



ALIOR
BANK

BIURO MAKLERSKIE

RYNKI FINANSOWE NA NIEZNANYCH GŁĘBINACH

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

Na dzień 13 kwietnia globalna liczba zachorowań na Covid-19 osiągnęła 1,85 mln osób, liczba zgonów 114 tys., a ozdowień 430 tys. Przy blisko 7,8 mld mieszkańców ziemi to nadal mało, ale dotkliwość spustoszenia jakie wirus potrafi spowodować w organizmie osób z obniżoną odpornością i chorobami przewlekłymi oraz łatwość zakażenia (droga kropelkowa) skłoniły Światową Organizację Zdrowia (WHO) do ogłoszenia 11 marca pandemii, a większość cywilizowanych krajów wprowadziło tzw. „lockdowny”, obejmujące zamknięcia granic, obostrzenia dotyczące poruszania się ludności, działalności sklepów itp.

Jak do tej pory zdecydowanie najlepiej z powstrzymaniem epidemii poradziły sobie najlepiej rozwinięte kraje azjatyckie, takie jak Chiny, Korea Płd. Tajwan, gdzie liczba nowych zachorowań ustabilizowała się na niskich poziomach (nie więcej niż kilkanaście przypadków dziennie), a gospodarki wróciły do normalnego działania.

Znacznie gorzej sytuacja wygląda w większość krajów rozwiniętych Europy (Hiszpania, Francja, Włochy, Wlk. Brytania), gdzie dzienna ilość diagnozowanych nowych przypadków wynosi po kilka tysięcy, a zgonów - kilkuset. Na lidera pod względem zdiagnozowanych chorych i liczby zgonów wysunęły się Stany Zjednoczone z liczbami odpowiednio 560 tys. zdiagnozowanych i 22 tys. zgonów.

Kilka pomniejszych krajów rozwiniętych, jak Norwegia, Austria, Nowa Zelandia czy Australia odnotowuje na tyle spadającą liczbę nowych zachorowań, że zakomunikowano wstępne okresy powrotu do normalności gospodarek jeszcze przed końcem kwietnia. Mimo dużej liczby diagnozowanych chorych stosunkowo niewielki odsetek zgonów odnotowują nasi zachodni sąsiedzi – Niemcy.

Covid-19 pozostaje cały czas dużym problemem w wielu krajach rozwijających się (poza Azją), gdzie raportowane dane nie są nominalnie wysokie, ale trendy dziennych zachorowań wzrostowe, a poziom służby zdrowia daje mniejszą rękojmię walki z rozprzestrzenianiem się wirusa. Mniejsza jest też liczba wykonywanych testów w przeliczeniu na liczbę ludności.

W Polsce liczba zdiagnozowanych zachorowań jak na skalę europejskiego kraju jakim jesteśmy jest stosunkowo niewielka – 6,7 tys. przypadków i tylko 230 zgonów. Rząd polski

zareagował bardziej restrykcyjnie na wczesnym etapie epidemii niż większość krajów Europy Zachodniej w adekwatnej sytuacji u siebie, co rodzi nadzieje, że w Polsce sytuacja epidemiczna rozumiana jako liczba zachorowań i zgonów nie będzie aż tak wysoka jak w podobnych co do wielkości krajów na Zachodzie, ale ma to swoją cenę – gospodarka w wielu obszarach „stoi”, a w celu zrekompensowania firmom i pracownikom ubytku dochodów, czy w ogóle umożliwienia przetrwania konieczny będzie „dodruk” pieniądza (taki sam jak w USA, czy Europie Zachodniej). Jednocześnie Narodowy Bank Polski posunął się w krótkim odstępie czasu do kontrowersyjnej dla oszczędzających decyzji, jakim było dwukrotne obniżenie po 0,5 pkt. proc. poziomu głównej stopy procentowej (do nigdy nie widzianego wcześniej poziomu 0,5 proc.).

Chiny, niektóre kraje rozwinięte, a także Polska leczą objawowo osoby zarażone wirusem lekami na malarię i reumatoidalne zapalenie stawów, jako element oficjalnego leczenia, wskazując, że przy znanym negatywnym profilu oddziaływania, musi on zostać wprowadzony wobec braku alternatywy. W wielu laboratoriach na świecie prowadzone są prace nad szczepionkami na koronawirusa, jednak prawdopodobieństwo jej wynalezienia, przetestowania i wprowadzenia na rynek przed upływem 1,5 roku wydaje się niskie, dlatego też wśród scenariuszy gospodarczych implikacji koronawirusa dla świata wydaje się na tę chwilę dość szeroki i obejmuje zarówno przejściowe, jak i długotrwałe i strukturalne następstwa dla różnych branż.

Ratunkiem na teraz dla biznesów są programy wsparcia ze strony rządów poszczególnych krajów (w Polsce tzw. tarcza antykryzysowa), i działania banków centralnych (tutaj nadmienić należy bardzo szybką reakcję i zdecydowane działanie przede wszystkim amerykańskiej Rezerwy Federalnej, czyli Fed, ale także EBC), w tym także bezpośrednio naceLOWANE na wsparcie wycen aktywów na rynkach kapitałowych poprzez m.in. bezpośrednie zakupy obligacji skarbowych i niektórych segmentów obligacji korporacyjnych. I to w zasadzie szybkim działaniem rządów i Fed w USA należy przyporządkować fakt, iż od dołka 22 marca większość indeksów akcji rynków rozwiniętych, jak również zagranicznych indeksów obligacji korporacyjnych, poodrabiało ok. połowę strat z wcześniejszych kilku tygodni. (zo)

Sytuacja gospodarcza

Nowa rzeczywistość ekonomiczna jest ciężka do zmierzenia. Głównie ze względu na sam trudno przewidywalny charakter zjawiska, z główną niewiadomą w postaci okresu trwania pandemii. Wobec braku podobnego przykładu w najnowszej historii, trudno jest również określić jak na zaistniałą sytuację zareagują konsumenci i firmy, zarówno w okresie objętym kwarantanną jak i w późniejszym czasie. Do tego wszystkiego dochodzi brak aktualnych danych – te wykorzystywane tradycyjnie do prognoz są obecnie nieprzydatne ze względu na duże opóźnienia wobec dynamicznie zmieniającej się sytuacji.

To co wydaje się pewne na chwilę obecną to fakt, iż gospodarki Zachodu, ze względu na wysoki udział sektora usług (na pierwszej linii poszkodowanych turystyka, transport) w PKB weszły na skutek kwarantanny w silną recesję. Przetwórstwo przemysłowe też mocno ucierpi. Relatywnie mniej niż usługi, jeżeli zaordynowane w części sektora w marcu przestoje potrważą stosunkowo krótko. Jeśli zaś dłużej - straty będą równie dotkliwe i utrudnią odbudowę gospodarek po okresie recesyjnym.

