



**ALIOR
BANK**

BIURO MAKLERSKIE

RZĄDY

BEZPRECEDENSOWA POMOC RZĄDÓW ORAZ BANKÓW CENTRALNYCH

**BANKI
CENTRALNE**

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
Maj 2020

Epidemia koronawirusa, wraz z idącymi za nią stanami nadzwyczajnymi w szeregu gospodarek doprowadziły na początkowym etapie do gwałtownego wzrostu popytu na gotówkę (motyw przezornościowy) oraz obniżyły wszelkie wskaźniki sentymentów gospodarczych (bieżących i przyszłych).

W bilansach spółek i państw zaczęły powstawać „dziury” związane z ubytkiem przychodów. Brak zdolności przychodowej (dobrym przykładem są tutaj np. REIT-y) wpłynął błyskawicznie na spadek wartości aktywów, a spadek wartości aktywów na... „dziury” w bilansach ze względu na nominalną stałość znajdujących się po drugiej stronie równania sumy bilansowej wszystkich podmiotów – zobowiązań.

Nieskrępowany rozwój tego mechanizmu niechybnie prowadziły do zapaści niespotykanej w nowożytnej historii gospodarczej. Świadome tegoż i doświadczone podobnym kryzysem, ale jednak o nieco innej strukturze, całkiem niedawno, bo w 2008 roku banki centralne i rządy bardzo szybko przystąpiły do działań, łatając powstałe „dziury” w dochodach przedsiębiorstw rekompensatami, dotacjami, a dziury po stronie aktywów, skupami i deklaracjami skupu instrumentów finansowych.

To pozwoliło w okresie od III dekady marca niektórym segmentom rynku finansowego, jak np. głównym indeksom akcji amerykańskich poodrabiać nawet ok. 2/3 strat, podobnie w segmencie obligacji korporacyjnych emitentów o najwyższym standingu finansowym (IG). Wyceny szeregu klas aktywów m.in. na rynkach wschodzących, rynków akcji krajów rozwiniętych (DM) innych aniżeli USA, czy obligacji *high-yield* poodrabiały znacznie mniej, w okolicy 25%-50% wartości.

Jeśli chodzi o sytuację epidemiczną, to biorąc pod uwagę wprowadzone środki ostrożnościowe w zakresie przemieszczania się i kontaktu ludzi, we wszystkich najważniejszych krajach zachodnich obserwujemy obecnie trendy spadkowe, zarówno nowych przypadków zachorowań, jak i śmiertelności, przy czym w niektórych krajach jak np. Wlk. Brytanii czy USA trend spadku ww. statystyk jest bardzo powolny.

Trendy wzrostowe zachorowań i śmiertelności utrzymują się natomiast w kilku gospodarkach zaliczanych do EM, na czele z Brazylią i Rosją.

Z epidemią niemal całkowicie uporały się najwyżej rozwinięte kraje azjatyckie, takie jak Chiny, Tajwan i Korea, i tam też poziom normalizacji działalności gospodarek posunął się najdalej.

Trwają globalnie szeroko zakrojona prace nad szczepionkami i skutecznymi lekami, ale ich powstanie oczywiście nie jest pewne, a gdyby nawet do niego doszło, to szerokie zastosowanie mało prawdopodobne.

Nie można zatem wykluczyć, że część struktury globalnej gospodarki zmieni się trwale, wszak pod presją pozostają globalne łańcuchy dostaw, pod znakami zapytania szereg inwestycji (m.in. branża, która przoduje w komunikatach o ograniczaniu nakładów inwestycyjnych, jest globalny sektor wydobywczy). Szeroko stosowana pracy z domu przyspieszyła transformację cyfrową przedsiębiorstw, z kolei zamknięcia galerii handlowych skokowy wzrost znaczenia e-commerce. Część przedsiębiorstw trwale będzie zmuszona obniżyć skalę aktywności (przemysł lotniczy).

Podsumowując rządy i banki centralne stoczyły na razie pierwszą bitwę w wojnie z koronawirusem, podwyższając sentyment do rynków finansowych i mitygując ryzyko niewypłacalności największych – ważnych systemowo przedsiębiorstw. Rzeczywiste dane gospodarcze, jak dynamiki spadku PKB w czołowych gospodarkach wskazują na największe załamanie od czasów II wojny światowej (Europa Zachodnia) lub od kryzysu 2008 roku (USA). Jeszcze gorszych danych należy oczywiście oczekiwać za II kwartał.

Banki centralne oczywiście mogą pozwolić sobie na dowolny dodruk pieniądza, rządy na nieskrępowane wydatki, ale tylko pod warunkiem posiadania własnej waluty, która ma status poważania przez inne banki centralne jako waluty rezerwowej, dlatego potencjalnie najtrudniejszą pozycję w ratowaniu własnych gospodarek mają kraje EM inne niż azjatyckie - o dużym udziale w PKB nisko przetworzonej produkcji (surowców) i turystyce.

We wszystkich jednak przypadkach ostatecznym rozrachunku o dochodach w gospodarce realnej, decydują praca, ziemia, kapitał, a nie pusty pieniądź. Im mniej będzie pracy, tym mniej dochodu w ujęciu realnym. A cała gotówka wpompowana na zatkanie rozmaitych „dziur” przychodowych i bilansowych, jeśli nie zostanie w porę.

ściągnięta z rynku z powrotem, przełoży się

niechybnie na trwale wysoką inflację. (zo)

Opis sytuacji gospodarczej

Za nami publikacje wstępnych szacunków PKB za I kwartał dla większości największych gospodarek świata. Te nie pozostawiły złudzeń co do skali wpływu epidemii na koniunkturę, potwierdzając przede wszystkim założenie silnego tąpnięcia konsumpcji prywatnej. Jednocześnie wciąż można w większości przypadków, a zwłaszcza w Europie, mówić o negatywnych niespodziankach w prezentowanych odczytach.

Gospodarka chińska w I kwartale ucierpiała najmocniej, ale też jako jedyna spędziła większość tego okresu w warunkach ograniczeń związanych z epidemią. PKB państwa środka tąpnął o 6,8% r/r, przy wcześniej regularnie odnotowywanych wzrostach rządu 6% r/r. Marzec przyniósł zauważalną odbudowę produkcji przemysłowej, ale zarówno słaby popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny nie rokuje szans na natychmiastowy powrót Chin do formy. Kwietniowe wskaźniki koniunktury sugerują raczej bardzo powolną odbudowę sektora usług oraz walkę sektora przemysłowego o skurczone zasoby odbiorców.

W Europie wybuch epidemii nastąpił na przełomie lutego i marca, zaczynając od Włoch. Tym samym dopiero marzec był dotknięty „lockdownami”. Wg wstępnych

szacunków Eurostat to wystarczyło, aby PKB spadł o 3,3% r/r przy oczekiwaniach z okresu pre-Covid rządu +1% r/r. Najmocniej ucierpiała gospodarka z większym udziałem usług, w tym turystyki. Francuski PKB skurczył się o 5,4% r/r, włoski o 4,8%, a hiszpański o 4,1%. Zasadniczo lepiej radziły sobie kraje Północy, w tym głównie Niemcy.

