



Perspektywy rynkowe

**Scenariusze dla rynków
na II półrocze 2020 r.**

Data sporządzenia: 30 czerwca 2020 r.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

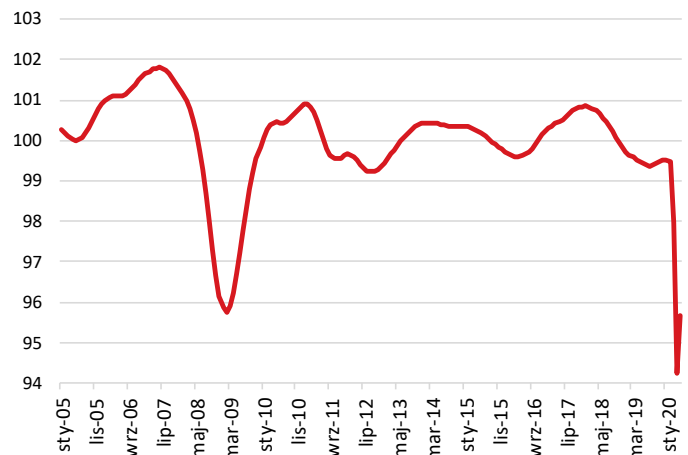
Wprowadzenie


Jacek Babiński, CFA

 Wiceprezes Zarządu
 odpowiedzialny za Pion
 Zarządzania Aktywami

Pierwsza połowa 2020 roku przyniosła bezprecedensowy wzrost niepewności co do dalszego rozwoju sytuacji. W konsekwencji obserwowaliśmy wręcz gigantyczną zmienność cen na światowych rynkach finansowych. Towarzyszył temu spadek aktywności gospodarczej (patrz wykres - OECD Total Composite Leading Indicator). Zamrożenie gospodarki na kilka tygodni doprowadziło nie tylko do załamania konsumpcji czy produkcji przemysłowej, ale także do szybkiego wzrostu stopy bezrobocia. Trudno znaleźć analogię obecnej recesji w odniesieniu do poprzednich kryzysów. Podstawową cechą jest fakt, że czynnik powodujący obecny spadek aktywności jest łatwo identyfikowalny, mowa o COVID-19. Tym samym jest on wywołany przez szok zewnętrzny, a nie jak w przypadku poprzednich klasycznych recesji przez narastające nierównowagi w sferze gospodarczej, które gwałtownie pękają (np. bańka na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w 2007 roku czy bańka internetowa z roku 2000) wywołując bolesną w skutkach konieczność dostosowania do nowych realiów.

Bezprecedensowa była również szybka reakcja instytucji w postaci luzowania polityki monetarnej (np. poprzez obniżki stóp procentowych) i fiskalnej (np. pakiety stymulacyjne czy ulgi podatkowe). O ile w USA, czy Unii Europejskiej, obniżki stóp procentowych, ale także inne niestandardowe metody stymulacji monetarnej, nie były nowością dla rynków finansowych, o tyle szybka reakcja Narodowego Banku Polskiego (NBP) w postaci wsparcia płynnością oraz obniżki stóp procentowych mogły być zaskoczeniem w świetle historycznie zachowawczej polityki polskiego banku centralnego.

OECD Total Composite leading indicator


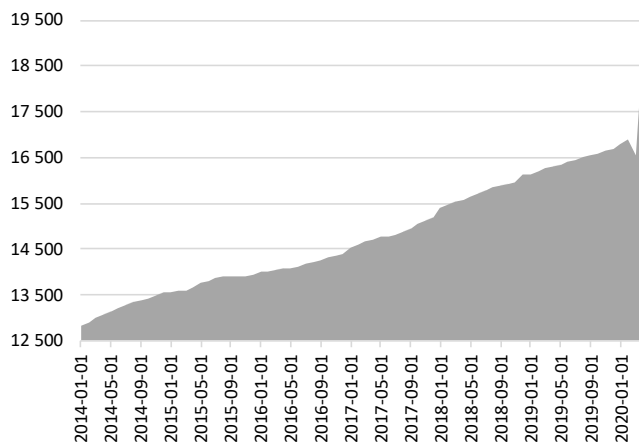
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

OECD Total Composite leading indicator - jest to wskaźnik wyprzedzający, który ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych. Pokazuje on wahania aktywności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału (czyli wartości 100). Jego konstrukcja koncentruje się na punktach zwrotnych (szczytach i spadkach). Pokazuje on kierunki zmian – a nie ich zakres wartościowy.

Novum w skali globalnej dla rynków finansowych oraz realnych gospodarek była też szybka reakcja rządów polegająca na ekspansywnej polityce fiskalnej (rozróżnia się politykę fiskalną ekspansywną (polegającą na przykład na zwiększaniu wydatków państwa, zmniejszaniu podatków) oraz restrykcyjną (polegającą na zmniejszaniu wydatków państwa, zwiększaniu podatków). Pakiety stymulacyjne wspierające konsumpcję oraz utrzymanie poziomu zatrudnienia w Europie Zachodniej i USA

przełożyły się pozytywnie na poprawę nastrojów konsumencjki zatrzymując negatywne tendencje z marca oraz pierwszej połowy kwietnia 2020 roku. Bezpośrednie transfery w postaci zasiłków, bezzwrotnych pożyczek, czy odroczenia szeregu płatności, rat kredytowych, pożyczek studenckich itp. doprowadziły do wzrostu dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych na niespotykaną skalę (patrz wykres poniżej).

Dochód rozporządzalny gospodarstw domowych w USA (miliardy dolarów amerykańskich)



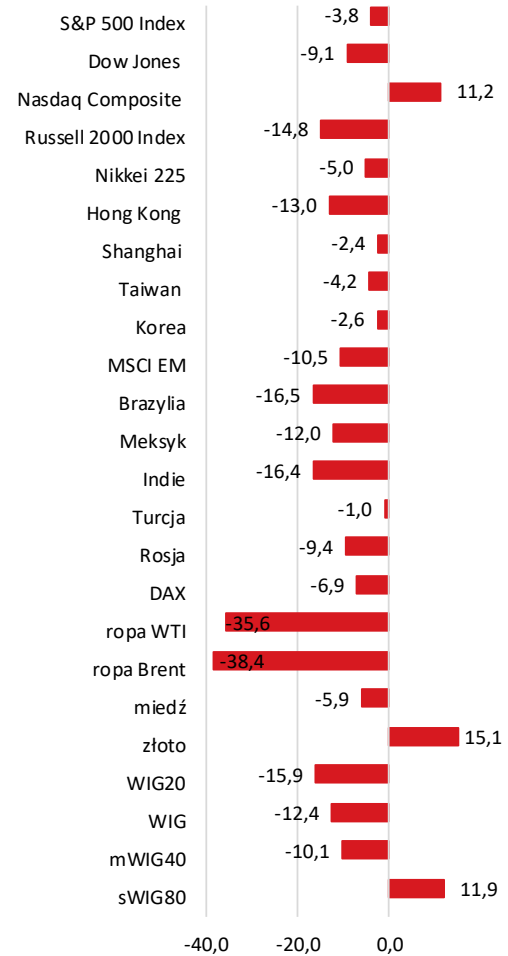
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Suma bieżących dochodów gospodarstw domowych z poszczególnych źródeł, pomniejszona o zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych, o podatki od dochodów z własności, podatki płacone przez osoby pracujące na własny rachunek oraz o składki na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne

Podobnie sytuacja kształtowała się na rynkach finansowych. Początkowo w reakcji na załamanie aktywności gospodarczej i rozprzestrzenianie się wirusa ceny ryzykownych aktywów (np. akcji czy obligacji korporacyjnych) całkowicie załamały się. Tempo tego załamania było największe we współczesnych czasach, a jego skala jedną z dotkliwszych. Parafrazując: ceny spadły szybko i mocno. I tu, podobnie jak w przypadku realnej gospodarki, indeksy giełdowe oraz rynki obligacji korporacyjnych zaczęły równie szybko odrabiać straty, a impet z jakim to robią zaskoczył niejednego sceptyka. Tempo poprawy na rynkach finansowych (zakres wzrostu cen) zdecydowanie wyprzedziło już poprawę w realnej gospodarce. Na chwilę obecną walory, które najsilniej wzrosły dyskontują optymistyczny scenariusz wzrostów na następne kwartały. Z punktu widzenia obserwatora rynku, który analizuje sytuację jedynie przez pryzmat cen na koniec poszczególnych kwartałów - zmiany indeksów i cen aktywów liczone od początku roku wydają się być stosunkowo niewielkie (patrz wykres).