Wiemy również wstępnie jak zareagowała gospodarka chińska na wprowadzane ograniczenia. W okresie styczeń - luty sprzedaż detaliczna spadła o 20,5% r/r, a produkcja przemysłowa o 13,5% r/r. Można założyć, iż przez większą część stycznia koniunktura pozostawała na „normalnym” poziomie, a więc luty – pierwszy pełny miesiąc obowiązywania restrykcji – charakteryzował się jeszcze gorszymi

parametrami. To w przybliżeniu może mówić o skali osłabienia koniunktury. Wnioski wynikające z powyższych danych zdaje się potwierdzać OECD, który na podstawie swoich badań twierdzi, iż obostrzenia wynikające z pandemii oznaczają redukcję aktywności gospodarczej rzędu 20 – 30%. Oznacza to, iż każdy miesiąc obowiązywania ścisłych restrykcji w przybliżeniu osłabiały roczny wzrost PKB o 2–3 punkty procentowe.

W bieżącej sytuacji mocno wzrosła częstotliwość rewizji prognoz ekonomicznych co ma na celu uchwycenie świeższych danych zahaczających o okres rozwoju epidemii w świecie zachodnim oraz dostosowanie do oczekiwanego czasu walki z wirusem. Wg najświeższych dostępnych opracowań zewnętrznych całoroczna dynamika PKB USA w 2020 r. ma się wahać pomiędzy 1,4% a -3,8%, wobec konsensusu sprzed pandemii w przedziale 1,5% – 2%. Wejście w recesję strefy euro jest już niemal pewne. PKB eurolandu może się skurczyć od ok. 1% do nawet 9% wg najbardziej czarnych scenariuszy w całym 2020 r.

W przypadku naszych prognoz dla Polski, które prezentujemy poniżej, przyjęliśmy główne założenie, iż obecnie obowiązujące obostrzenia w kraju będą trwały do końca kwietnia i w maju będą stopniowo wycofywane. Na tle grupy porównawczej można założyć, iż nasza prognoza plasuje się po stronie umiarkowanych scenariuszy krajowych ośrodków analitycznych. Te negatywne zakładają spadki PKB rzędu 4 – 5% w całym '20. (js)

Prognoza makroekonomiczna dla Polski z dnia 07.04.2020

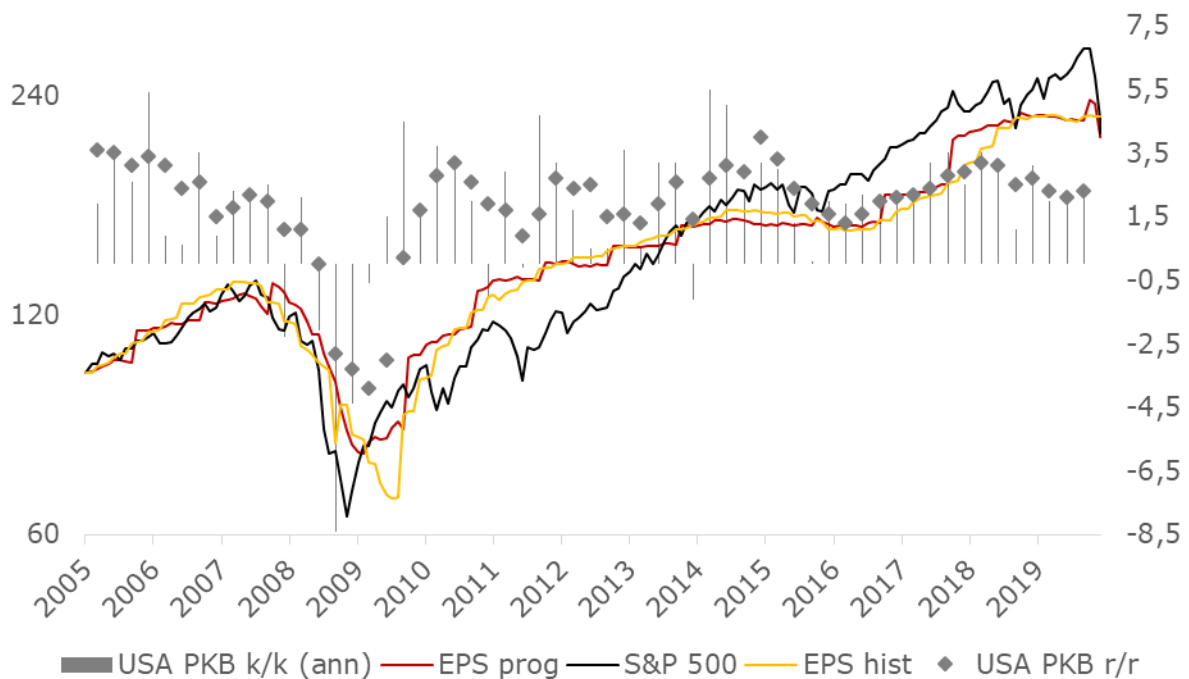
	2019	2020P	2021P	2022P
Wzrost gospodarczy				
PKB (realna zmiana)	4,1	- 2,3	2,4	2,7
Ceny i płace				
Inflacja CPI - koniec okresu	3,4	2,6	2,8	2,5
Rynek pracy				
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,2	7,5	7,9	7,3