Najpóźniej, z największych gospodarek świata, wirus dotarł do USA. Tym samym straty w gospodarce będą odpowiednio przesunięte. Niemniej zarówno dane z rynku pracy, jak i wskaźniki koniunktury sugerują, iż Stany Zjednoczone w kwietniu również weszły w głęboki kryzys.

Przełom kwietnia i maja w Europie przyniósł wstępne kroki na drodze łagodzenia restrykcji epidemiologicznych, przy zauważalnym spadku przypadków Covid-19 w poszczególnych krajach. To, przy założeniu utrzymania epidemii pod kontrolą, powinno prowadzić do powolnej odbudowy koniunktury. Najświeższe prognozy KE sugerują, iż w Europie odbicie będzie usłane trudnościami i obarczone ryzykiem nawrotów Covid-19, a trwająca recesja będzie najgłębsza w historii UE. Jednocześnie projekcje dla Polski wyróżniają się pozytywnie na tle innych krajów. (js)

Prognozy gospodarcze dla krajów UE

	PKB (% , r/r)		Inflacja HICP (%)		St. Bezrobocia	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Świat	-3,5	5,2				
USA	-6,5	4,9	0,5	1,5	9,2	7,6
Strefa euro	-7,7	6,3	2,0	1,1	9,6	8,6
Niemcy	-6,5	5,9	0,3	1,4	4,0	3,5
Hiszpania	-9,4	7,0	0,0	1,0	18,9	17,0
Francja	-8,2	7,4	0,4	0,9	10,1	9,7
Włochy	-9,5	6,5	-0,3	0,7	11,8	10,7
Czechy	-6,2	5,0	2,3	1,9	5,0	4,2
Rumunia	-6,0	4,2	2,5	3,1	6,5	5,4
Polska	-4,3	4,1	2,5	2,8	7,5	5,3

Źródło: Komisji Europejskiej, runda wiosenna

GUS szacunek PKB za I kwartał przedstawi dopiero z końcem maja. Zakładamy wzrost o 1,5% r/r z silnym hamowaniem konsumpcji (silny wpływ ograniczeń w marcu) oraz traceniem impetu przez inwestycje (tu efekt Covid był niewielki). Dane z okresu sprzed

epidemii (styczeń – luty) sugerowały wzrost PKB o ok. 3 – 3,5% r/r.

Drugi kwartał będzie duży gorszy i wg naszego bazowego scenariusza PKB skurczy się w tym okresie o ok. 8% r/r, przy dwucyfrowym spadku konsumpcji prywatnej

w ujęciu r/r. W kolejnych kwartałach, przy założeniu utrzymania epidemii pod kontrolą, oczekujemy stopniowej odbudowy koniunktury. Naszą prognozę dynamiki PKB w '20 zrewidowaliśmy w dół do -2,8% r/r. Słabszy popyt w połączeniu z tańszym paliwem ograniczy wzrost cen i sprowadzi wskaźnik CPI w okolice celu inflacyjnego na koniec br. Tym samym problem wysokiej inflacji zniknie, niemniej RPP wg nas nie zmieni stóp procentowych w tym roku wobec

niepewnego otoczenia gospodarczego. Wzrost stopy bezrobocia przyspieszy i osiągnie kulminacyjne wartości ok. 9% na przełomie '20 i '21. Istotnym czynnikiem mitygującym pogorszenie na rynku pracy jest Tarcza Anty kryzysowa, a badania PFR i PIE z początku kwietnia sugerują jej pozytywny wpływ na kondycję przedsiębiorstw. W kolejnym roku oczekujemy zauważalnego odbicia w gospodarce (PKB +3,4% r/r). (js)

Prognozy gospodarcze dla Polski

	2018	2019	2020P	2021P
Wzrost gospodarczy				
PKB (realna zmiana)	5,1	4,1	-2,8	3,4
Investycje (realna zmiana %)	8,7	6,9	-5,0	4,1
Konsumpcja prywatna (realna zmiana w %)	4,5	3,9	-4,2	4,6
Ceny i płace				
Inflacja CPI - koniec okresu	1,1	3,4	2,2	2,7
Rynek pracy				
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,8	5,2	8,9	7,2

Źródło: Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Banku z dnia 26.04.2020 r.

Wskaźniki PMI sektora przemysłowego – odczyty miesięczne za 5 ostatnich lat

	2020-04	2019-04	2018-04	2017-04	2016-04
Polska	31,9	42,4	48	47	46
Szwecja	36,7	42,6	53	52	48
Czechy	35,1	41,3	47	45	44
Węgry	33,6	28,5	50	52	54
Rosja	31,3	47,5	48	48	46
Turcja	33,4	48,1	52	51	50
Brazylia	36,0	48,4	52	51	50
Meksyk	35,0	47,9	50	49	47
Norwegia	42,0	41,4	52	51	55
Irlandia	36,0	45,1	51	51	50
Austria	31,8	45,8	50	49	46
Grecja	29,5	42,5	56	54	54
Hiszpania	30,8	45,7	50	49	47
Włochy	31,1	40,3	49	49	46
Francja	31,5	43,2	50	51	50
Niemcy	34,5	45,4	48	45	44
strefa euro	33,4	44,5	49	48	46
UK	32,0	47,8	52	50	48
USA	36,0	48,5	51	52	53
Japonia	41,9	44,8	48	49	48
Chiny	49,4	50,1	51	52	52
Korea	41,6	44,2	49	50	49
Tajwan	42,2	50,4	50	52	51
Indonezja	27,5	45,3	52	49	48
Australia	35,8	53,7	44	45	48
Indie	27,4	51,8	55	55	53

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

Jeśli chodzi o najbardziej popularny i miarodajny wskaźnik wyprzedzający koniunktury, jakim jest wskaźnik PMI, wyliczany na podstawie ankiet menedżerów ds. zakupów, to widzimy przede wszystkim szerokość recesyjnych stanów gospodarki (w

przeciwieństwie do np. kryzysu z 2008 roku, który dotknął głównie kraje rozwinięte), jak również relatywnie najlepszą sytuację gospodarczą na przyszłość krajów azjatyckich na czele z Chinami.