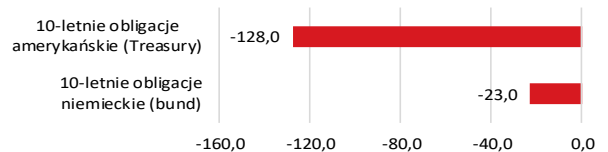
Ale nawet najprostsza analiza wskaże, jak bardzo zmienił się świat w przeciągu ostatniego półrocza i z jaką gigantyczną zmiennością cen mieliśmy w tym krótkim czasie do czynienia.

Zmiany głównych indeksów giełdowych i cen surowców (%) w okresie 31.12.2019 – 19.06.2020



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 19.06.2020.

Zmiana rentowności obligacji w bps (100 bps = 1 punkt procentowy)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 19.06.2020.

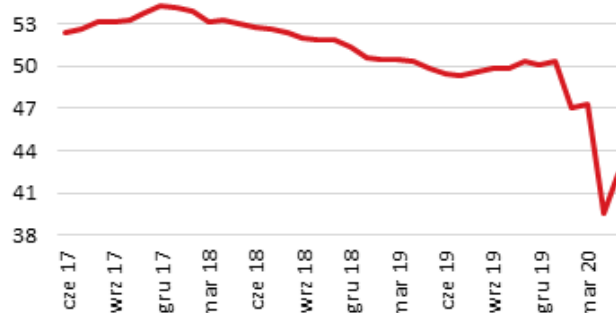
Makroekonomia, banki centralne i rynek długu


Radosław Cholewiński

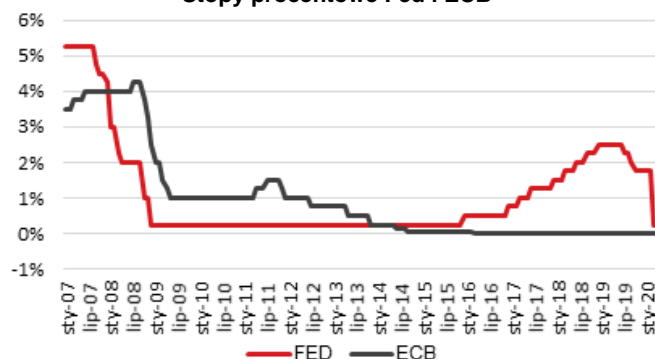
Z-ca Dyrektora Zespołu
 Zarządzania Instrumentami
 Dłużnymi, Zarządzający portfelem

Gospodarka światowa

Po bezprecedensowym załamaniu aktywności gospodarczej na całym świecie kreślenie scenariuszy wyjścia z kryzysu w oparciu o analogie do poprzednich epizodów spowolnienia nie jest łatwe. I to z co najmniej kilku powodów. Po pierwsze, przyczyna obecnego kryzysu nie leży na rynkach finansowych, ani nawet w gospodarce. Mimo to wirus, czyli jedna z najbardziej prymitywnych form życia, skutecznie zdeorganizował życie całych społeczeństw w większości krajów świata. Uzasadnione wydaje się tu porównanie z wojną, którą państwa nie toczą między sobą, lecz przeciw epidemii. Co istotne, rządy oraz banki centralne na całym świecie bardzo szybko zdały sobie sprawę z nadciągającego kryzysu – to drugi aspekt odróżniający obecny kryzys od wcześniejszych. W przypadku banków centralnych reakcja, choć szybka, wpisywała się w dotychczasowy kanon polityki makroekonomicznej – obniżki stóp procentowych, w wielu krajach do zera lub poniżej zera, plus skup obligacji skarbowych. Natomiast reakcja rządów w postaci luzowania polityki fiskalnej, zwłaszcza w Europie, ma charakter przełomowy. W porównaniu choćby do kryzysu lat 2008-2009, na który odpowiedzią była polityka *austerii* (zaciskania pasa), to zwrot o 180 stopni. Dodatkowo, zwrotowi temu towarzyszy rosnąca akceptacja państw członkowskich strefy euro na emisję wspólnych obligacji strefy euro. To trzeci czynnik odróżniający obecny kryzys od kryzysów znanych nam z przeszłości.

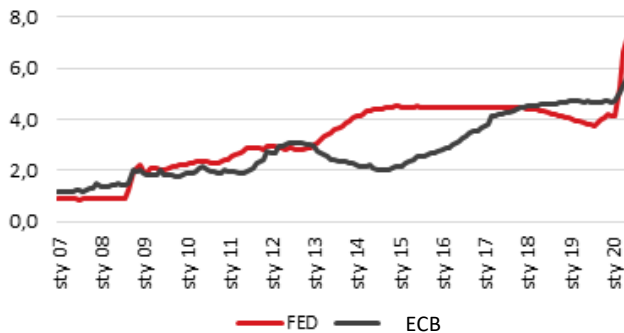
Załamanie koniunktury gospodarczej na świecie w następstwie epidemii
Indeks JPM Global PMI


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Szybka reakcja FED – powrót stóp do zera
Stopy procentowe Fed i ECB


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Bezprecedensowa skala luzowania ilościowego (nowe programy skupu obligacji) Suma bilansowa FED i ECB



Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.
 Dane: bln USD, bln EUR (1.000.000.000.000)

Analitycy ankietowani przez serwis Bloomberg prognozują obecnie, że PKB w USA spadnie w tym roku (2020) o 5,7%, by wzrosnąć w kolejnych dwóch latach o łącznie 7%. W strefie euro spadek PKB w 2020 r. jest średnio prognozowany na 8,0%, a odbicie w latach 2021-2022 odpowiednio na 7,1%. Oznacza to, że miną co najmniej dwa lata, nim gospodarka amerykańska osiągnie poziom PKB z 2019 roku. W przypadku strefy euro będą to co najmniej trzy lata. Po tak bezprecedensowym spadku aktywności gospodarczej jak w pierwszej połowie tego roku, oczekiwanie odbicia jest jak najbardziej uzasadnione. Tempo tego odbicia może być jednak wolniejsze, jeśli liczba zachorowań na Covid-19 w skali świata znacznie ponownie rośnie i gospodarki będą ponownie zamrażane, tak jak to miało miejsce na początku tego roku. Z drugiej strony, pojawienie się dostępnej szczepionki może ten proces odbicia przyspieszyć. Jedno wydaje się pewne – na wyjście gospodarki światowej z kryzysu i dostosowanie się do nowych realiów jest potrzebny czas.

W okresie, w którym gospodarka światowa dostosowuje się do szoku, którego doznała w związku z pandemią, jest niezbędny odpowiedni poziom tzw. akomodacji monetarnej, czyli niskich stóp procentowych. Z tego powodu podwyżek stóp procentowych w USA czy strefie euro, czy odpowiednio wygaszenia programów skupu aktywów przez banki centralne w tych krajach, nie należy uważać za prawdopodobne tak długo, jak PKB tych obszarów gospodarczych nie osiągnie poziomu sprzed kryzysu. Oznacza to, że najbliższe dwa-trzy lata mogą

upłynąć pod znakiem rekordowo niskich stóp procentowych. Jest to dodatkowo pożądane z punktu widzenia rządów państw, które odnotują w tym roku rekordowe deficyty budżetowe. Niskie stopy procentowe są konieczne do obsługi masy długu publicznego, która zgromadzi się w czasie walki z epidemią. W istocie, jeśli odwołać się do skojarzeń z wojną, to okresy powojenne charakteryzowały się bardzo niskim poziomem stóp procentowych.