Źródło: prognoza Działu Analiz Makroekonomicznych Alior Banku,

Wskaźniki PMI sektora przemysłowego – odczyty miesięczne za 5 ostatnich lat

	2020.03	2019.03					2018.03					2017.03					2016.03																																											
Polska	42,4	48,2	47	48	47	46	48	49	47	48	49	49	49	48	48	50	50	51	51	53	54	53	54	54	54	55	54	52	51	51	55	54	52	54																										
Szwecja	43,2	52,7	52	48	46	46	52	52	53	51	53	53	52	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	55	53	55	55	56				
Czechy	41,3	46,5	45	44	44	45	45	45	43	46	47	47	49	49	50	52	53	53	55	55	57	57	57	57	59	60	60	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	57	56	55		
Węgry	29,4	50,3	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	55	55	51
Rosja	47,5	48,2	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	51	52	52	53	50	52	52	53	55	54	54	54	52	51	51	50	52	50	48	48	49	50	49	48	48	49	48	49	49			
Turcja	48,1	52,4	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	49	50	
Brazylia	48,4	52,3	51	50	53	52	53	53	50	51	51	51	50	51	50	51	52	53	53	51	52	54	51	51	51	51	51	50	51	52	50	47	44	45	46	46	46	46	46	46	43	42	43	46	45	47	46	44	44	47	46	47	47	46	46	46				
Meksyk	46,9	50,0	49	47	48	50	49	49	50	49	50	50	50	53	51	50	50	51	52	51	52	52	52	52	52	52	53	52	49	53	52	51	52	51	51	52	51	51	54	52	53	53	52	52	53	53	52	53	52	53	52	53	52	53	52	53	54			
Norwegia	41,9	51,6	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	44	47	50	
Irlandia	45,1	51,2	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	56	56	55	55	54	54	56	56	54	52	51	52	50	53	52	53	55	53	54	54	54	54	54	57	55	57	56	
Austria	45,8	50,2	49	46	46	46	45	48	47	48	48	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	55	55	54	54	52	53	55	52	52	53	52	51	51	53	51	51	52	51	50	50			
Grecja	42,5	56,2	54	54	54	54	54	55	55	52	54	57	55	54	54	54	53	54	54	54	54	53	55	55	56	55	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	48	47	43	39	38	47	48	47	
Hiszpania	45,7	50,4	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	54	52	54	55	55	55	54	55	56	55	55	55	52	51	51	52	52	54	53	54	55	53	53	51	52	53	54	55	56	54	
Włochy	40,3	48,7	49	46	48	48	48	49	49	48	50	49	47	48	48	49	49	50	50	52	53	53	54	55	57	59	57	58	58	56	56	55	55	55	56	56	55	53	52	51	51	50	51	54	52	54	54	52	53	56	55	54	53	54	55	54	55	54		
Francja	43,4	49,8	51	50	52	51	50	51	50	52	51	50	52	51	50	51	51	53	54	53	53	54	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	50	51	51	51	48	50	51	49	48	
Niemcy	45,4	48,0	45	44	44	42	42	44	43	45	44	44	44	48	50	52	52	54	56	57	56	57	58	58	61	61	63	63	61	61	59	58	60	60	58	58	57	56	56	54	55	54	54	54	55	52	52	51	51	52	53	53	52	52	52	52	51	52		
strefa euro	44,5	49,2	48	46	47	46	46	47	47	48	48	48	48	49	51	51	52	52	53	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	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52			
UK	47,8	51,7	50	48	49	50	48	47	48	48	49	53	55	52	53	54	51	54	54	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	50	49	51	51	53	52	53	55	52	52	51	52				
USA	48,5	50,7	52	52	53	51	51	50	51	51	53	52	53	55	54	55	56	55	55	55	56	57	56	55	56	55	56	55	54	55	53	53	52	53	53	53	54	55	54	54	53	52	52	53	51	51	51	52	51	52	51	53	54	53	54	54	54			
Japonia	44,2	47,8	49	48	49	48	49	49	49	50	50	49	49	50	53	52	53	53	52	53	53	54	53	54	54	54	54	53	53	52	52	52	53	53	52	53	52	53	52	51	50	50	49	48	48	48	49	50	50	50	51	50	51	50	50					
Chiny	50,1	40,3	51	52	52	52	51	50	49	50	50	51	50	48	50	50	50	51	51	51	51	51	51	51	51	52	52	52	51	51	51	51	50	50	50	51	52	51	52	51	51	50	50	51	49	49	49	50	49	49	49	49	49	49	49	49				
Korea	44,2	48,7	50	50	49	48	48	49	47	48	48	49	49	47	48	50	49	51	50	48	48	49	49	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	49	49	48	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49			
Tajwan	50,4	49,9	52	51	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	53	53	54	54	56	55	56	56	55	53	52	51	51	49	50	50	49	50	50	49	49	49	49	49	49				
Indonezja	45,3	51,9	49	50	48	48	49	49	50	51	52	50	51	50	51	50	51	52	51	50	52	52	51	51	51	50	49	50	50	50	50	50	50	50	50	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49				
Australia	53,7	44,3	45	48	48	52	55	53	51	49	53	55	51	54	53	50	51	58	59	57	52	57	57	51	51	50	49	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50				
Indie	51,8	54,5	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																		

Indeks S&P500 oraz historyczny i prognozowany zysk na akcję (2005=100 skala log.) oraz dynamika PKB w USA w ujęciu kwartalnym i rocznym



Źródło: Bloomberg

Podejmowane działania osłonowe w postaci silnych bodźców monetarnych i fiskalnych prawdopodobnie częściowo złagodzą skutki ograniczenia aktywności gospodarczej, ale nie da się zrekompensować firmom całości strat (zwłaszcza w ujęciu realnym).

W odróżnieniu do wcześniejszego kryzysu dość szybko zaaplikowano cały szereg środków pomocowych, zaczynając od polityki monetarnej i zerowych lub ujemnych stóp procentowych oraz skupu aktywów obejmującego nawet dług korporacyjny, po politykę fiskalną ukierunkowaną w stronę ochrony zagrożonych przedsiębiorstw i osłonę dla osób, które już straciły lub są zagrożone utratą pracy. Niemal nieograniczony skup aktywów powinien przeciwdziałać powstaniu zatorów płatniczych, jednocześnie zapewniając dostęp do taniego źródła

finansowania. Z drugiej strony powoduje ponownie pokusę do finansowania przedsiębiorstw o bardzo niepewnych perspektywach na generowanie nadwyżek finansowych i wysokim zadłużeniu, za obietnicę kuponów istotnie przewyższających obecną stopę wolną od ryzyka. Można zaryzykować tezę, że obecnie trwająca przecena głównych aktywów kapitałowych byłaby może mniej drastyczna, gdyby wcześniejsza faza hossy nie była pompowana m.in. wysokim poziomem skupu akcji finansowanym tanim kredytem lub nazbyt wygórowanymi oczekiwaniami dot. przyszłych zysków. W grupie wcześniejszych liderów hossy pojawiały się podmioty, dla których liczba odbiorców produktu (użytkowników) dominowała nad zdolnością do generowania zysków.