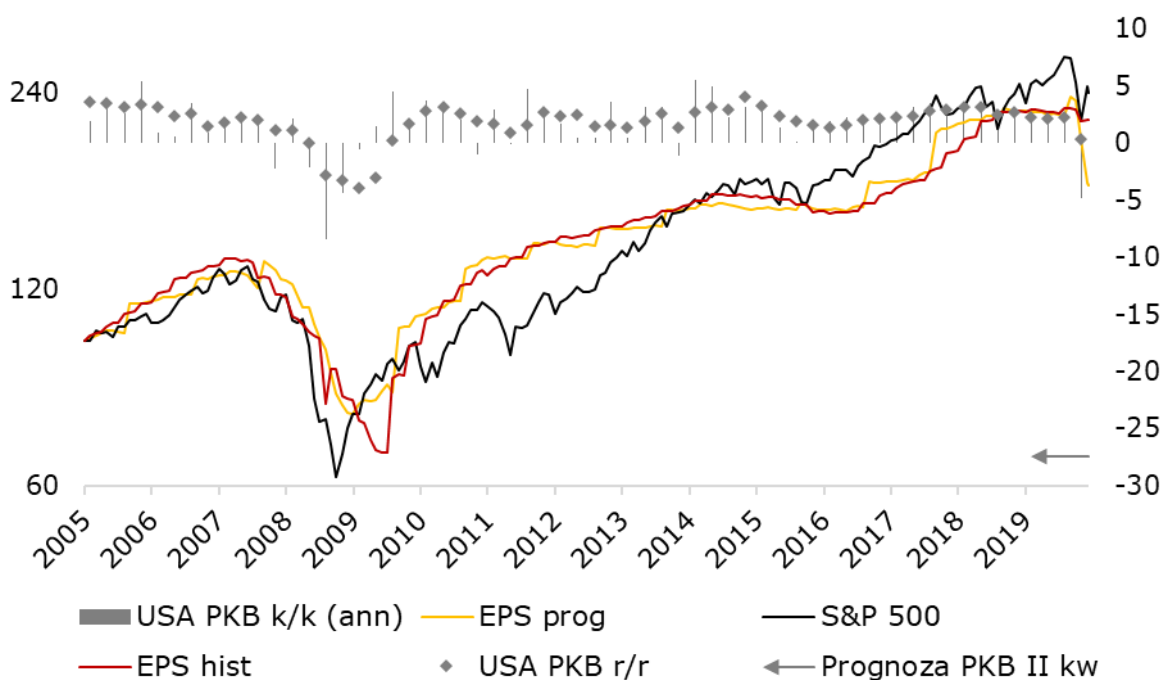
Akcje

Rynki rozwinięte - USA

Kwiecień przyniósł mocne odreagowanie na głównych rynkach akcji, przede wszystkim amerykańskim i zachodnioeuropejskim. Ostateczny wpływ pandemii koronawirusa oraz podjętych działań w stronę ograniczenia aktywności gospodarczej (lockdown) jest w długim terminie trudny do oszacowania, przez co rozstrzał prognoz na najbliższy rok jest duży. Natomiast w krótkim terminie na rynkowe nastroje bardzo silnie oddziałują zdeterminowane działania największych banków centralnych wprowadzających w niespotykanej dotąd skali skup aktywów, obejmujących swoim zasięgiem po raz pierwszy również obligacje korporacyjne,

również te wysokodochodowe. Ogromna mobilizacja banków centralnych sprowadzająca stopy procentowe na historycznie niskie poziomy nie pozostawia wielu alternatyw dla rynków akcji. Nawet przy znacznym przewartościowaniu aktywów kapitałowych inwestorzy wierzą, że oczekiwana stopa zwrotu będzie wyższa od rentowności obligacji skarbowych, które realnie (tzn. przy uwzględnieniu inflacji) są ujemne. Nie zmieni to jednak w równie krótkim czasie wyników przedsiębiorstw, które są pod silną presją spadkową, i II kw. prawdopodobnie będzie najgorszym w tym roku.

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

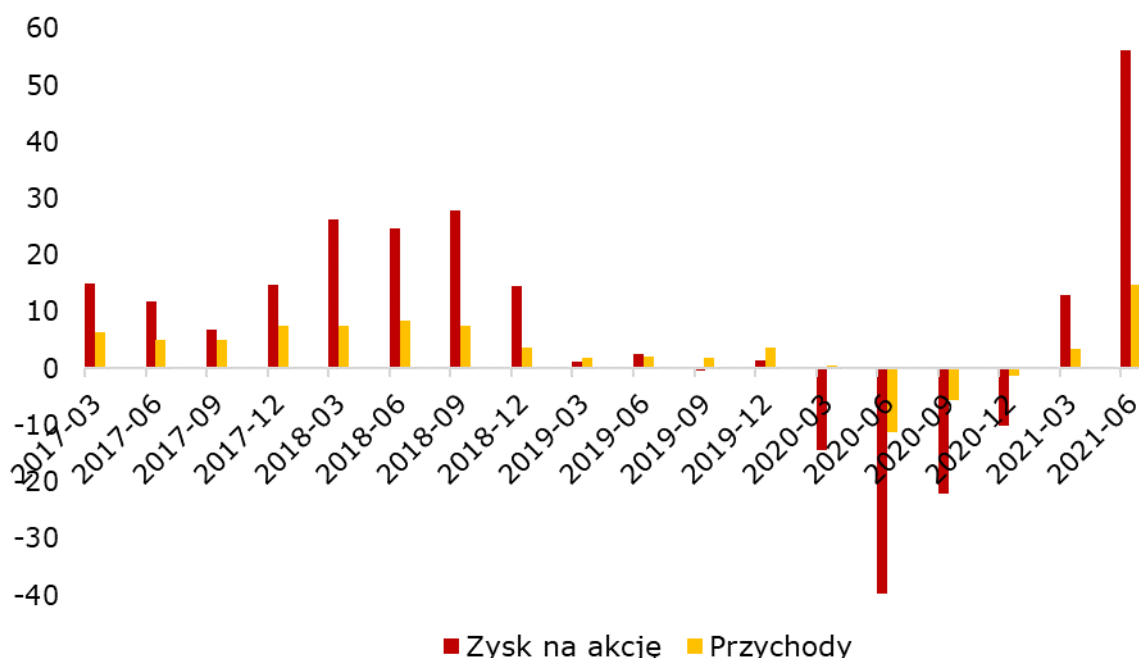
Wg ostatnich prognoz (Bloomberg, 01.05.2020) zysk na akcję indeksu S&P500 w II kw. ma być niższy o blisko 40% licząc r/r. II półrocze pozostanie również z ujemną dynamiką, ale powinna ona się zmniejszać. Istotne ożywienie i powrót na ścieżkę wzrostu ma być obserwowane dopiero w I połowie przyszłego roku. Jak jednak wskazują ostatnie wypowiedzi regionalnych szefów FED, oczekiwane ożywienie na poziomie całej amerykańskiej gospodarki jest obarczone wysokim stopniem niepewności i może być

silnie zróżnicowane regionalnie. Kwintesencją chwiejności wycen rynkowych była wycena kontraktów terminowych na ropę z majową dostawą, która osiągnęła ujemne wartości blisko -40 USD/bbl. Pozostaje jedynie zgadywać, jak to się odbije na szeroko rozumianym sektorze wydobywczym. W odniesieniu do rynku ogółem naszym zdaniem wciąż utrzymuje się ryzyko m.in. przetestowania ostatniego dołka, co oznacza, że bieżąca zwyżka może być jedynie korektą w krystalizującym się trendzie spadkowym.