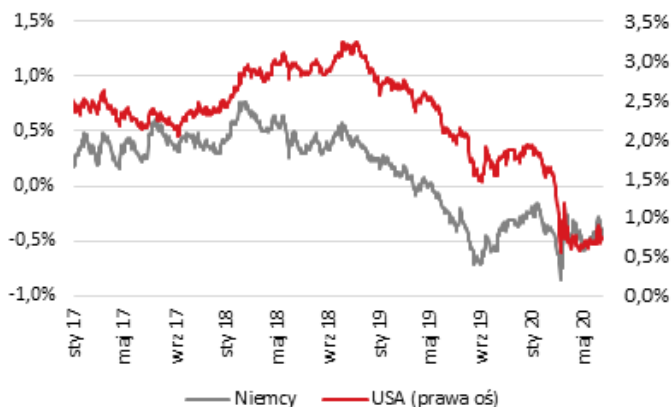
Załamaniem wzrostu w następstwie zamrażania gospodarek spowodowało otwarcie potężnych luk popytowych – aktywność gospodarcza jest na dużo niższym poziomie niż jej potencjalny poziom. Jest to czynnik, który będzie tłumił inflację, która jako zmienna makroekonomiczna prawdopodobnie zejdzie teraz na dalszy plan. Proces ten jest już wyraźny w USA i strefie euro. Nawet jeśli pod wpływem negatywnych szoków podaźowych (przerwy w łańcuchach dostaw, wzrost cen surowców czy żywności) inflacja przejściowo wzrośnie lub w następstwie szybszego wychodzenia z kryzysu jej spadek nie będzie głęboki, nie spotka się to prawdopodobnie z reakcją głównych banków centralnych. Trudno zakładać, że inflacja nawet na poziomie 2 czy 3% będzie w centrum zainteresowania władz monetarnych, jeśli jednocześnie następuje spadek PKB o 5 czy 8%. Przeciwnie, wyższa inflacja pozwoliłaby na uzyskanie ujemnych realnych stóp procentowych, sprzyjających odbudowie aktywności gospodarczej, bez obniżania nominalnych stop procentowych poniżej zera. Z drugiej strony polityka ujemnych nominalnych stóp procentowych ma też istotne negatywne konsekwencje dla sektora bankowego i dostępności kredytu w gospodarce.

Rynkową implikacją kreślonego tu scenariusza jest trend boczny dla rynku obligacji skarbowych USA i Niemiec. W przypadku obligacji USA, pogłębienie dołka rentowności ustanowionego w marcu br. można by sobie wyobrazić, gdyby wzrost zachorowań istotnie przyspieszył i ponownie wprowadzono restrykcje w życiu społeczno-gospodarczym, co mogłoby otworzyć dyskusję o ujemnych stopach procentowych w USA. Jak dla serwisu Bloomberg wskazują choćby ekonomista z uniwersytetu Harvarda Kenneth Rogoff czy nadzorujący analityków globalnych rynków obligacji w HSBC - Steven Major, reguła Taylora (*określa, na jakim poziomie bank centralny powinien ustalić krótkoterminową stopę procentową, aby sprzyjać osiągnięciu przez gospodarkę stanu równowagi*) dla Stanów Zjednoczonych

w istocie implikuje obecnie poziom stop procentowych mocno poniżej zera.

Z kolei w przypadku obligacji Niemiec można wskazać na ryzyko wzrostu rentowności, jeśli emisja wspólnych obligacji strefy euro dojdzie do skutku (pojawia się aktywność wolna od ryzyka konkurencyjne w stosunku do niemieckich obligacji skarbowych).

Po ustanowieniu dołków rentowności w marcu, rynki bazowe w trendzie bocznym (Rentowności obligacji 10-letnich USA i Niemiec)



Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

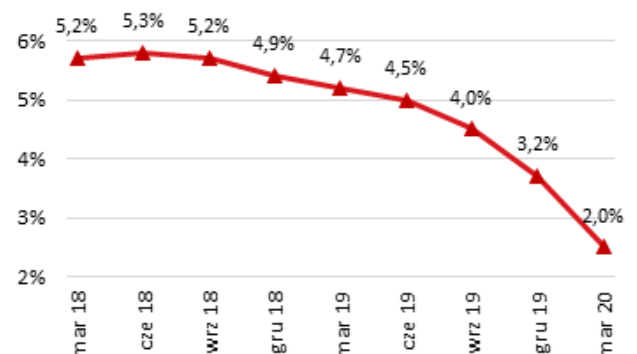
Konsekwencją braku perspektyw na podwyżki stóp procentowych powinny być płaskie krzywe dochodowości (czyli graficzne przedstawienie rentowności dostępnych obligacji o takiej samej jakości i różnych terminach zapadalności), przynajmniej w ich początkowym odcinku (do 5 lat). Kształt krzywych na dalszym odcinku będzie natomiast w najbliższym czasie zależał wprost od oczekiwań, w jakim tempie gospodarka światowa wyjdzie z kryzysu oraz czy i kiedy pojawi się powszechnie dostępna szczepionka / skuteczna forma leczenia wirusa. Stromizna krzywej dochodowości dla dłuższych okresów zapadalności może więc również poruszać się w trendzie bocznym, bez wyraźnego kierunku.

Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej

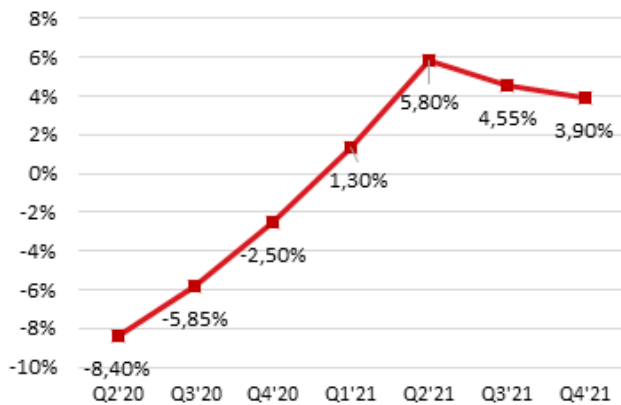
Tendencje w zakresie wzrostu PKB obserwowane w gospodarce światowej wprost przekładały się na koniunkturę gospodarczą w Polsce i innych krajach regionu. Choć w Polsce tempo wzrostu PKB w pierwszym kwartale 2020 r. pozostało dodatnie (2,0% r/r), to w drugim kwartale doszło do znaczącego ograniczenia aktywności gospodarczej. Analitycy ankietowani przez serwis Bloomberg szacują, że w całym 2020 roku PKB spadnie o 3,9%, a rok 2021 przyniesie odbicie wzrostu o 3,7%. Poziom PKB z roku 2019 Polska ma osiągnąć z kolei w 2022 roku. Istotne znaczenie dla odbudowy wzrostu gospodarczego ma stymulacja fiskalna. Jej skala w tym roku jest szacowana na 7% krajowego PKB, co będzie prowadzić do wzrostu deficytu i długu publicznego. Polska nie jest tu jednak wyjątkiem. Podobne działania podejmują rządy innych krajów europejskich.

Inflacja w Polsce po wyraźnym spadku z 4,7% w lutym do 3,3% r/r w czerwcu, ma według analityków kontynuować spadek do 2,6% r/r na przełomie 2020 i 2021 roku, a więc bardzo blisko celu RPP. Wziąwszy jednak skalę spowolnienia gospodarczego i towarzyszącego mu spadku zatrudnienia oraz wyhamowania wzrostu płac, nie można wykluczyć, że spadek inflacji będzie głębszy. Nie musi on nastąpić natychmiast i może być przerywany przez ceny żywności wynikające z nietypowych warunków atmosferycznych w tym roku. Jeśli jednak uwzględnimy dodatkowo silne efekty bazowe z końca 2019 i początku 2020 roku, to prawdopodobny wydaje się nam scenariusz, w którym inflacja za rok będzie istotnie niższa niż obecna, ww. średnia prognoz.

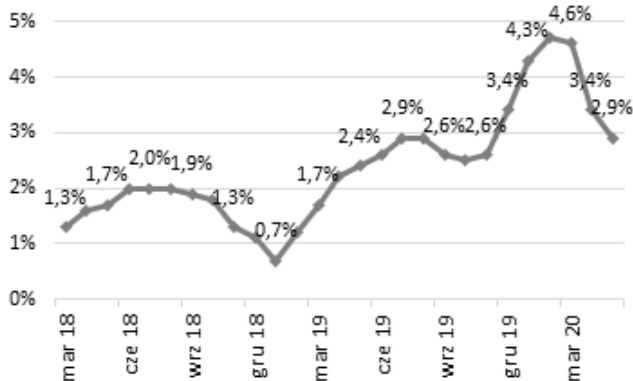
Gospodarka polska w recesji
Wzrost PKB i konsensus prognoz, dynamika r/r w Polsce