Wskaźniki w podziale sektorowym dla spółek indeksu S&P 500

	P/E Nast. 12M	PEG Nast. 12M	Rewizja EPS'20	Dług netto/EBITDA
Technologia	16,9	1,6	-1,6	0,1
Paliwowy	16,4	1,3	-57,9	1,8
Użyteczności publicznej	16,2	3,3	-0,3	5,3
Przemysł	15,3	1,8	-8,9	1,7
Ochrona zdrowia	14,9	1,8	-2,4	1,6
Dobra konsumpcyjne	14,4	2,3	-6,7	2,1
Materiały bazowe	12,9	1,7	-13,3	2,7
Usługi konsumpcyjne	12,9	1,4	-8,5	2,4
Finansowy	12,4	1,8	-4,2	3,5
Telekomunikacja	9,6	2,7	-4,5	2,8

P/E Nast. 12M – prognozowany wskaźnik ceny do zysku na akcję za 12 miesięcy

PEG Nast. 12M – prognozowany wskaźnik P/E do prognozowanej długoterminowej stopy wzrostu zysku na akcję

Rewizja EPS'20 – rewizja prognozowanego zysku na akcję w 2020r. dokonana w ostatnich 3 miesiącach

Dług netto / EBITDA – dług odsetkowy pomniejszony o posiadane środki pieniężnej do 12 miesięcznego wyniku EBITDA

Źródło: Bloomberg

W ujęciu sektorowym zakładamy jednak, że względnie obronną ręką z obecnej sytuacji mają szansę wyjść spółki technologiczne, zwłaszcza producenci oprogramowania, dostawcy rozrywki elektronicznej, serwisów społecznościowych oraz szerokiego wachlarza usług wykorzystujących komunikację internetową, zwłaszcza ci o już dopracowanym produkcie, którzy są już w fazie zaawansowanego rozwoju. Ogółem te przedsiębiorstwa cechują wyższe marże operacyjne, większe możliwości skalowania biznesu, są w mniejszym stopniu uzależnione od globalnych kooperantów oraz są bezpieczniejsze finansowo (niskie zadłużenie). Jednocześnie przy stosunkowo mniejszych od innych sektorów nakładach inwestycyjnych potrafią generować wyższe przepływy operacyjne. Drugim segmentem, dość naturalnym w obecnej sytuacji, pozostaje

szeroko rozumiana ochrona zdrowia. Oba te makrosegmenty wśród spółek S&P500 straciły od początku roku, jak również w minionym miesiącu, mniej od pozostałych. Jest to również uwzględniane w prognozach rynkowych, ostatnio dokonywane rewizje zysków w mniejszej mierze dotyczyły właśnie tych segmentów. Wyższa wycena tych segmentów jest kompensowana oczekiwaniem wyższej długoterminowej stopy wzrostu zysków (na tle innych sektorów umiarkowany wskaźnik PEG). W zakresie regionalnym uważamy, że z racji mocno zcentralizowanych, spójnych i szeroko zakrojonych działań, Stany Zjednoczone mają szansę szybciej przywrócić aktywność gospodarczą niż ogółem strefa euro, stąd w naszym postrzeganiu ten region, chociaż też z obecnie negatywnym nastawieniem, stawiamy na wyższej pozycji. (mb)

Rynki Wschodzące (EM)

Ok. 60% indeksu akcji rynków EM stanowią azjatyckie rynki EM, czyli głównie Chiny wspólnie z Hongkongiem, Korea Płd. oraz Tajwan, czyli kraje które są najdalej zaawansowane w walce z Covid-19.

W Chinach krzywa nowych przypadków zakażeń zaczęła się spłaszczać już w drugiej dekadzie marca, a od 18.03 przypadki zakażeń pojawiają się głównie w grupie osób powracających z zagranicy, które rząd chiński wydaje się dokładnie wyłapywać i poddawać leczeniu bez ryzyka rozprzestrzeniania się.

Według raportów publikowanych przez chiński urząd statystyczny ok. 90% przedsiębiorstw wznowiła swoją działalność produkcyjną. Ożywienie występuje również w sektorze usługowym. Ma to potwierdzenie w marcowych wskaźnikach PMI dla usług i przemysłu, które mierzą kondycję poszczególnych gałęzi gospodarki. Po lutowych danych, które były najniższe w historii (PMI dla przemysłu wyniósł 40,3 a dla usług 26,5 punktów) dane marcowe napawają optymizmem, ponieważ oba wskaźniki plasują się na poziomie powyżej 50 punktów. Oznacza to nieznaczne, ale jednak ożywienie w chińskiej gospodarce.

Podobnie jak w skali globalnej, także w Azji, uważamy, że perturbacje związane z wybuchem epidemii w różnym stopniu dotkną poszczególne gospodarki. Dotyczy to również poszczególnych branż i w naszej ocenie,

Polska

Notowania na GPW w ostatnich tygodniach, podobnie jak na rynkach zagranicznych, najpierw zdominowała paniczna wyprzedaż w związku z coraz dłuższą listą państw z coraz większą liczbą zainfekowanych przez wirus Covid-19, i coraz większych obostrzeń w kraju co do możliwości przemieszczania się, działania biznesów oraz implikacji zamknięcia szkół i urzędów. Od 3. dekady marca, jednakże, ma miejsce pewien powiew optymizmu, związany z szybką i zdecydowaną reakcją banków centralnych w USA i Europie oraz rządów czołowych światowych gospodarek.

Także w Polsce, po szeregu poprawkach, uchwalono tzw. tarczę antykrzysową, która dla firm utrzymujących zatrudnienie ma za zadanie zmniejszyć ciężar obciążeń publiczno-prawnych oraz zapobiec bankructwom,

spółki z branży IT, telekomunikacyjnej czy dóbr podstawowych powinny w mniejszym stopniu odczuwać negatywny wpływ skutków epidemii aniżeli spółki z branży motoryzacyjnej, transportowej, nieruchomości czy finansowej. I pomimo atrakcyjnych wycen w regionie większości sektorów na tle wieloletnich średnich, to spółki z wymienionych branż będą miały większą zdolność do generowania zysków w najbliższych kilku kwartałach.

W Azji, podobnie jak na rynkach DM, istotny wpływ mają także działania podjęte przez rządy i banki centralne stymulujące wzrost gospodarczy. Rządy azjatyckich krajów rozwijających się zapowiedziały szeroko zakrojone działania z zakresu polityki fiskalnej i monetarnej. Dla przykładu chiński rząd wyda kwotę prawie 3 bln juań na inwestycje infrastrukturalne i podobnie, jak pozostałe kraje azjatyckie wprowadzi dotacje do prądu, wynagrodzeń pracowników oraz zaoferuje kredyty dla przedsiębiorców na atrakcyjnych warunkach. O większym znaczeniu aniżeli w innych regionach świata wydaje się natomiast spadek cen surowców na czele z ropą, których gospodarki azjatyckie są największymi konsumentami netto.

Mając na względzie powyższe, w bieżącym miesiącu podtrzymaliśmy nastawienie neutralne dla akcji rynków EM ogółem, a zaczynamy przeważać azjatyckie rynki EM.

zwłaszcza w obszarze małych i średnich firm, choć krytycy rozwiązań wskazują na dużą biurokratyzację i dość odległy – bo dopiero w końcu kwietnia rzeczywisty start programu.