Przywołując wydarzenia sprzed 12 lat, można zauważyć, że mającej wówczas miejsce recesji towarzyszył mocny spadek zysków, zarówno odnotowanych historycznych, jak i rewidowanych prognozowanych, oraz powodowany tym mocny spadek giełdowych wycen. Jeżeli teraz prognozowany spadek PKB w ujęciu kwartalnym ma przewyższyć ówczesne załamanie i wpłynąć adekwatnie na pogorszenie wyników finansowych historycznych, jak i prognozowanych, to bieżące wyceny rynkowe jeszcze nie uwzględniają w pełni tego faktu i naszym zdaniem wykazywany relatywny optymizm stoi na kruchych podstawach. Należy tutaj jeszcze dołożyć historię 2019r., gdzie dla

spółek amerykańskich, które pod kątem indeksu S&P500 wzrosły o blisko 30%, zysk na akcję pozostał na niemal niezmiennym poziomie, co już odrywało rynkowe wyceny od fundamentów. Natomiast w 2018 r. znaczny udział we wzroście wyników miała wprowadzona wcześniej obniżka podatków dla przedsiębiorstw. Obecnie, mimo ostatniej przeceny na rynku amerykańskim, podstawowe wskaźniki P/E lub EV/EBITDA (historyczne i prognozowane) są na poziomie wyższym niż w szczycie hossy w 2007 r. To również pokazuje, jaki poziom wycen i optymizmu towarzyszył okresowi jeszcze sprzed obecnej pandemii i dlaczego ryzyko ponownych spadków nie zostało zażegnane.

Konsensus prognoz dynamik r/r zagregowanego zysk na akcję oraz przychodów dla indeksu S&P500



Źródło: Bloomberg

Analogiczne ryzyka dostrzegamy dla akcji europejskich. Tutaj dodatkowym problemem jest fakt, że ultrałagodna polityka banku centralnego (ECB) była już prowadzona od dłuższego czasu przed pandemię i nie zdołała istotnie poprawić koniunktury gospodarczej, którą cechowało postępujące spowolnienie. Ponadto wpływ działań banku centralnego będzie inaczej oddziaływał na poszczególne gospodarki unii walutowej, inny jest również poziom zadłużenia poszczególnych państw z np. Włochami na poziomie ponad 130% PKB oraz Francją i Hiszpanią bliskimi prognozy 100% PKB, jak również Niemcami, Holandią i

Finlandią bliżej poziomu 60%. Od strony rynkowej w strukturze głównych indeksów paneuropejskich dominują w większej mierze spółki produkcyjne, które naszym zdaniem są pod silniejszą presją obecnych wypadków (pandemia i konsekwencje) niż np. spółki amerykańskie, gdzie większy udział w głównych indeksach mają spółki technologiczne. Podtrzymujemy ogólnie negatywne nastawienie do akcji rynków rozwiniętych, ale z lekką preferencją (jeżeli już mieć akcje w portfelu) dla akcji amerykańskich, ze wskazaniem na sektory IT oraz ochrony zdrowia. (mb)

Emerging Markets

Kwiecień- miesiąc, w którym wszystko rozkwita, przyniósł również ożywienie gospodarcze wśród krajów azjatyckich. Stopniowe znoszenie przez rządy ograniczeń spowodowały zwiększenie aktywności przetwórczej przedsiębiorstw. Na przełomie marca i kwietnia przedsiębiorstwa zaczęły intensywniej przygotowywać się do powrotu do „normalności”. Dla przykładu większość firm logistycznych wdrożyło rozwiązania problemów „wąskich gardeł”, które podczas epidemii istotnie ograniczyły ich efektywność. Ze względu na zamknięcie gospodarek Europy zachodniej i USA, które są głównymi odbiorcami produktów „Made in China” kraje Dalekiego Wschodu, w tym Chiny, musiały opracować strategię powrotu na ścieżkę rozwoju gospodarczego z założeniem przeciągnięcia się na drugi kwartał 2020 roku braku popytu ze strony największych gospodarek.

Efektom tego jest wzmożony ruch na drogach, zwłaszcza międzymiastowych, których przepustowość jest wykorzystana w 70%. Oprócz segmentu transportowego ożywienie widoczne jest również w portach i centrach przeładunkowych, skąd towary są wysyłane do krajów graniczących z Chinami. Tutaj również warto wspomnieć o działaniach mających na celu zapewnienie ciągłości łańcucha dostaw podzespołów wykorzystywanych przez producentów elektroniki użytkowej. Dla przykładu objęcie kwarantanną terytorium Filipin spowodowało przeniesienie przez koreańskich producentów takich jak Samsung czy LG produkcji podzespołów na terytorium Chin. Godnym zauważenia jest też fakt, że nawet obchody świąt Nowego Roku oraz wybuch epidemii nie

spowodowały zawieszenia działalności przez producentów sprzętu elektronicznego- jedynie jej ograniczenie.

Co ciekawe, brak popytu ze strony gospodarek Zachodu nie przeszkodził chińskiej gospodarce na powrót do ścieżki wysokich nadwyżek handlowych – po niewielkich deficytach w styczniu i lutym, w marcu nadwyżka wyniosła 198 mld, a w kwietniu ponad 450 mld USD, czyli znacznie powyżej średniej z ubiegłego roku (historyczny max to ok. 600 mld USD).

Ożywienie również jest widoczne w segmencie telekomunikacyjnym. Wraz z opanowaniem epidemii chiński rząd ponowił prace nad wdrożeniem technologii 5G, która w założeniu ma do końca roku pokryć swym zasięgiem całe terytorium Chin. Dowodem tych działań jest złożenie przez chińskie władze u telekomunikacyjnego giganta – China Mobile zamówienia na dostarczenie i uruchomienie 232 tys. stacji nadajnikowych pracujących w technologii 5G. Umożliwi to Chinom przejście w erę informacji modelu gospodarki opartej w głównej mierze na przetwórstwie przemysłowym.

Innym elementem wskazującym na powrót azjatyckich gospodarek do normalności jest ożywienie na rynku nieruchomości oraz po stronie konsumentów. Kwietniowy odczyt dynamiki wydatków konsumpcyjnych ponownie przyjął wartość dodatnią (0,24% m/m vs. -3,64% m/m w marcu), czemu sprzyjała m.in. tania ropa, której Chiny są największym importerem, a drugim po USA największym konsumentem. (jw)

Polska

W ostatnim miesiącu nastroje na GPW wyraźnie poprawiły się, po silnej przecenie, jaka miała miejsce w marcu. Główny indeks giełdowy WIG zyskał około 13%, natomiast indeks WIG20, skupiający największe spółki notowane na GPW, wzrósł o niespełna 12%. Nastrojom rynkowym sprzyjały stabilizujące się dane o nowych dziennych zachorowaniach, decyzja RPP dotycząca obniżki stóp procentowych do rekordowo niskiego poziomu 0,5%, a także podjęte przez rząd decyzje w walce z epidemią.

W związku z tym w poprzednim miesiącu zyskiwały indeksy prawie wszystkich sektorów GPW, poza indeksem WIG-Banki, który zniżył się o około 5%. Sektor bankowy absorbuje kryzys związany z wirusem m.in. w postaci niskich 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 muszą w całości rozliczyć w I kwartale.