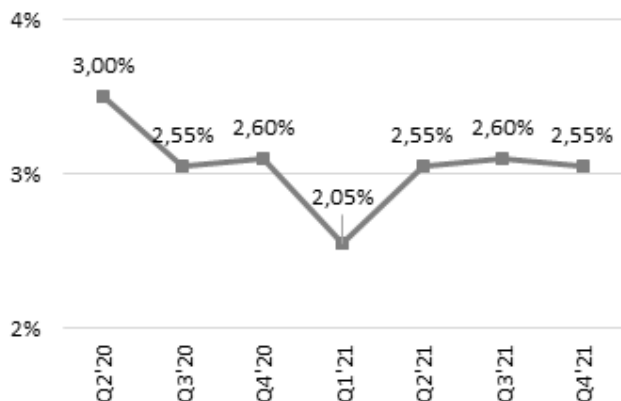
Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Konsensus prognoz PKB dla Polski


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

**Inflacja w trendzie spadkowym
Odczyty inflacji CPI w Polsce**


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Konsensus prognoz inflacji CPI w Polsce


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

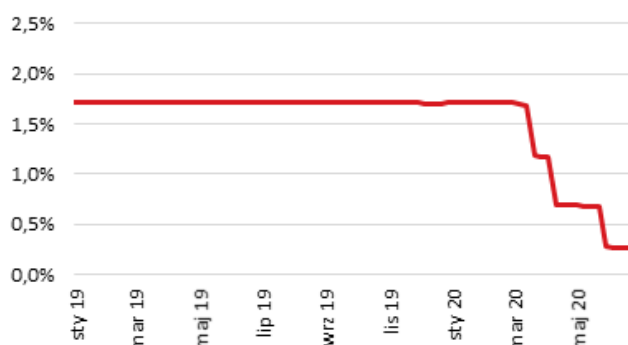
Narodowy Bank Polski, podobnie jak inne banki centralne, zareagował na kryzys bardzo szybko, trzykrotnie obniżając podstawową stopę procentową, ostatecznie do poziomu 0,10%. Dodatkowo uruchomił też, nie mający precedensu w historii gospodarczej Polski, program skupu obligacji skarbowych oraz obligacji emitowanych przez BGK i PFR - a to wszystko w celu walki ze skutkami pandemii. Zakupy NBP po pierwszych trzech miesiącach funkcjonowania programu stanowią już 4% PKB i są systematycznie zwiększane. Wydaje się, że jedynym ograniczeniem takiej polityki NBP jest kurs złotego, który nawet w czasie największych zakłóceń w funkcjonowaniu rynków finansowych pozostawał jednak stabilny. Podobne programy, choć o mniejszej skali, uruchomiły banki centralne Węgier i Rumunii, możliwość uruchomienia takiego programu w razie destabilizacji rynku zapowiedział też bank centralny Czech.

**Szybka reakcja RPP – stopy na rekordowych minimach
Stopa referencyjna NBP**


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

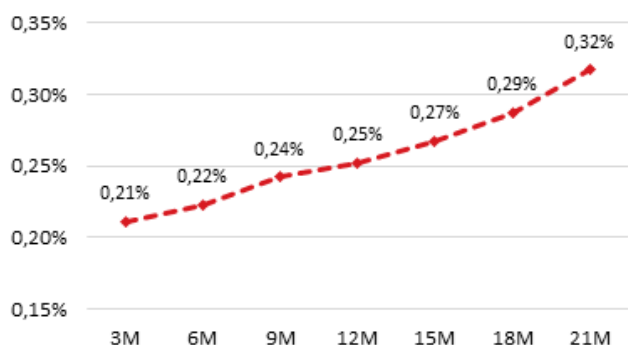
W naszej ocenie obniżki stop procentowych poniżej zera nie wydają się w tej chwili w Polsce prawdopodobne. RPP wyraźnie dystansuje się od takiej możliwości, akcentując ryzyka dla sektora bankowego i negatywne doświadczenia innych krajów z polityką ujemnych stóp. Z drugiej strony, podobnie jak w przypadku strefy euro czy USA, trudno spodziewać się podwyżek stóp procentowych; oprócz podkopania kruchych podstaw ożywienia gospodarczego, zwiększyłyby to koszty obsługi długu publicznego, który w tym roku znacząco wzrośnie, oraz uderzyło w zysk NBP (aktywa krajowe w postaci zakupionych obligacji skarbowych, BGK i PFR byłyby finansowane po wyższych stopach).

Perspektywa niskich stóp przez dłuższy czas Notowania stawki WIBOR 3M



Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Notowania 3-mc kontraktów FRA



Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

FRA (Forward rate agreement) to transakcja pochodna, w ramach której dwaj kontrahenci ustalają wysokość stopy procentowej, która będzie obowiązywała w przyszłości

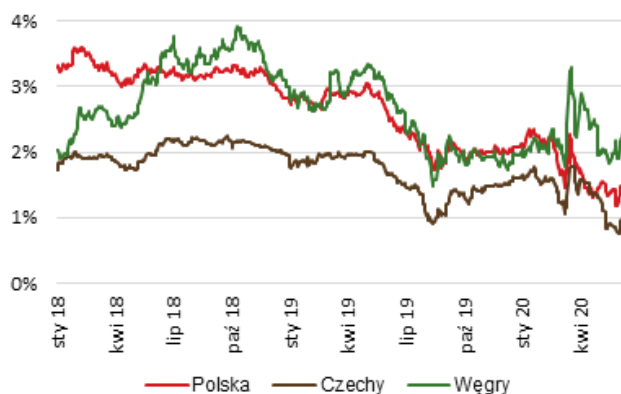
Spośród krajów naszego regionu perspektywa obniżek stóp procentowych może pojawić się na Węgrzech oraz w Rumunii. W pierwszym z tych krajów, po gwałtownym osłabieniu forinta w pierwszej fali kryzysu, bank centralny rozszerzył stosowany tam korytarz stóp procentowych, czyli efektywnie zwiększył rynkowy poziom krótkoterminowych stóp. Można oczekiwać, że wraz z normalizacją sytuacji na rynkach finansowych i poprawą koniunktury gospodarczej na Węgrzech, presja na osłabienie forinta będzie słabła i będzie możliwe zawężenie korytarza stóp stosowanych przez bank centralny (tym samym ich obniżka). Z kolei w Rumunii podstawowa stopa

banku centralnego nadal pozostaje na relatywnie wysokim poziomie (2,75%), co ma przeciwdziałać osłabieniu kursu walutowego powodowanemu przez deficyt na rachunku obrotów bieżących i deficyt budżetowy. Ożywienie gospodarcze w Europie Zachodniej powinno stanowić wsparcie dla rumuńskiej gospodarki i tym samym pozwolić na obniżenie stóp.

Powyższe uwarunkowania makroekonomiczne kreślą – w naszej ocenie – następujący scenariusz dla polskich obligacji skarbowych: rentowności krótkich obligacji powinny być zakotwiczone przez stabilne stopy banku centralnego. Z kolei rentowności obligacji ze środka krzywej, wyceniające pierwsze podwyżki stóp procentowych już za dwa lata, mają szansę obniżyć się, jeśli te oczekiwania przesuną się dalej w czasie; w rezultacie krzywa na odcinku do 5 lat może „wyplaszczyć się”. Długi koniec polskiej krzywej obligacji charakteryzuje się natomiast umiarkowanym poziomem premii względem środka krzywej i rentowności dłuższych obligacji mogą poruszać się w trendzie bocznym, w ślad za rynkami bazowymi.

W regionie państw Europy Środkowo-Wschodniej, jeśli spełni się przedstawiony powyżej scenariusz obniżek stop na Węgrzech i Rumunii, jest prawdopodobny spadek rentowności obligacji tych państw. Premia, którą oferują obecnie węgierskie 10-letnie papiery w stosunku do polskich, to prawie 100 punktów bazowych (pb), a rumuńskie odpowiednio 250 pb. Przypomnijmy tylko, że 100 pb to jeden punkt procentowy.