Status kontrolowanych przez Skarb Państwa, a tym samym z niskim ryzykiem bankructwa, posiadają spółki stanowiące spory odsetek w indeksach polskiej giełdy. Także struktura sektorowa, w sporej mierze defensywna (niewielki udział w indeksach spółek działających globalnie w sektorze dóbr cyklicznych) przemawiają na korzyść zachowania krajowego rynku.

Biura maklerskie odnotowują rekordowy wzrost zainteresowania ze strony inwestorów indywidualnych, którzy otwierają nowe rachunki maklerskie w tempie niewidzianym od

dekady. Wśród powodów takiego stanu rzeczy wymienić należy: 1. Z pewnością wzrost świadomości przeciętnego Kowalskiego zalet inwestowania przy niskich a nie wyśrubowanych kursach, 2. Większy zasób wolnego czasu w związku z pobytami w domach oraz 3. przynajmniej na jakimś czas wygaśnięcie głównego konkurenta dla inwestycji nadwyżek jakim było inwestowanie w mieszkania na wynajem.

Przez kilka ostatnich miesięcy nasze postrzeganie profilu zysk-ryzyko polskiej giełdy było lepsze zarówno aniżeli dla akcji ogółem rynków wschodzących oraz rynków rozwiniętych. W bieżącym miesiącu przewartościowaliśmy nieco stanowisko obniżając nastawienie do neutralnego.

Pomimo niskich wycen na GPW, spadek wyników szeregu spółek będzie nieuchronny, a stanowiący ponad 30% w całym rynku sektor finansowy, pomimo wysokiego bezpieczeństwa działania gwarantowanego przez NBP, będzie musiał przyjąć część strat z gospodarki na

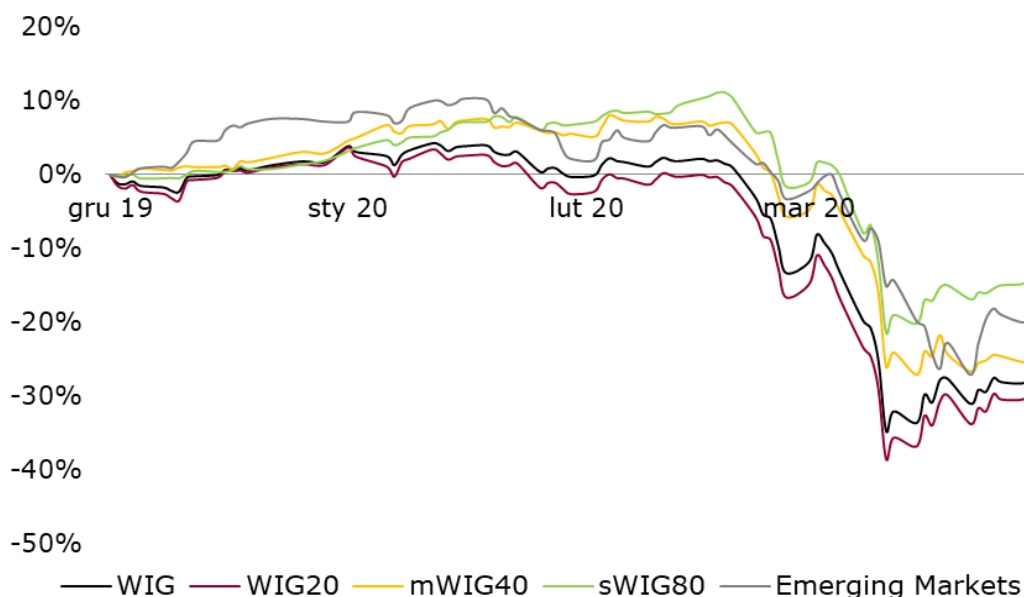
swoje bilanse. Spółki już teraz także masowo rezygnują z wypłacania dywidend z zysków ubiegłorocznych.

Pomimo niskiej liczby zachorowań na Covid-19 w dniu pisania tego raportu nadal nie można mówić o stabilizacji sytuacji w kraju, a odblokowywanie gospodarki, którego początek zapowiedziano już na 19 kwietnia, zapewne będzie bardzo powolne.

Wśród ostatnich argumentów nieco ostrożniejszego stanowiska wymienić należy opóźnienie wejścia w życie planowanej reformy OFE oraz odroczenia objęcia Pracowniczymi Programami Kapitałowymi (PPK) szerszego grona przedsiębiorstw, co oddała kwestię zrównoważenia strukturalnego popytu i podaży na GPW ze strony sektora krajowych instytucji finansowych.

Ważąc powyższe, od bieżącego miesiąca nasze nastawienie do akcji polskich jest na równi z innymi rynkami wschodzącymi ogółem (neutralne), ale powyżej rynków rozwiniętych.

Siła relatywna polskiej giełdy na tle EM



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

Obligacje

Obligacje polskie

Krajowy rynek obligacji, nie licząc długoterminowych obligacji skarbowych stałokuponowych (DS), dość mocno odczuł zmianę „reżimu” finansowego, jaka dokonała się w ostatnim miesiącu. W marcu fundusze obligacji odnotowały rekordowe umorzenia w związku z przezroczystościowym akumulowaniem gotówki przez inwestorów, następnie NBP w dwu turach 17 marca i 9 kwietnia poobniżała główną stopę procentową po 0,5 pkt. proc. do 0,5 proc. Rezultatem był spadek cen obligacji zmiennokuponowych, których rentowność uzależniona jest od stopy rynku międzybankowego WIBOR a ta podąża za główną stopą NBP. Zdecydowana większość obligacji korporacyjnych na krajowym rynku także jest zmiennokuponowa i oferuje dochód w formule WIBOR + marża.