Pod koniec kwietnia rząd przedstawił plan odmrażania gospodarki, który podzielony został na cztery etapy. W pierwszym etapie, od maja otwarte zostały z ograniczeniami galerie handlowe (odpowiadające za około 1/3 sprzedaży detalicznej w Polsce), hotele, instytucje kultury. W kolejnych etapach luzowane mają być obostrzenia w gastronomii oraz usługach, a także w wydarzeniach sportowych. Z kolei w ostatnim etapie uruchomione będą takie kategorie jak: kina, teatry, solaria, siłownie, kluby fitness itp.

Uchwalona ze zmianami tzw. tarcza finansowa, która dla firm utrzymujących zatrudnienie ma za zadanie zmniejszyć ciężar obciążeń publiczno-prawnych oraz zapobiec bankructwom, zwłaszcza w obszarze małych i średnich firm, uruchomiona została w końcu kwietnia. W jej ramach rząd przekaze przedsiębiorcom utrzymującym miejsca pracy pulę dodatkowych 100 mld zł, przy czym część dopłat może być bezzwrotna.

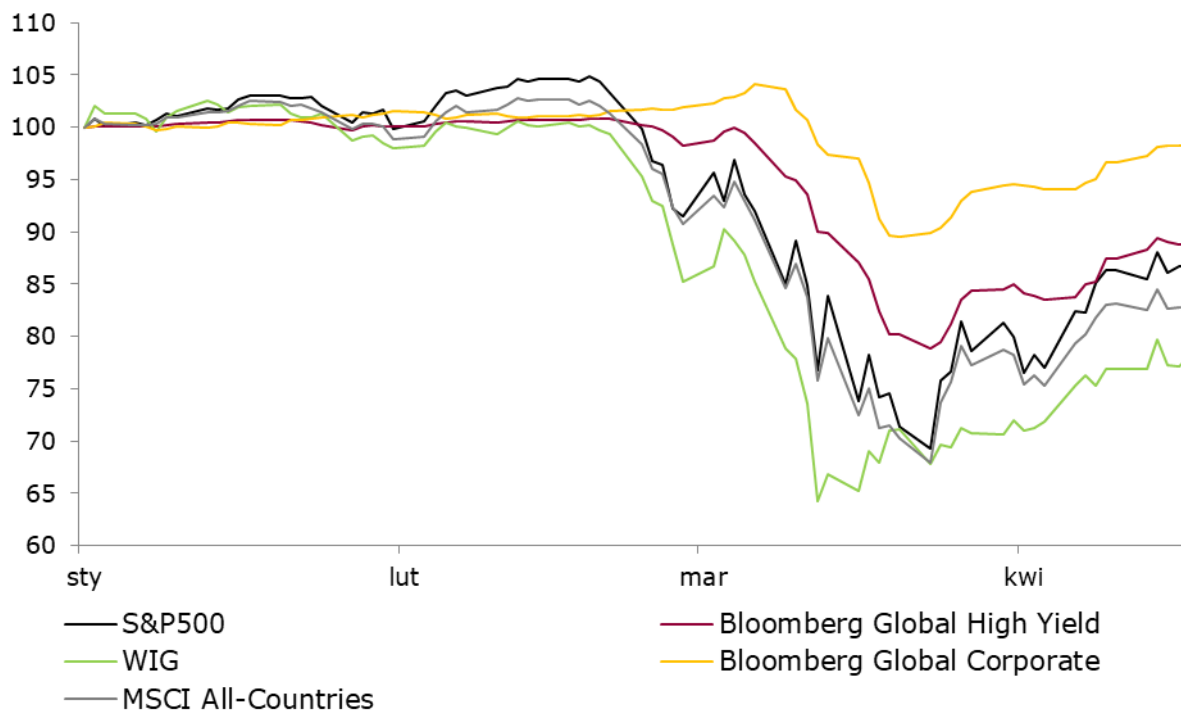
Polski rynek kapitałowy w dominującej części składa się ze spółek Skarbu Państwa oraz podmiotów finansowych. W sektorze finansowym praktycznie nie będzie możliwości wypłat dywidend w tym roku, po ostatnich zaleceniach KNF dotyczących wzmacniania bazy kapitałowej. Z kolei spółki Skarbu Państwa zaangażowane są (także finansowo) w walkę z kryzysem wywołanym epidemią.

Sezon publikacji wyników za I kw. dopiero się rozpoczyna, więc jest jeszcze za wcześnie, aby szerzej oceniać wpływ epidemii na wyniki spółek GPW w tym okresie. W przypadku banków rynkowe prognozy wskazują, że zysk netto w I kw. obniży się o 1/3 r/r oraz o ponad 40% k/k.

Ponadto jednoczesnemu odbiciu na GPW w kwietniu towarzyszyły wyraźne rynkowe rewizje w dół prognozowanych wyników spółek osiągniętych w najbliższych 12 miesiącach. Spodziewane wyniki spółek z indeksów WIG i WIG20 zostały obniżone po około 25%. W łącznym rozrachunku wskaźniki wycen oczekiwanych P/E (cena/zysk) wzrosły dla wszystkich sektorów i indeksów GPW, co zmniejszyło ich atrakcyjność przez pryzmat tego wskaźnika. Niezmiennie najtaniej wycenianym sektorem na GPW jest WIG-Energia, którego oczekiwany P/E na najbliższe 12 miesięcy wynosi zaledwie 5,0.

Całościowo nie widzimy podstaw do zmiany naszego nastawienia do akcji polskich, które w kwietniu obniżyliśmy do poziomu neutralnego, równego z innymi rynkami wschodzącymi ogółem. Nasze postrzeganie krajowego rynku akcji jest jednocześnie wyższe niż rynków rozwiniętych.