Silny spadek rentowności w Polsce i Czechach, umiarkowany na Węgrzech. Rentowności obligacji 10-letnich

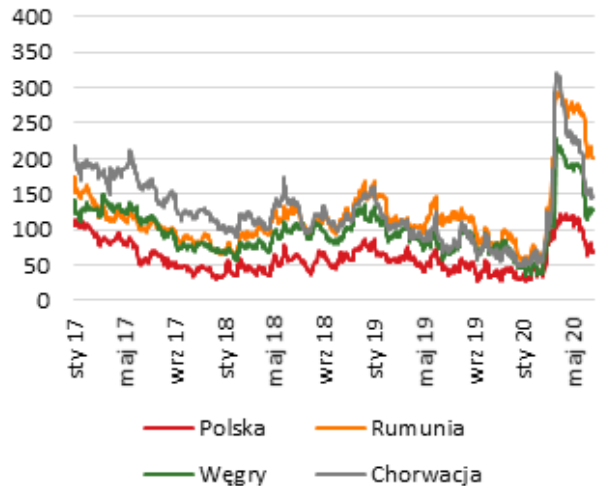


Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

W przypadku długu państw Europy Środkowo-Wschodniej denominowanego w euro i dolarze, po istotnym wzroście spreadów kredytowych (różnicy rentowności względem obligacji odpowiednio Niemiec i USA) w marcu i kwietniu, od maja następuje stopniowa ich normalizacja. Wycena długu zagranicznego części krajów (Polska, Węgry, Chorwacja, Rosja) wróciła do poziomu z 2019 roku. Na podwyższonym poziomie utrzymuje się cały czas spread kredytowy obligacji Ukrainy, mimo że kraj ten otrzymał dostęp do programu pomocowego IMF (Międzynarodowego Funduszu Walutowego), trwa proces dezinflacji i obniżek stóp procentowych, a skutki ograniczeń w poruszaniu się są dla gospodarki tego kraju ograniczone.

W naszej ocenie, okazji inwestycyjnych można też poszukiwać na rynkach obligacji zagranicznych niektórych państw bałkańskich, które w latach przed kryzysem zakumulowały rezerwy walutowe, a jednocześnie są w umiarkowanym stopniu uzależnione od turystyki (będącej pod silną presją w dobie epidemii). Ostrożnie natomiast należy według nas podchodzić do perspektyw Turcji, gdzie narastający deficyt w obrotach bieżących jest finansowany sprzedażą rezerw walutowych, a inflacja mimo kryzysu utrzymuje się na podwyższonym poziomie.

Normalizacja spreadów kredytowych
Spready kredytowe (na bazie 5-letniej obligacji w USD).



Źródło: Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

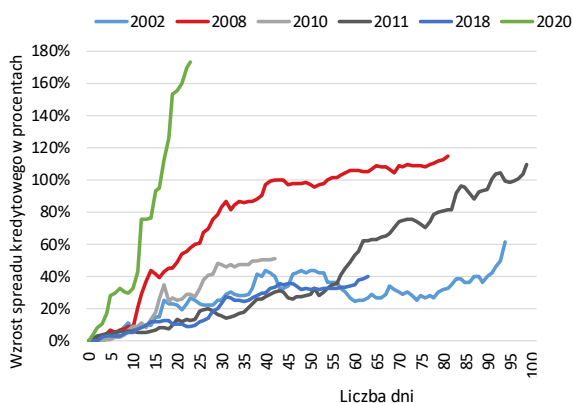
Globalne obligacje korporacyjne


Karol Ciuk, CFA, CAIA

 Dyrektor Zespołu Zarządzania
 Strategiami Globalnymi

Inwestorzy obecni na rynku globalnych obligacji korporacyjnych wchodzący w bieżący rok w całkiem niezłych nastrojach. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury wskazywały, że realne stają się przyspieszenie wzrostu gospodarczego na świecie (np. globalny wskaźnik PMI dla przemysłu wrócił z początku roku do poziomu powyżej 50 pkt, a dla usług wzrósł wyraźnie ponad 50 pkt czyli granicy rozdziałającej spadek od wzrostu w sektorze). Nic nie wskazywało, że ten scenariusz może nagle zmienić się w głęboką recesję, która z dnia na dzień obejmie cały świat. „Zamrożenie” światowej gospodarki, w związku z pandemią koronawirusa, dość szybko podminowało nastroje inwestorów i doprowadziło do krachu na rynku długu korporacyjnego o ratingu inwestycyjnym jak i spekulacyjnym, niewidzianego od kryzysu finansowego z 2008 roku. W tym wyjątkowo trudnym otoczeniu nerwy inwestorów zostały wystawione na ogromną próbę.

Zmiana spread'u kredytowego dla europejskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym od lokalnego minimum w okresach znaczących spadków wycen



snące ryzyko bankructwa i wpływa na spadek ceny obligacji korporacyjnych) od lokalnego minimum w porównaniu z poprzednimi okresami gdy dochodziło do przeceny. Jak widać, od minimum z lutego spready wzrosły o ponad 170% w zaledwie kilkanaście sesji giełdowych, co na rynku europejskich obligacji o ratingu inwestycyjnym było wydarzeniem bez precedensu i dobrze zobrazowało ogromną skalę paniki. Podobnie sytuacja wyglądała na rynku amerykańskich obligacji korporacyjnych. To, co z reguły zajmowało wiele miesięcy, dokonało się w okresie zaledwie kilku tygodni.

Zachowanie obligacji korporacyjnych w czasie „krachu”, po „krachu” i od początku 2020 roku

amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym	europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym	amerykańskie obligacje o ratingu spekulacyjnym	europejskie obligacje o ratingu spekulacyjnym
--	---	--	---



■ 2020-02-21 - 2020-03-23 - krach
 ■ 2020-03-23 - 2020-06-22 - wzrosty
 ● 2019-12-31 - 2020-06-22 - od początku roku

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 19.06.2020.

Powyższy wykres wskazuje jak gwałtownie wzrosły spready kredytowe obligacji denominowanych w walucie euro o ratingu inwestycyjnym (wzrost oznacza ro-

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Rynkowy krach mogliśmy obserwować od drugiej połowy lutego do drugiej połowy marca, gdy indeksy obligacji korporacyjnych w ciągu kilkunastu dni odnotowały głębokie spadki. Najsilniejsze, bo ponad 20-sto procentowe miały miejsce w przypadku obligacji o ratingu spekulacyjnym. Rynki gwałtownie wyceniły recesyjny scenariusz, a wielu inwestorów nie zważając na ceny i ogromną awersję do ryzyka panującą na rynkach sprzedawało posiadane obligacje korporacyjne w okresie największej paniki. Jak pokazały kolejne tygodnie najlepiej na tej sytuacji wyszli inwestorzy, którzy okres krachu wykorzystali do zwiększenia alokacji na tym rynku. Na chwilę obecną stopy zwrotu większości indeksów obligacji korporacyjnych wyraźnie odreagowały, a w przypadku amerykańskich o ratingu inwestycyjnym znalazły się powyżej zera w ujęciu od początku roku (patrz wykres na poprzedniej stronie).

Spróbujmy zatem zastanowić się co może czekać nas w kolejnych miesiącach bieżącego roku. Globalna pandemia, jak i recesja są faktem. Jednocześnie mamy pożyteczne wsparcie fiskalne oraz monetarne ze strony rządów oraz banków centralnych reprezentujących największe gospodarki na świecie. Ponadto dane napływające z gospodarek wskazują, że „dołek” recesji jest najprawdopodobniej za nami, a w drugą połowę roku wejdziemy z wyraźnym ożywieniem koniunktury. Oczywiście ryzykiem pozostaje powrót do obostrzeń w obawie przed nawrotem pandemii, co mogłoby pogłębić trwającą recesję. Jeśli jednak luzowanie obostrzeń będzie kontynuowane, powinniśmy pozostać na ścieżce wzrostu gospodarczej i rozpoczniemy proces wychodzenia z kryzysu. Jest to według nas otoczenie pozytywne dla obligacji korporacyjnych, choć zwracamy uwagę, że rynki finansowe w istotnym stopniu zdyskontowały już poprawę koniunktury, co zwiększa ryzyko korekt notowań.

Rentowności i spread kredytowy wybranych obligacji korporacyjnych i skarbowych w USA i Europie

Rentowności	poziom indeksu	Zmiana od 2019-12-31	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	średnia 3 lata	poziom indeksu	Przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTM)	2,27%	-0,67%	3,49%	3,36%	2,27%				4,71%
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTM)	0,89%	0,27%	0,92%	0,92%	0,35%				1,98%
amerykańskie obligacje high yield (YTM)	6,68%	0,64%	6,64%	6,49%	5,85%				11,41%
europejskie obligacje high yield (YTM)	4,61%	1,28%	3,82%	3,65%	2,82%				8,19%
2-letnie obligacje skarbowe USA (rentowność)	0,19%	-1,38%	1,87%	1,86%	0,14%				2,96%
10-letnie obligacje skarbowe USA (rentowność)	0,69%	-1,22%	2,25%	2,37%	0,54%				3,24%
2-letnie niemieckie obligacje skarbowe (rentowność)	-0,67%	-0,07%	-0,65%	-0,63%	-1,00%				-0,49%
10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (rentowność)	-0,41%	-0,23%	0,09%	0,25%	-0,86%				0,77%
Spread kredytowy (punkty bazowe) - OAS	poziom indeksu	Zmiana od 2019-12-31	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	średnia 3 lata	poziom indeksu	Przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym	157	56	128	117	90				401
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym	142	48	116	110	74				243
amerykańskie obligacje high yield	602	242	418	381	316				1087
europejskie obligacje high yield	506	198	373	356	233				866

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 19.06.2020.