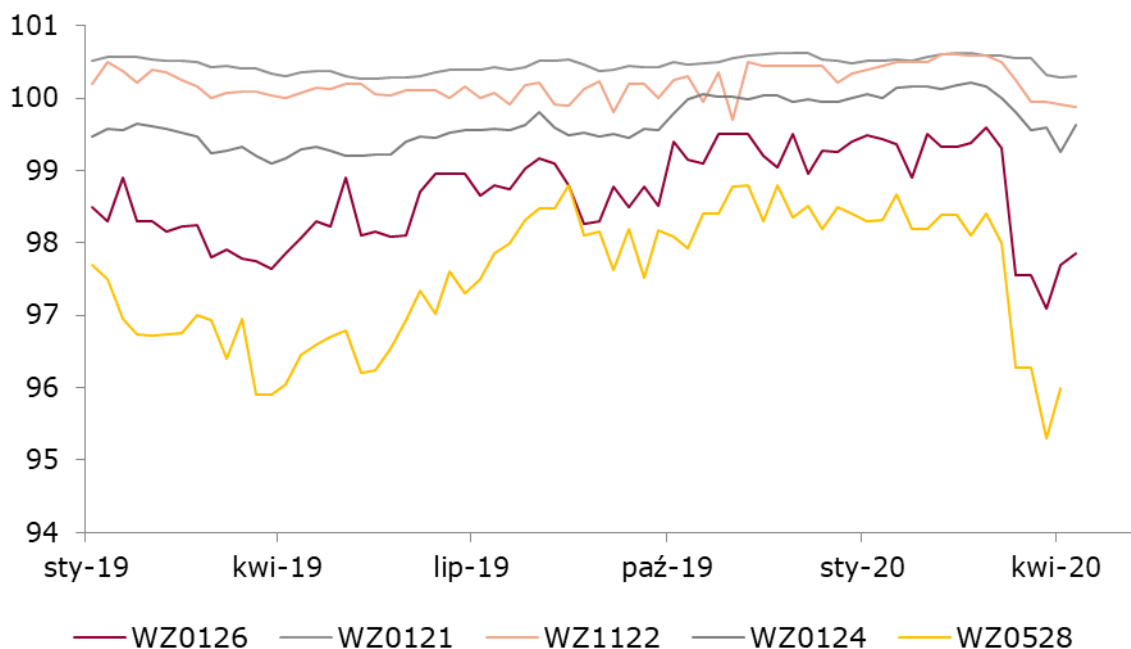
Rada Polityki Pieniężnej obniżając główną stopę procentową NBP kierowała się przesłanką złagodzenia obciążeń kredytowych

w dobie koronawirusa, jednocześnie jednak uczyniła to kosztem oszczędzających, bo spadek WIBOR-u oznacza niższe oprocentowanie lokat i dochód jaki generuje spora część obligacji.

Widać to dość dobrze na wykresie obligacji zmienno-kuponowych – spadki tym większe im dłuższy termin do zapadalności, podobnie na obligacjach korporacyjnych, przy czym dodatkowo na spadki w tym segmencie przełożył się dodatkowy element w postaci wzrostu ryzyka kredytowego, a niska płynność rynku w okresie występowania odpływów z funduszy potęgowała negatywny efekt cenowy.

Rezultatem były spadki wycen w całym segmencie funduszy obligacji krótkoterminowych, tym wyższe im większy udział portfeli tychże funduszy w części korporacyjnej i im dłuższy średni termin zapadalności „WZ-tek” w części skarbowej.

Notowania zmienno-kuponowych obligacji skarbowych (WZ)



Źródło: Bloomberg, cztery ostatnie cyfry nazwy obligacji oznaczają odpowiednio miesiąc i rok zapadalności, nominal = 100

Obligacje zagraniczne

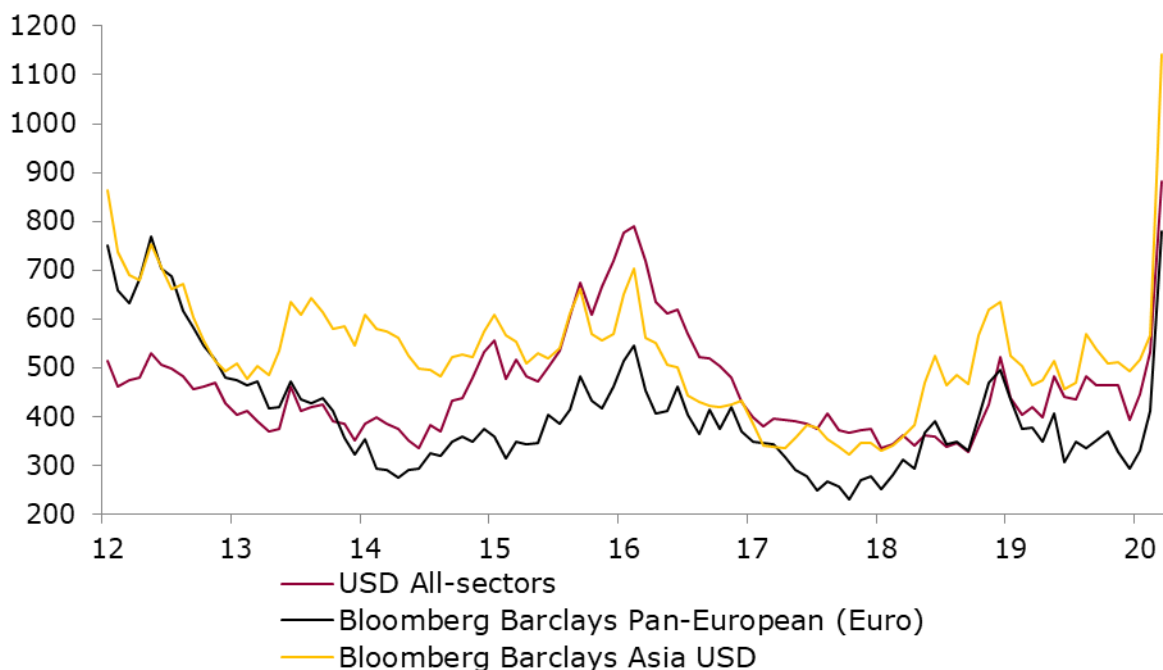
Stany nadzwyczajne w szeregu gospodarek doprowadziły do wzrostu awersji do ryzyka, która zmanifestowała się gwałtownym wzrostem premii kredytowych, zarówno w segmencie obligacji o ratingu inwestycyjnym (IG – investment grade), jak i subinwestycyjnym (HY – high yield).

Wsparcie rynków przez Fed w postaci nieograniczonego skupu obligacji skarbowych oraz po kilkaset mld USD dedykowanych konkretnym segmentom obligacji: municypalnych, hipotecznych oraz korporacyjnych, podobnie jak w przypadku rynków akcji, zniwelowało po ok. połowę strat.

Dzięki zdecydowanej reakcji Fed na największym rynku obligacji korporacyjnych IG – USA (ponad 7 bln USD) w marcu doszło nawet do rekordowo wysokich emisji na rynku pierwotnym (ponad 500 mld USD).

Jednym z ważniejszych tematów w obszarze zagranicznych obligacji korporacyjnych jest natomiast w obecnej sytuacji pogarszanie się standingu emitentów i spadki z segmentu IG do HY. Fed świadom tego procesu inwestuje w oba segmenty rynku, zarówno poprzez ETF-y, jak również obejmując krótkoterminowe papiery dłużne firm, których rating pogorszył się po 25 marca.