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

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

Źródło: Bloomberg, BM Alior Ban

Obligacje

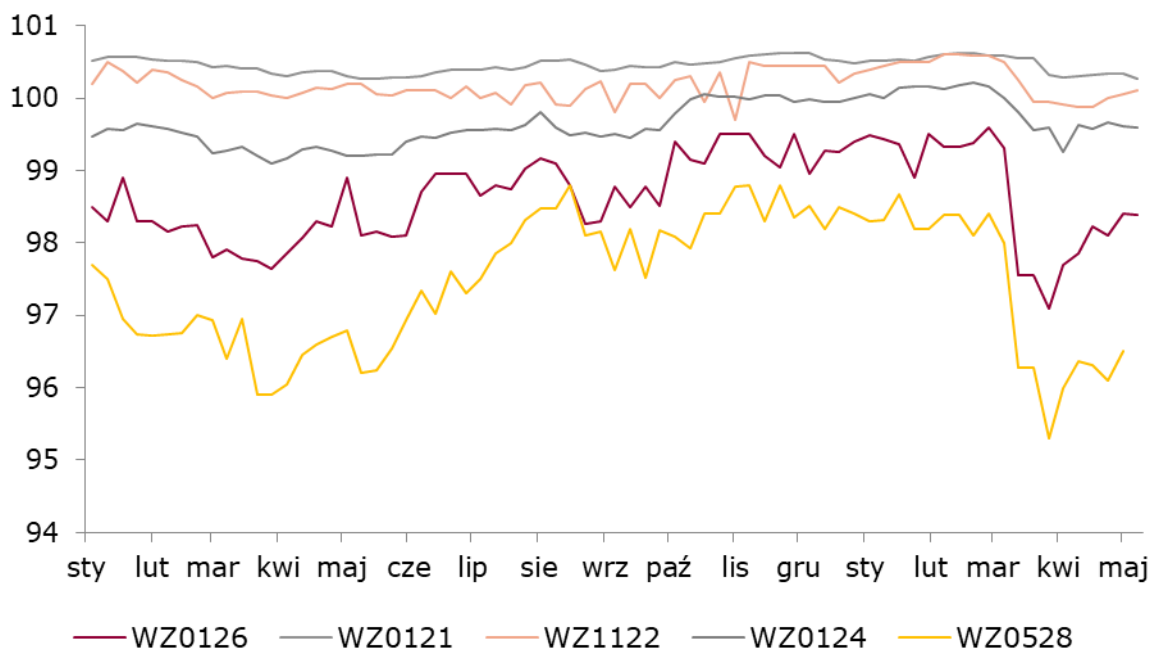
Obligacje polskie

Obniżka stopy procentowej NBP z 8 kwietnia o kolejne 0,5 pkt. proc. do 0,5 proc. nie zaszkodziła już wycenom zmiennokuponowych obligacji WZ (była antycypowana przez rynek), ale kupony, jakie wypłacają te papiery, podobnie jak wszystkich innych obligacji indeksowanych do WIBOR, będą w kolejnych okresach odsetkowych niższe.

W kwietniu podobnie, jak na zagranicznych rynkach, także na krajowym rynku mieliśmy do czynienia z odbudowaniem się (częściowym) wycen obligacji korporacyjnych.

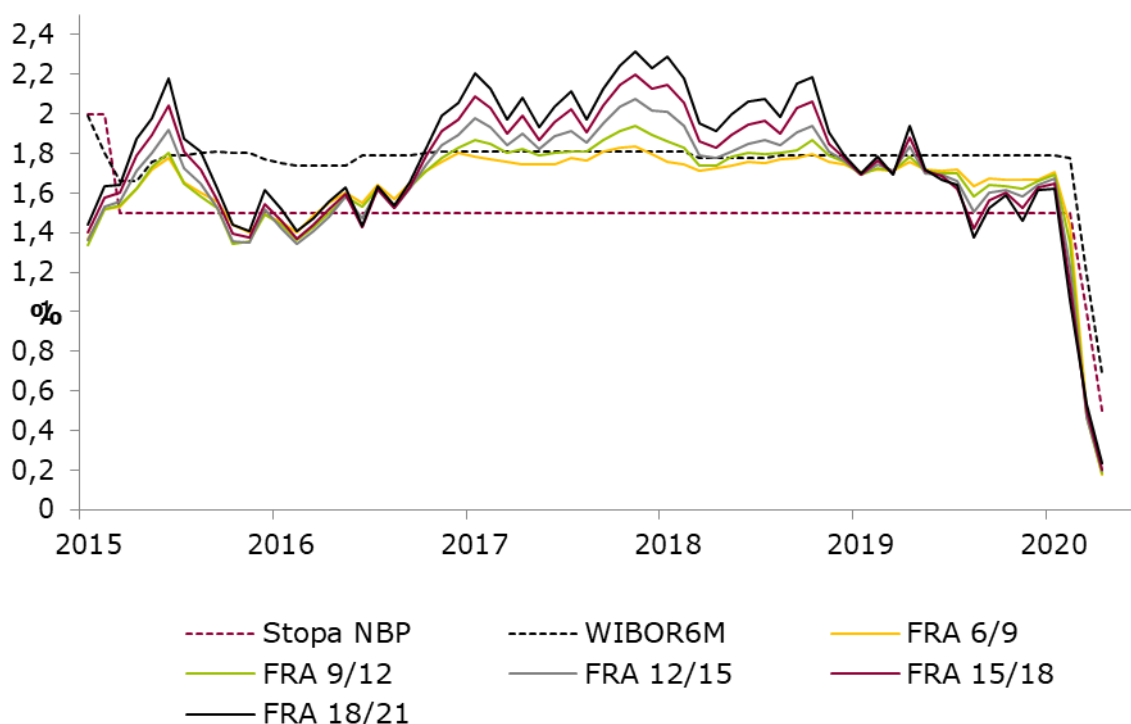
Po części był to efekt zapowiedzi do 5 mld zł zakupów ze strony Polskiego Funduszu Rozwoju oraz ustania odpływów w funduszach.

Notowania skarbowych obligacji zmiennokuponowych (WZ)



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

Notowania kontraktów przyszłej stopy procentowej rynku międzybankowego (FRA)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, kontrakt FRA 6/9 oznacza koszty 3-miesięcznej pożyczki na rynku międzybankowym za 6 miesięcy od dnia dzisiejszego

Pomimo dyskontowania przez rynek międzybankowy jeszcze jednej obniżki stopy procentowej NBP (wykres poniżej), jej prawdopodobieństwo oceniamy jako małe (w

ostatnim wywiadzie nie skłaniał się ku temu nawet dotychczas najbardziej zagorzały zwolennik obniżek spośród członków Rady Polityki Pieniężnej - E. Łon). Natomiast

zwiększone potrzeby pożyczkowe państwa, w połączeniu z dotychczas szybkim tempem zakupów obligacji przez NBP z rynku (tempo może być trudne do utrzymania w dłuższym terminie) mogą wywierać presję na spadek cen skarbowych obligacji stałokuponowych długoterminowych. Dla przykładu rentowność 10-letnich polskich skarbówek na początku maja kształtowała się powyżej 1,5%, czyli niewiele poniżej niż przed obniżką głównej

stopy NBP z 8 kwietnia.

Polski rząd, podobnie jak wszystkie inne, stać będzie w najbliższym czasie przed koniecznością sfinansowania ubytków przychodów budżetowych oraz programów pomocowych dla przedsiębiorstw, w związku z czym należy oczekiwać zwiększonych emisji papierów na rynku pierwotnym.