Zanim spojrzymy na wyceny i ocenimy sytuację fundamentalną na rynku obligacji korporacyjnych, warto wspomnieć, że istotnym wydarzeniem są działania amerykańskiego FEDu, który pierwszy raz w historii objął programami skupu (o łącznej wartości 750 mld USD) rynek obligacji korporacyjnych. Jest to nowe rozdanie w działaniach zaradczych FEDu i stanowi istotne wsparcie dla rynku obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych. W pewnym stopniu będzie to ograniczać spadek wycen w związku rosnącym prawdopodobieństwem bankructw. Natomiast z punktu widzenia wycen na rynku obligacji korporacyjnych istotne są poziomy spready kredytowych, które obecnie znajdują się powyżej historycznych średnich (np. z ostatnich 3-let). Poziomy wyraźnie wyższe od średniej są w przypadku amerykańskich i europejskich obligacji o ratingu spekulacyjnym oraz nieco wyższe dla obligacji o ratingu inwestycyjnym. W ocenie relatywnej atrakcyjności obu segmentów rynku obligacji korporacyjnych odniesiemy się do ich największych komponentów, czyli obligacji o ratingu BBB (dla obligacji o ratingu inwestycyjnym) i BB (dla obligacji o ratingu spekulacyjnym). W przypadku rynku amerykańskiego różnica w poziomie spreadu kredytowego obligacji spekulacyjnych BB względem BBB wynosi obecnie 224 punkty bazowe przy 10-letniej średniej na poziomie 141 pb. Dla rynku europejskiego jest to odpowiednio 213 pb przy analogicznej średniej na poziomie 164 pb. A zatem z perspektywy wycen korzystniej wyglądają obligacje o ratingu spekulacyjnym. Ponadto warto wspomnieć, że poziomy spreadu odzwierciedlają rosnące ryzyko bankructw, ale jednocześnie dobrze wyjaśniają długoterminowe stopy zwrotu. Przekonaliśmy się o tym w okresach poprzednich recesji, gdy ich wyraźny wzrost oznaczał bardzo dobrą okazję do zakupów. Innym istotnym czynnikiem jest kwestia rentowności obligacji skarbowych (tzw. stopy bazowej dla obligacji korporacyjnych).

W przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym ryzyko stopy procentowej głównych indeksów jest wyższe niż dla obligacji o ratingu spekulacyjnym. Są one więc bardziej wrażliwe na zachowanie się rentowności obligacji skarbowych - spadek rentowności oznacza wzrost cen, a wzrost rentowności ich spadek. W obecnych warunkach, gdy rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych znajdują się na niskich poziomach, a więc wyceny są wysokie, trudno oczekiwać, żeby wzrost wycen długu korporacyjnego był w największym stopniu wspierany wzrostem cen obligacji skarbowych.

Podsumowując, mimo wzrostów cen na rynkach ryzykownych aktywów, które obserwujemy od drugiej połowy marca, wyceny obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym (tzw. obligacji wysokodochodowych) wciąż w naszej opinii pozostają na atrakcyjnym poziomie. Wraz z wychodzeniem z kryzysu i powrotem gospodarek do normalnego funkcjonowania obecne, niższe wyceny tej klasy aktywów, w połączeniu z atrakcyjnym oprocentowaniem względem obligacji skarbowych (przypomnijmy, że te przy stopach procentowych bliskich zeru często oferują symboliczne lub nawet ujemne oprocentowanie) czy obligacji firm o ratingu inwestycyjnym dają w naszej ocenie podstawy do oczekiwania osiągnięcia wyższych stóp zwrotu z tej klasy aktywów. Warto też zwrócić uwagę, że powroty zmienności na rynkach są normalnością. Jest to nieuniknione. Dlatego kluczowym elementem skutecznej strategii inwestycyjnej jest ciągły monitoring inwestycji i dostosowywanie się do zmian realiów rynkowych. To tutaj upatrujemy dodatkowych szans dla naszych funduszy inwestycyjnych.

Globalne rynki akcji



Jacek Babiński, CFA
 Wiceprezes Zarządu
 odpowiedzialny za Pion
 Zarządzania Aktywami



Andrzej Kubacki, CFA
 Dyrektor Zespołu
 Zarządzania Akcjami



Piotr Stopiński, CFA
 Zarządzający portfelem
 Z-ca Dyrektora Zespołu
 Zarządzania Akcjami

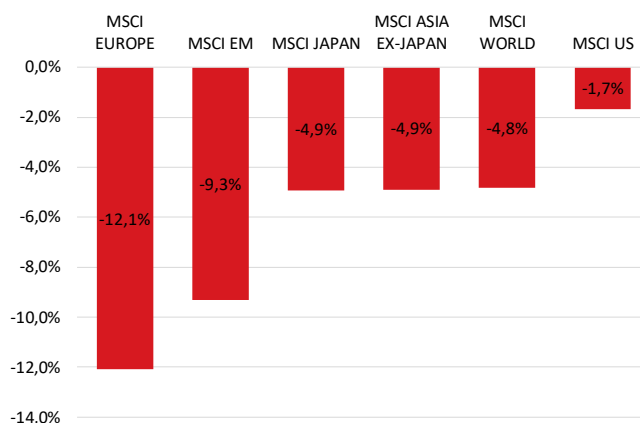
Po początkowym załamaniu wywołanym wybuchem pandemii globalne rynki akcji bardzo szybko zdyskontowały poprawę gospodarczą oraz pakiety stymulacyjne rządów i banków centralnych. Tak dynamiczne odrea-gowanie (i w konsekwencji wzrost wycen) bardzo mocno kontrastuje z prognozowanym w tym roku spadkiem zysków spółek. W konsekwencji wycena mnożnikowa głównych rynków akcji na świecie jest obecnie na bardzo wysokim poziomie (patrz tabela poniżej). Jest to sytuacja historycznie typowa dla okresów, w których gospodarka wychodzi z recesji, bo rynki dyskontują przyszłą poprawę zysków. Oczekiwania inwestorów na przyszły rok są tu jednak skrajnie optymistyczne. Stąd też realizacja jakiegokolwiek z czynników ryzyka podważającego wiarygodność takiego scenariusza wiązać się będzie z nieuchronnymi korektami spadkowymi na rynkach akcji.

Najsilniejszym rynkiem akcyjnym okazał się kolejny już raz rynek amerykański (patrz wykres poniżej). Stało się to pomimo tego, że USA zostały stosunkowo mocno dotknięte przez epidemię, a ich gospodarka weszła w głęboką recesję -bardziej niż w innych regionach spadły też prognozy zysków. Relatywnie niewiele mocniej dotknięta Europa znalazła się natomiast wśród najsłabszych rynków, plasując się nawet za mającymi bardzo słabe fundamenty rynkami wschodzącymi. Przyczyną takiego stanu rzeczy był wysoki udział w strukturze amerykańskich indeksów spółek technologicznych i defensywnych (takich jak sektor opieki zdrowotnej) i analogicznie bardzo duże uzależnienie europejskich giełd od spółek cyklicznych z tradycyjnych branż dominujących w Europie (takich jak banki i spółki przemysłowe).

Indeks (wyrażony w walucie USD)	2020	2021	10-letnia średnia P/E	2020	2021
	P/E FY1	P/E FY2		wzrost EPS FY1	Oczekiwany wzrost EPS FY2
MSCI WORLD	22,5	18,0	14,6	-6,9%	28,8%
MSCI EM	16,1	12,5	11,2	1,8%	29,3%
MSCI US	25,3	19,9	15,6	-8,5%	27,0%
MSCI EUROPE	20,7	15,4	13,2	-6,2%	34,3%
MSCI JAPAN	18,2	14,1	13,4	7,0%	29,2%
MSI ASIA EX-JAPAN	16,2	13,1	11,9	4,1%	24,4%
Średnia	19,8	15,5	13,3	-1,5%	28,8%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020. Wskaźnik P/E czyli cena/zysk opisuje relację ceny rynkowej spółki do jej zysku. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję. Z kolei wskaźnik EPS, czyli zysk na jedną akcję. Oblicza się go poprzez podzielenie zysku netto spółki przez sumę wszystkich akcji. Rosnący wskaźnik EPS oznacza, że spółka generuje wyższe zyski.