Premie kredytowe w segmencie obligacji *high-yield* w pkt. bazowych (100 = 1%)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

W najbliższych tygodniach spodziewamy się stabilizacji notowań w segmencie IG, gdzie emitenci będą w razie potrzeby korzystać ze wsparcia banków centralnych i rządów, a

niedowważamy segment HY, który, mimo iż oferuje wysokie rentowności (ok. 8% zarówno w USD i EUR), to jednak będzie w najbliższym czasie musiał się zmierzyć z szeregiem wyzwań po stronie dochodowej.

Surowce

Uzgodnione w trakcie Świąt Wielkanocnych cięcie wydobycia o 10% na dwa miesiące przez kartel OPEC wspólnie z Rosją i USA na wniosek tego ostatniego, prawie nie wzruszyło cenami ropy, który jest najmocniej przez koronawirusa poturbowanym surowcem.

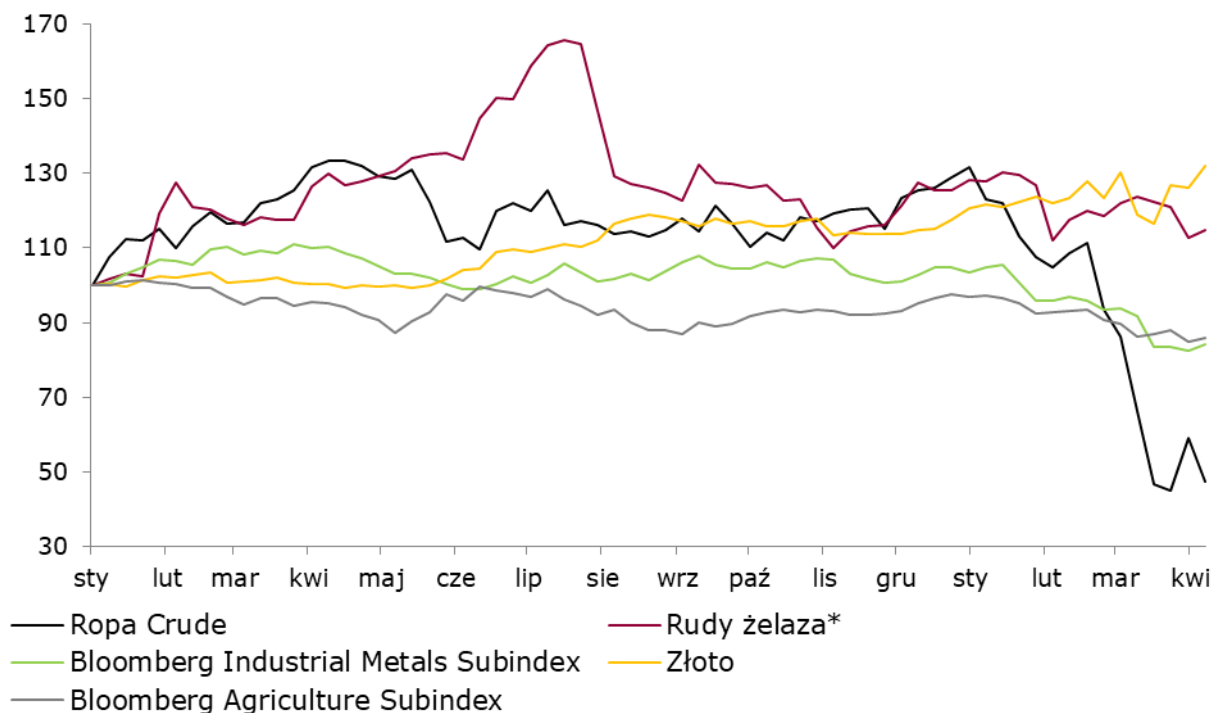
Skala spadku cen ropy oddaje wyraz obaw o trwałą zmianę globalnej gospodarki, z dużym mniejszym zapotrzebowaniem na transport, podróże itp. Wg niektórych szacunków w okresach „zamknięć gospodarek” konsumpcja ropy może spadać nawet o 30%.

Lobby „nafciarzy z Texasu” i wysokokosztowych producentów sektora

łupkowego, którzy wysforowali w ostatnich latach USA na 1. miejsce na świecie pod względem produkcji, przy jednocześnie zachowaniu statusu importera netto tego kraju, mocno naciskało D. Trumpa na interwencję dyplomatyczną w celu podniesienia cen.

Jednocześnie na najwyższych od 8 lat poziomach cen znalazło złoto (w relacji do ropy na najwyższym poziomie w historii). Inwestycyjny popyt złoty kruszec zawdzięcza m.in. globalnemu wzrostowi podaży pieniądza w wyniku interwencji czołowych banków centralnych na rynkach obligacji.

Zachowanie cen surowców od stycznia ubiegłego roku (2019.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, * 62% port Cingdao

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów (wycena na 31.03.20)