Obligacje zagraniczne

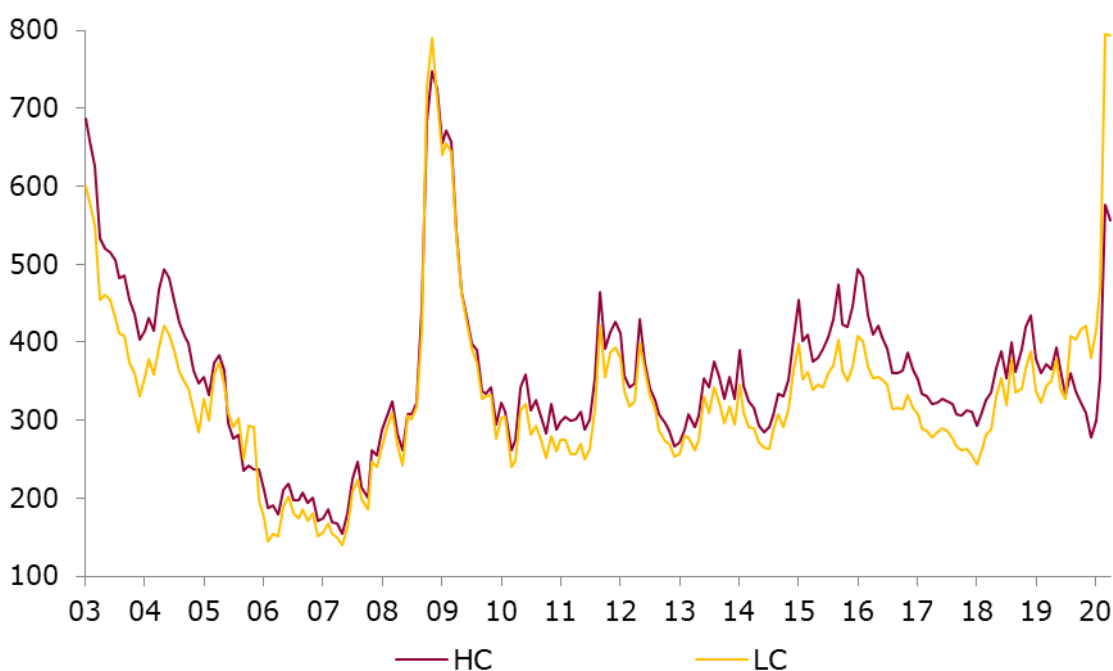
W kwietniu najmocniejsze odreagowanie spośród głównych segmentów obligacji zagranicznych miało miejsce w obszarze amerykańskich emitentów z ratingiem inwestycyjnym (IG – investment grade), u czego podstaw leżało objęcie przez Fed skupami tych obligacji. W zakresie ingerencji w rynek długu korporacyjnego, który zwłaszcza w USA pod względem wartości wyemitowanych papierów urósł względem poprzedniego kryzysu z 2008 r. Kilkakrotnie, Fed poszedł jeszcze dalej, mianowicie obejmując skupem także obligacje, które po 23 marca straciły rating inwestycyjny, jak również zapowiadając skup obligacji high-yield (tzw. *junk bonds*) poprzez ETF-y.

Niemal podwojenie się od września sumy bilansowej Fed to efekt jednak przede wszystkim w zasadzie nielimitowanych zakupów obligacji rządu USA (US Treasuries), przez co rentowność tych papierów utrzymana

jest na niskich poziomach (0,6%-0,7%), a inwestorzy „wypychani” są w segmenty obligacji z ryzykiem, czy to w przypadku obligacji korporacyjnych, czy to kraju – jak w przypadku obligacji zagranicznych z rynków wschodzących (EM).

Sz szczególnie ten ostatni segment jest w ostatnim czasie przedmiotem naszej dużej uwagi. Z jednej strony obligacje EM w walutach lokalnych są już notowane z premiami najwyższymi od ubiegłego kryzysu, z drugiej zaś natura obecnego kryzysu (szerokie występowanie), oraz duże implikacje na z reguły znaczące w krajach sektory surowcowe i turystyczne, przynajmniej częściowo zniżki walut krajów EM uzasadnia. Ważąc czynniki za i przeciw dla obligacji EM utrzymujemy nastawienie obniżone na przełomie lutego i marca do neutralnego.

Premia rentowności koszyków obligacji skarbowych z rynków wschodzących EM w pb.



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku, odpowiednio w „twardych” (HC) i lokalnych (LC)

Surowce

Ceny złota w dolarze na giełdach stabilizowały się w ostatnim czasie w okolicy 1700 USD za uncję. Ogólnie jednak popyt na złoto fizyczne wystrzelił ostatnio w górę, a sama giełda towarowa NYMEX odnotowała problemy z rozliczeniem fizycznych dostaw. Problemy z dostępnością złota inwestycyjnego sygnalizowały też mennice.

Sposobami zajęcia ekspozycji na ceny kruszcu w funduszach inwestycyjnych w zależności od rodzaju są: akcje spółek wydobywczych, kontrakty terminowe bez fizycznej dostawy, ETP – *exchange traded products* – syntetyczne instrumenty finansowe emitowane przez instytucje finansowe, mające za zadanie odzwierciedlać zmiany cen złota w wybranych walutach (najczęściej USD).

Dla pozostałych głównych surowców handlowanych na giełdach kwiecień był

miesiącem spadkowym. W przypadku metali przemysłowych, takich jak rudy żelaza, miedź, nikiel, aluminium obawiamy się opóźnionych efektów epidemii, mianowicie spadku popytu w wyniku spowolnienia bądź anulacji szeregu procesów inwestycji rzeczowych zarówno przedsiębiorstw, samorządów, rządów. Tego typu procesy charakteryzują się większą inercją aniżeli popyt konsumpcyjny czy inwestycje finansowe. Toteż w przypadku pojawienia się zewnętrznych bodźców nie hamują tak szybko, natomiast później odbudowują się dużo wolniej.

Niemal na pewno należy się liczyć ze wzrostem cen żywności. Regionalne susze, pozrywane łańcuchy dostaw, mają coraz istotniejsze znaczenie w zglobalizowanym i mocno wyspecjalizowanym rynku żywnościowym. (zo)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów (wycena na 30.04.20)