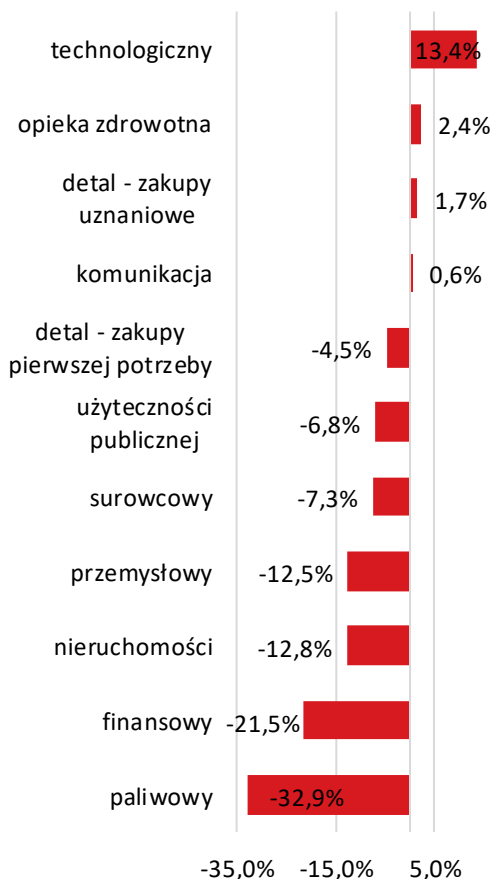
Stopy zwrotu w USD dla głównych indeksów



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

To właśnie udział poszczególnych sektorów w strukturze indeksów determinował w pierwszym półroczu osią-gane wyniki. Bezapelacyjnym wygranym pierwszych

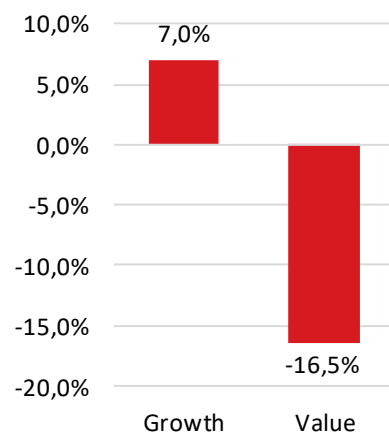
sześciu miesięcy 2020 roku ponownie okazał się amerykański sektor technologiczny (patrz tabela poniżej). Będący już liderem hossy w poprzednich latach, tylko w początkowej fazie paniki rynkowej związanej z Covid-19 poddał się przecenieniu, by szybko odrobić straty, a następnie, tak jak w poprzednich latach, ustanowić nowe rekordy. Skrajnym przypadkiem był tu subsektor spółek prowadzących sprzedaż w internecie (podsektor S&P 500), który – za sprawą poprawiających się perspektyw - odnotował wzrost na poziomie +41,9% (23.06.2020). Na drugim biegunie znalazły się „ciężkie”, czyli kapitałochłonne sektory ekspozycje na załamanie się koniunktury. Mowa o sektorze wydobywczym i przerobu ropy naftowej, finansowym, przemysłowym, ale też nieruchomości.

Stopy zwrotu spółek w ujęciu sektorowym


Powrót scenariusza rotacji

Wybuch pandemii i następujące po nim załamanie koniunktury gospodarczej w sposób drastyczny zastopowało oczekiwaną przez nas na 2020 rok rotację pomiędzy sektorami wzrostowymi (growth), a cyklicznymi (value).

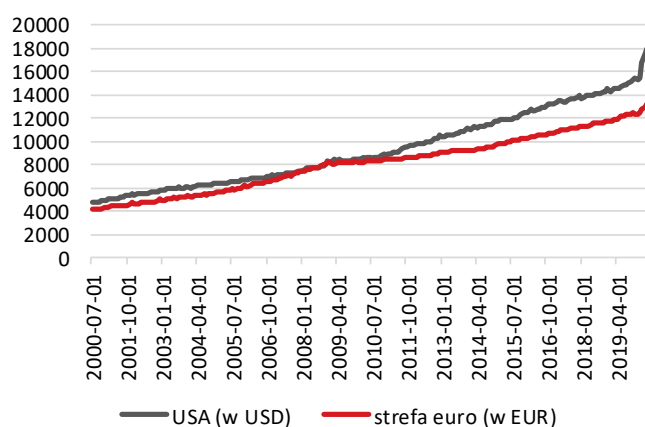
U podstaw tego scenariusza znajdowało się jednak założenie o stopniowym przyspieszeniu gospodarczym na świecie po okresie znacznego spowolnienia spowodowanego wojnami handlowymi i zacieśnieniem polityki monetarnej przez amerykański FED. Po woltażu amerykańskiego banku centralnego w 2019 r. oraz podpisaniu porozumień handlowych pomiędzy USA i Chinami w istocie taki pozytywny scenariusz zaczynał się realizować. Zamrożenie gospodarek gwałtownie odwróciło ten trend znacznie mocniej uderzając w uzależnione od koniunktury sektory cykliczne, a sektory defensywne i wzrostowe zostały dodatkowo wsparte spadającymi stopami procentowymi. W efekcie w pierwszym półroczu notowania spółek cyklicznych znalazły się pod ogromną presją, a spółki defensywne i wzrostowe w dużym stopniu zdołały się obronić (głównie za sprawą sektora technologicznego i służby zdrowia) przed przeceną lub była ona jedynie przejściowa (patrz wykres poniżej).

Stopy zwrotu spółek wzrostowych (tzw. growth) w porównaniu do spółek typu „value” w USD


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020. Określenie „growth” - wzrost charakteryzuje spółki których cechą charakterystyczną jest rentowność kapitału własnego. Są to zazwyczaj firmy nie płacące dywidend, które mają krótszą historię rynkową i działają w sektorach tzw. rozwijających się (np. nowych technologii). Z kolei spółki typu „value” cechują stabilne zyski i dywidendy. Są to firmy z ugruntowaną pozycją rynkową i działają w sektorach rozwiniętych (np. w sektorze energetycznym czy sektorze żywnościowym).

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Taki rezultat jest logiczny, gdyż sektory cykliczne z definicji zachowują się lepiej w okresie poprawiającej się koniunktury gospodarczej, a gorzej przy słabej gospodarce. Jedno z najgłębszych załamań gospodarczych w nowożytnej historii nie mogło więc skutkować innym efektem. Obecnie praktycznie wszystko wskazuje jednak na to, iż gospodarka światowa najgorsze ma już za sobą. I to nawet przy założeniu prawdopodobnej drugiej fali zakażeń. Co więcej, ze względu na charakter obecnego kryzysu tj. nagłego zastopowania aktywności gospodarczej poprzez decyzję rządów, a następnie jego wznowienie również decyzją rządów - faza odbudowy gospodarczej (przynajmniej na początku) jest również rekordowo dynamiczna. Owa faza odbudowy gospodarczej jest dodatkowo wsparta płynnością. Ta z kolei „ordynowana” (nadzorowana) przez banki centralne (patrz poniżej wykres) wraz z pakietami fiskalnymi wprowadzanymi przez rządy implikuje - w naszej opinii - bardzo korzystne otoczenie dla rynków akcyjnych, w tym w szczególności dla spółek cyklicznych.

Wzrost podaży pieniądza (mld)


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Rynki akcyjne zdążyły już w bardzo agresywny sposób zdyskontować realizację pozytywnego scenariusza. Przy obecnych poziomach cen potencjał do dalszego prostego wzrostu indeksów nie jest już w naszej ocenie duży. Aczkolwiek pomimo ostatnich dynamicznych wzrostów, cały czas zakładamy że wartość indeksów akcyjnych na koniec 2020, w stosunku do obecnych poziomów, będzie wyższa. Stanowi to niejako powrót do sytuacji z początku roku. Wówczas to sektory cykliczne, po kilku latach słabego zachowania, wchodziły w okres relatywnej przewagi. Koronawirus radykalnie przerwał ten

trend. Tym nie mniej obecnie za sprawą ogromnych pakietów fiskalnych i przyspieszającej gospodarki (choć z drastycznie niższej bazy) perspektywy inwestycyjne dla spółek cyklicznych i value mają w naszej ocenie jeszcze większy potencjał (a wyceny są atrakcyjniejsze). Nie zakładamy przy tym spadków cen (w ujęciu nominalnym) dla spółek defensywnych i wzrostowych. Ich fundamenty (zwłaszcza dla sektora technologicznego i ochrony zdrowia) wg nas pozostają mocne, jednak za sprawą obecnych znacznie wyższych wycen zakładamy, iż wzrosty ich kursów w drugim półroczu będą wyraźnie niższe wartościowo.