AKCJE - regiony	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	-13,7%	-21,7%	-15,0%	-13,0%	-1,5%	4,1%
MSCI World	USD	-13,5%	-21,4%	-15,0%	-12,1%	-0,1%	6,4%
MSCI Emerging Markets	USD	-15,6%	-23,9%	-15,2%	-19,8%	-11,5%	-12,9%
MSCI EM Asia	USD	-11,9%	-18,3%	-8,4%	-14,1%	-2,5%	-3,8%
MSCI EM Latin America	USD	-34,6%	-46,0%	-40,9%	-42,6%	-39,6%	-35,7%
MSCI EM Europe	USD	-23,1%	-36,7%	-28,4%	-25,9%	-16,8%	-8,3%
MSCI Poland	USD	-15,7%	-30,4%	-31,5%	-36,4%	-32,4%	-39,0%
MSCI Frontier Markets	USD	-23,2%	-27,7%	-23,1%	-22,8%	-21,2%	-27,5%
S&P500 - USA	USD	-12,5%	-20,0%	-13,2%	-8,8%	9,4%	25,0%
Russell 2000	USD	-21,9%	-30,9%	-24,3%	-25,1%	-16,8%	-8,0%
MSCI Europe	EUR	-14,6%	-23,1%	-19,0%	-16,1%	-16,7%	-20,6%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-14,8%	-23,0%	-18,6%	-15,6%	-16,0%	-19,4%
DAX - Niemcy	EUR	-16,4%	-25,5%	-20,1%	-13,8%	-19,3%	-17,0%
CAC40 - Francja	EUR	-17,2%	-26,5%	-22,6%	-17,8%	-14,2%	-12,7%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-22,2%	-28,9%	-26,6%	-26,6%	-35,1%	-41,1%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-22,4%	-28,2%	-22,9%	-19,9%	-16,8%	-26,4%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-13,8%	-24,8%	-23,4%	-22,1%	-22,5%	-16,3%
FTSE Nordic 30	SEK	-8,9%	-12,8%	-8,4%	-4,4%	4,9%	-6,1%
Nikkei - Japonia	JPY	-10,5%	-20,6%	-13,0%	-10,8%	0,0%	-1,5%
TOPIX - Japonia	JPY	-7,1%	-19,0%	-11,6%	-11,8%	20,7%	-9,1%
MSCI China	HKD	-7,1%	-10,7%	1,7%	-8,9%	15,3%	7,0%
Hang Seng China Enterprise	HKD	-9,7%	-16,3%	-9,5%	-18,8%	-2,1%	-5,2%
Kospi - Korea Płd	KRW	-11,7%	-20,4%	-14,9%	-18,0%	-18,8%	-14,0%
SENSEX - Indie	INR	-23,1%	-28,6%	-23,8%	-23,8%	-0,5%	5,4%
XU100 - Turcja	TRY	-15,4%	-21,7%	-14,7%	-4,4%	0,8%	10,9%
RTS- Rosja	USD	-21,9%	-34,5%	-23,9%	-15,3%	-8,9%	15,2%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-29,9%	-37,3%	-30,3%	-23,5%	12,4%	42,8%
WIG	PLN	-15,5%	-28,1%	-27,4%	-30,2%	-28,1%	-23,0%
AKCJE - segmenty	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	-21,2%	-30,5%	-24,0%	-24,4%	-17,2%	-10,0%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-12,8%	-20,7%	-13,8%	-11,7%	0,6%	6,5%
WIG20	PLN	-14,5%	-29,7%	-30,4%	-34,6%	-30,5%	-36,9%
WIG20 total return	PLN	-14,5%	-29,7%	-30,4%	-32,5%	-25,2%	-27,7%
mWIG40	PLN	-20,4%	-27,2%	-23,0%	-31,3%	-39,9%	-23,6%
sWIG80	PLN	-11,8%	-14,4%	-10,6%	-13,8%	-37,4%	-23,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-3,9%	-11,9%	-0,1%	-0,6%	18,2%	14,1%
MSCI World Energy	USD	-29,6%	-45,4%	-43,2%	-48,2%	-48,0%	-52,6%
MSCI World Financials	USD	-22,6%	-32,3%	-26,7%	-23,2%	-23,0%	-17,3%
MSCI World Metals&Mining	USD	-14,5%	-30,0%	-21,7%	-28,4%	-18,1%	-17,3%
MSCI World Industrials	USD	-18,0%	-26,5%	-21,3%	-18,9%	-10,1%	0,3%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-14,8%	-22,2%	-17,1%	-13,2%	3,0%	10,1%
MSCI World Consumer Staples	USD	-5,2%	-13,7%	-11,9%	-7,0%	-2,1%	6,5%
MSCI World IT	USD	-9,3%	-13,3%	-1,5%	6,1%	49,3%	87,8%
Nasdaq	USD	-10,1%	-14,2%	-3,7%	-0,4%	30,3%	57,1%
Nasdaq100	USD	-7,7%	-10,5%	0,8%	5,9%	43,7%	80,3%
Eurostoxx Banks	EUR	-35,5%	-43,8%	-38,0%	-41,7%	-57,4%	-65,5%
WIG-Energia	PLN	-9,4%	-38,0%	-37,3%	-47,8%	-57,6%	-72,8%
WIG-Banki	PLN	-29,5%	-38,8%	-41,8%	-45,2%	-40,6%	-45,8%

Nawigator rynkowy Biura Maklerskiego Alior Banku 14 kwietnia 2020 r.

AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-10,1%	-15,4%	-7,3%	-2,3%	20,3%	29,2%
MSCI World Value	USD	-17,1%	-27,5%	-22,6%	-21,5%	-17,8%	-13,3%
SUROWCE	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-46,9%	-58,9%	-53,6%	-59,5%	-50,7%	-64,3%
Miedź	USD	-12,5%	-20,3%	-13,6%	-24,1%	-16,0%	-18,7%
Aluminium	USD	-11,0%	-16,2%	-12,3%	-21,2%	-23,5%	-16,2%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-3,3%	-9,9%	-3,5%	-5,3%	-25,0%	-31,2%
Rudy żelaza	USD	1,8%	-3,8%	-5,3%	2,7%	1,4%	
Węgiel koksujący	CNY	2,8%	10,1%	2,2%	5,6%	-4,9%	92,8%
Złoto	USD	-0,5%	3,9%	7,1%	22,0%	26,3%	33,3%
Srebro	USD	-16,1%	-21,7%	-17,8%	-7,6%	-23,5%	-16,1%
TR/Jefferies Commodity Index	USD	-23,6%	-34,4%	-30,0%	-33,7%	-34,5%	-42,5%
OBLIGACJE	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Skarbowe DM	USD	-0,9%	1,4%	1,1%	5,4%	12,1%	15,1%
Skarbowe inflacyjne DM	USD	-3,5%	0,3%	-2,4%	3,9%	8,7%	16,3%
USD Korporacyjne IG	USD	-7,1%	-3,6%	-2,5%	5,0%	13,1%	18,0%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-3,5%	-1,2%	-3,5%	2,2%	6,8%	6,8%
USD Korporacyjne HY	USD	-11,5%	-12,7%	-10,4%	-6,9%	2,3%	14,7%
EUR Korporacyjne HY	EUR	-13,6%	-15,1%	-13,0%	-9,8%	-4,2%	2,3%
EM skarbowe w USD	USD	-12,6%	-11,8%	-9,9%	-5,3%	1,3%	15,1%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-11,2%	-15,4%	-11,1%	-7,3%	-3,4%	0,7%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	1,2%	2,7%	2,8%	6,4%	16,2%	18,5%
POZOSTAŁE	Waluta	Marzec	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	0,0%	-1,6%	1,2%	-1,7%	3,6%	2,8%
EUR/PLN	PLN	5,2%	7,1%	4,2%	5,8%	7,6%	11,8%
CHF/PLN	PLN	5,6%	9,5%	6,8%	11,4%	8,4%	10,0%
USD/PLN	PLN	5,2%	8,8%	3,0%	7,6%	3,9%	8,7%
USD/JPY	USD	0,5%	1,0%	0,5%	3,1%	3,6%	11,7%
Bloomberg USD Index	USD	3,1%	5,2%	2,3%	4,0%	2,0%	3,9%
MSCI EM Currency Index	USD	-3,5%	-6,0%	-2,7%	-4,6%	-0,9%	1,3%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-7,7%	-12,9%	-11,2%	-14,5%	-21,4%	-27,6%
Europe REITS	EUR	-30,8%	-37,6%	-34,5%	-30,8%	-30,6%	
US REIT's	USD	-22,2%	-27,8%	-29,1%	-24,1%	-19,5%	-20,5%

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.

