2%	21,7%	-11,4%	-15,0%	-29,3%	-5,9%
sWIG80	PLN	7,8%	30,7%	11,9%	13,5%	-16,5%	4,0%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	-1,4%	14,2%	0,5%	12,2%	26,7%	28,8%
MSCI World Energy	USD	-1,3%	15,2%	-37,1%	-38,9%	-36,5%	-44,4%
MSCI World Financials	USD	2,8%	12,2%	-24,0%	-18,0%	-17,1%	-8,0%
MSCI World Metals&Mining	USD	6,4%	35,5%	-5,1%	-5,2%	14,5%	16,4%
MSCI World Industrials	USD	2,2%	17,0%	-14,0%	-8,9%	0,1%	19,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	4,6%	29,7%	0,8%	7,4%	29,6%	42,0%
MSCI World Consumer Staples	USD	0,4%	7,9%	-6,9%	-1,5%	2,5%	16,8%
MSCI World IT	USD	7,2%	30,8%	13,4%	31,5%	86,8%	147,4%
Nasdaq	USD	6,0%	30,6%	12,1%	25,6%	63,8%	101,7%
Nasdaq100	USD	6,3%	30,0%	16,3%	32,4%	79,9%	131,0%
Eurostoxx Banks	EUR	9,3%	15,6%	-35,0%	-28,7%	-52,1%	-58,1%
WIG-Energia	PLN	33,3%	60,5%	-0,4%	-12,6%	-35,5%	-53,0%
WIG-Banki	PLN	4,6%	0,1%	-38,7%	-47,4%	-42,8%	-43,8%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	4,5%	25,2%	5,9%	16,4%	43,8%	61,6%
MSCI World Value	USD	0,5%	11,8%	-18,9%	-13,6%	-9,9%	-2,3%

<b>SUROWCE</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
Ropa Brent	USD	8,1%	20,9%	-33,9%	-33,4%	-23,4%	-43,9%
Miedź	USD	11,9%	21,8%	-3,0%	0,3%	0,5%	3,4%
Aluminium	USD	4,9%	7,3%	-10,1%	-10,0%	-16,3%	-3,0%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	1,8%	-4,8%	-14,2%	-13,8%	-28,4%	-39,6%
Rudy żelaza	USD	11,2%	17,0%	12,5%	-5,7%	83,8%	
Węgiel koksujący	CNY	1,6%	4,6%	3,4%			
Złoto	USD	2,9%	12,9%	17,4%	26,3%	43,4%	51,9%
Srebro	USD	1,9%	30,3%	2,0%	18,9%	9,5%	15,7%
TR/Jefferies Commodity Index	USD	4,3%	13,3%	-25,7%	-23,8%	-21,1%	-39,3%
<b>OBLIGACJE</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
DM skarbowe	USD	0,6%	1,9%	3,3%	3,9%	11,6%	19,1%
USD Korporacyjne IG	USD	1,8%	8,9%	4,9%	9,4%	20,1%	32,6%
EUR Korporacyjne IG	EUR	1,3%	5,3%	-1,2%	-0,4%	5,5%	12,3%
USD Korporacyjne HY	USD	0,9%	10,1%	-3,9%	0,0%	10,3%	26,3%
EUR Korporacyjne HY	EUR	2,0%	10,9%	-5,8%	-1,9%	4,3%	14,5%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	0,9%	4,7%	-3,2%	0,1%	7,5%	14,7%
EM skarbowe w USD	USD	2,9%	10,8%	-2,0%	0,2%	9,8%	27,3%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-0,3%	2,5%	5,2%	7,2%	17,3%	24,9%
<b>POZOSTAŁE</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
EUR/USD	USD	1,2%	1,8%	0,2%	-1,2%	-1,7%	0,8%
EUR/PLN	PLN	-0,1%	-2,4%	4,5%	4,7%	5,1%	6,1%
CHF/PLN	PLN	0,2%	-2,7%	6,5%	9,2%	8,1%	4,0%
USD/PLN	PLN	-1,3%	-4,2%	4,3%	6,0%	6,9%	5,2%
Bloomberg USD Index	USD	-0,7%	-2,2%	2,9%	2,8%	3,0%	3,3%
MSCI EM Currency Index	USD	1,2%	1,6%	-4,5%	-3,6%	-0,4%	1,8%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,3%	1,5%	-11,6%	-13,5%	-20,9%	-26,4%
Europe REITS	EUR	2,2%	1,2%	-36,8%	-28,7%	-32,7%	
US REIT's	USD	2,5%	10,7%	-20,1%	-16,3%	-11,5%	-0,8%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
Apple	USD	14,7%	43,5%	24,2%	84,3%	153,3%	190,9%
Amazon	USD	13,0%	41,5%	49,3%	45,7%	185,0%	535,5%
Alphabet (Google)	USD	-1,1%	22,0%	5,9%	31,0%	52,5%	162,6%
Microsoft	USD	11,1%	29,0%	29,0%	51,9%	195,2%	361,0%
Facebook	USD	0,9%	36,1%	10,6%	17,7%	50,4%	164,8%
Netflix	USD	8,4%	21,2%	40,6%	23,9%	204,6%	384,9%
Tesla	USD	29,3%	106,1%	158,1%	383,2%	198,6%	302,5%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	<b>Waluta</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies./YTD</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
Glaxosmithkline	GBp	-2,1%	8,1%	-8,0%	3,8%	0,1%	23,8%
Roche	CHF	-1,3%	4,6%	3,5%	19,6%	34,5%	25,3%
ASML	EUR	11,6%	34,8%	24,0%	77,9%	186,5%	252,6%
Nestle	CHF	0,8%	5,3%	-1,6%	3,6%	25,5%	55,2%
Novartis	CHF	-0,7%	3,2%	-11,5%	-7,6%	16,8%	1,2%
Novo Nordisk	DKK	-1,6%	4,9%	9,7%	28,4%	54,0%	17,8%
L'Oreal	EUR	9,1%	19,6%	8,2%	14,1%	56,6%	78,6%
LVMH	EUR	4,1%	15,4%	-5,7%	4,3%	78,9%	148,5%
Astrazeneca	GBp	-1,9%	16,7%	10,7%	30,8%	64,0%	109,5%
SAP	EUR	8,6%	23,3%	3,2%	3,7%	35,9%	97,7%
Sanofi	EUR	3,6%	13,1%	1,1%	19,4%	8,2%	2,7%

\* indeks surowcowy Bloomberga, 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.