AKCJE - regiony	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	10,6%	-12,4%	-8,5%	-6,8%	7,5%	12,1%
MSCI World	USD	10,8%	-12,4%	-8,1%	-5,8%	9,3%	15,4%
MSCI Emerging Markets	USD	9,0%	-12,9%	-11,2%	-14,3%	-5,4%	-11,7%
MSCI EM Asia	USD	9,1%	-6,6%	-4,2%	-7,9%	4,2%	-1,7%
MSCI EM Latin America	USD	6,0%	-39,3%	-39,9%	-39,2%	-35,8%	-38,0%
MSCI EM Europe	USD	10,8%	-26,8%	-26,1%	-20,2%	-10,1%	-11,7%
MSCI Poland	USD	8,9%	-21,3%	-26,1%	-31,6%	-32,6%	-36,8%
MSCI Frontier Markets	USD	6,0%	-23,4%	-19,1%	-17,2%	-17,1%	-25,8%
S&P500 - USA	USD	12,7%	-9,7%	-4,1%	-1,1%	22,2%	39,7%
Russell 2000	USD	13,7%	-18,8%	-16,1%	-17,6%	-6,4%	7,4%
MSCI Europe	EUR	5,8%	-17,5%	-14,8%	-13,9%	-13,0%	-15,6%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	6,2%	-17,2%	-14,3%	-13,1%	-12,2%	-14,1%
DAX - Niemcy	EUR	9,3%	-16,3%	-15,6%	-12,0%	-12,7%	-5,2%
CAC40 - Francja	EUR	4,0%	-21,3%	-20,2%	-18,2%	-13,2%	-9,4%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	2,0%	-26,1%	-25,2%	-27,7%	-35,4%	-39,2%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	3,8%	-23,9%	-22,0%	-19,2%	-14,2%	-23,2%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	4,0%	-19,0%	-18,6%	-20,4%	-18,1%	-15,2%
FTSE Nordic 30	SEK	6,2%	-9,1%	-3,8%	-2,9%	7,6%	1,3%
Nikkei - Japonia	JPY	6,7%	-13,0%	-11,9%	-9,3%	5,2%	3,5%
TOPIX - Japonia	JPY	4,3%	-13,1%	-12,2%	-9,5%	20,7%	-8,1%
MSCI China	HKD	6,3%	0,1%	4,0%	-5,2%	19,3%	-2,4%
Hang Seng China Enterprise	HKD	4,4%	-6,3%	-8,4%	-17,0%	0,1%	-12,4%
Kospi - Korea Płd	KRW	11,0%	-8,1%	-6,5%	-11,6%	-11,7%	-8,4%
SENSEX - Indie	INR	14,4%	-17,2%	-16,0%	-13,6%	12,7%	24,8%
XU100 - Turcja	TRY	12,8%	-15,1%	2,7%	6,0%	6,8%	20,4%
RTS- Rosja	USD	10,9%	-25,8%	-20,9%	-9,9%	1,0%	9,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	10,3%	-29,2%	-24,9%	-16,4%	23,1%	43,2%
WIG	PLN	10,8%	-18,6%	-20,2%	-23,3%	-25,2%	-18,3%
AKCJE - segmenty	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	13,4%	-18,8%	-16,1%	-16,5%	-7,8%	0,4%
MSCI ACWI Large Cap	USD	10,3%	-11,6%	-7,4%	-5,6%	9,6%	14,3%
WIG20	PLN	9,0%	-20,2%	-24,9%	-29,4%	-30,6%	-34,4%
WIG20 total return	PLN	9,1%	-20,1%	-24,8%	-27,1%	-25,3%	-24,8%
mWIG40	PLN	15,0%	-18,3%	-11,6%	-20,8%	-32,5%	-15,2%
sWIG80	PLN	14,1%	-7,2%	3,1%	-2,5%	-28,2%	-14,9%
AKCJE - sektory	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	11,5%	-0,3%	6,1%	13,9%	29,4%	27,4%
MSCI World Energy	USD	16,1%	-30,2%	-32,9%	-40,1%	-38,2%	-49,4%
MSCI World Financials	USD	7,0%	-25,4%	-23,3%	-23,1%	-17,9%	-13,6%
MSCI World Metals&Mining	USD	20,3%	-10,2%	-8,1%	-11,0%	1,0%	-8,3%
MSCI World Industrials	USD	7,8%	-20,1%	-17,6%	-16,1%	-5,5%	6,5%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	17,0%	-8,4%	-5,2%	-3,6%	17,3%	27,7%
MSCI World Consumer Staples	USD	5,6%	-8,8%	-6,5%	-3,1%	2,1%	11,5%
MSCI World IT	USD	13,5%	-4,8%	7,7%	13,3%	65,5%	109,4%
Nasdaq	USD	15,4%	-2,9%	7,2%	9,8%	47,0%	79,9%
Nasdaq100	USD	15,2%	0,1%	11,3%	15,7%	61,2%	103,9%
Eurostoxx Banks	EUR	1,4%	-39,7%	-38,7%	-45,3%	-58,4%	-64,3%
WIG-Energia	PLN	10,2%	-24,6%	-31,9%	-38,2%	-53,1%	-70,3%
WIG-Banki	PLN	-4,9%	-40,5%	-44,2%	-49,2%	-47,2%	-50,9%

AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	12,7%	-6,3%	1,4%	5,8%	32,5%	43,5%
MSCI World Value	USD	8,6%	-18,8%	-17,5%	-17,0%	-11,1%	-8,5%
SUROWCE	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	-10,7%	-52,7%	-53,6%	-60,7%	-49,9%	-64,6%
Miedź	USD	5,7%	-6,5%	-10,8%	-18,9%	-9,3%	-18,4%
Aluminium	USD	-2,2%	-14,5%	-16,8%	-18,2%	-23,3%	-24,5%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	-5,7%	-10,2%	-10,5%	-7,6%	-28,4%	-34,8%
Rudy żelaza	USD	-4,7%	-9,3%	-6,4%	-10,1%	19,8%	
Węgiel koksujący	USD	-23,6%	-28,2%	-29,5%	-41,7%	-23,0%	
Złoto	USD	6,9%	6,1%	11,5%	31,4%	33,0%	42,4%
Srebro	USD	7,1%	-17,0%	-17,3%	0,1%	-13,0%	-7,3%
TR/Jefferies Commodity Index	USD	-3,8%	-31,2%	-33,7%	-36,4%	-35,5%	-48,9%
OBLIGACJE	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Skarbowe DM	USD	1,3%	1,3%	2,0%	7,4%	12,3%	15,3%
Skarbowe inflacyjne DM	USD	3,0%	0,5%	2,2%	7,2%	10,6%	19,8%
Bloomberg Barclays Global Inflation	USD	3,7%	-1,3%	0,6%	5,2%	9,1%	11,4%
USD Korporacyjne IG	USD	5,2%	-0,9%	2,0%	9,9%	17,8%	25,0%
EUR Korporacyjne IG	EUR	1,3%	-1,9%	-1,3%	3,5%	7,7%	9,4%
USD Korporacyjne HY	USD	4,5%	-8,8%	-6,6%	-4,1%	5,7%	18,4%
EUR Korporacyjne HY	EUR	6,2%	-10,1%	-7,8%	-5,5%	0,4%	8,4%
EM skarbowe w USD	USD	2,2%	-11,4%	-8,3%	-3,3%	1,9%	15,3%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	3,9%	-10,9%	-10,1%	-3,5%	-0,8%	1,5%
Bloomberg Barclays Global EM Gov	USD	2,4%	-2,6%	-0,6%	3,1%	10,2%	12,3%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	1,4%	4,0%	3,9%	8,3%	17,4%	21,3%
POZOSTAŁE	Waluta	Kwiecień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-0,7%	-1,2%	-1,8%	-2,3%	0,6%	-2,4%
EUR/PLN	PLN	-0,2%	5,8%	6,7%	6,1%	7,6%	12,5%
CHF/PLN	PLN	0,1%	7,0%	11,0%	14,6%	10,3%	11,3%
USD/PLN	PLN	0,5%	7,1%	8,6%	8,6%	7,0%	15,2%
USD/JPY	USD	0,3%	1,1%	0,8%	4,0%	4,0%	11,4%
Bloomberg USD Index	USD	-0,4%	3,9%	3,9%	3,6%	2,1%	6,6%
MSCI EM Currency Index	USD	0,6%	-4,4%	-3,9%	-3,8%	-0,4%	-0,4%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-0,3%	-10,9%	-12,7%	-14,3%	-21,7%	-29,6%
Europe REITS	EUR	3,5%	-34,5%	-34,9%	-29,9%	-30,4%	
US REIT's	USD	8,0%	-22,8%	-24,4%	-17,7%	-13,1%	-8,6%

Źródło: Bloomberg, * subindeks surowcowy Bloomburga, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

Ważne informacje

Powyższy materiał został przygotowany przez Biuro Maklerskie Alior Bank SA. Właścicielem niniejszego opracowania jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Łopuszańska 38D, 02-232 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, 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.