W naszym scenariuszu na drugie półrocze preferujemy sektory typowo cykliczne, takie jak: finansowy, przemysłowy czy budowlany w obszarze inwestycji infrastrukturalnych). Taki wybór sektorów w ujęciu geograficznym implikuje przeważenie rynków europejskich i japońskiego. Ze względu na dużą przecenę przeważamy także spółki surowcowe. W dalszym ciągu zachowujemy jednak ostrożność względem rynków wschodzących. Słabszy dolar amerykański (USD) i odreagowanie cen surowców to czynniki zdecydowanie wspierające rynki akcji, jednak ogólnie fundamenty tego bloku pozostają dosyć słabe (wysokie zadłużenie, brak możliwości stymulacji gospodarek na skalę porównywalną z krajami rozwiniętymi, słabsze systemy opieki zdrowotnej w obliczu pandemii). Do wyjątków ponownie zaliczamy rynek polski, który wyraźnie przeważamy ze względu na mocne i wciąż poprawiające się fundamenty krajowej gospodarki oraz krajowych rynków finansowych.

Polski rynek akcji

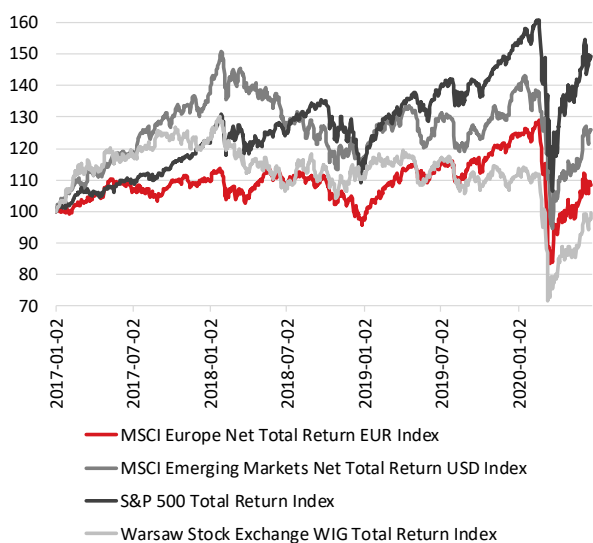

Andrzej Kubacki, CFA

 Dyrektor Zespołu
 Zarządzania Akcjami

Piotr Sałata, CFA

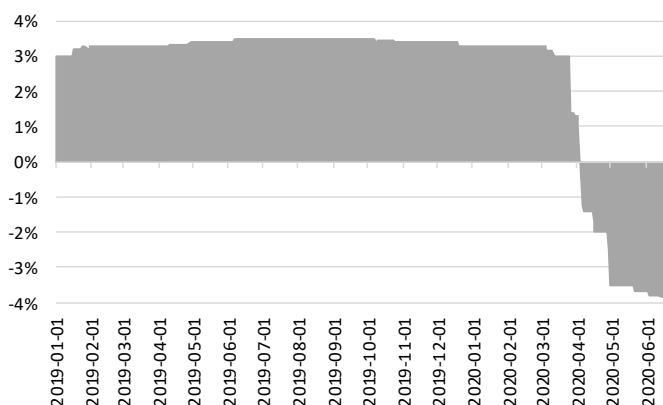
 Zarządzający portfelem
 Zespół Zarządzania Akcjami

Polska giełda w ostatnich latach była pod silną presją, głównie za sprawą czynników specyficznych (tzn. charakterystycznych tylko dla tego rynku) oraz globalnej rotacji inwestorów zagranicznych w kierunku szeroko pojętych spółek technologicznych, niezależnie od poziomu wycen. Z pewnością struktura polskiego indeksu była w pewnym sensie kotwicą, która nie pozwalała partycypować w takich wzrostach, jak na rynkach rozwiniętych. Powodu można doszukiwać się w dużym udziale spółek cyklicznych oraz finansowych klasyfikowanych jako value w indeksie WIG, niedoważonych przez inwestorów zagranicznych. Dodatkowo piętno w ubiegłych 3 latach odcisnęły odpływy z krajowych funduszy inwestycyjnych (około 4,5 mld PLN) oraz rewizje indeksu MSCI EM (indeks giełd krajów z rynków wschodzących), który spowodował podaż akcji o wartości kolejnych 2,5 mld PLN.

Główne światowe indeksy giełdowe (znormalizowane do 100 pkt na początku 2017 roku)


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Pewne pozytywne symptomy dla GPW zaczęły pojawiać się pod koniec ubiegłego roku. Rozpoczęcie programu PPK od kilku miesięcy wspiera lokalny rynek regularnym strumieniem nowych środków, natomiast stabilizacja na krajowym rynku TFI, po fali umorzeń z końca pierwszego kwartału, jest istotną poprawą w porównaniu z sytuacją z lat ubiegłych. Dodatkowo pierwsze sygnały globalnej rotacji w kierunku tzw. spółek *value*, wspierające pośrednio notowania spółek na GPW, obserwowaliśmy już w drugiej połowie ubiegłego roku. Rotację sektorową zatrzymał, przynajmniej chwilowo, nieoczekiwany wybuch globalnej pandemii koronawirusa połączony z zamrożeniem gospodarek światowych.

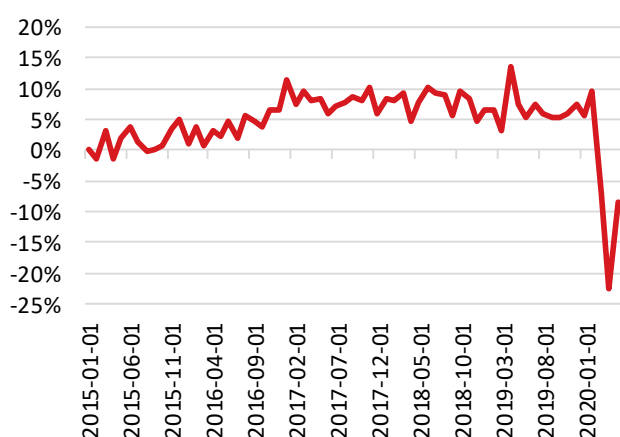
Oczekiwana dynamika wzrostu PKB w Polsce w roku 2020 (%)


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

W Polsce, podobnie jak na świecie, globalny poziom dochodów jaki mają do dyspozycji poszczególne gospodarstwa domowe nie uległ obniżeniu wraz ze spadkiem aktywności gospodarczej. Miało to miejsce dzięki stymulacji fiskalnej, przyjmującej formę rządowej 'tarczy anty-

kryzysowej, obniżeniu obciążeń kredytowych oraz obniżkom stóp procentowych i wprowadzeniu „wakacji” kredytowych. Dodatkowo stopniowe odmrażanie gospodarki, w połączeniu ze spadkiem liczby nowych zakażeń koronawirusem w Europie Zachodniej, przełożyło się na szybką poprawę nastrojów konsumenckich. Przejawem tego jest szybkie odbicie indeksów wyprzedzających koniunkturę informujących o aktualnej aktywności gospodarczej jak np. PMI w Europie czy majowej sprzedaży detalicznej w Polsce.

Dynamika polskiej sprzedaży detalicznej rok do roku (%)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Jakie wnioski inwestycyjne dla polskiej giełdy można wyciągnąć z wydarzeń z ostatnich miesięcy?

Z pewnością kryzys wywołany koronawirusem zmieni światową gospodarkę oraz nierównomiernie uderzy w poszczególne jej segmenty. O ile globalnie mocno ucierpi branża turystyczna (stanowiąca średnio 4,4% PKB dla państw OECD), turystyka w Polsce (stanowiąca z kolei zaledwie 1,3% PKB) ma szansę zyskać na fali lokalnego oraz regionalnego popytu konsumentów, dla których wycieczki lotnicze przestały być dostępną alternatywą. W porównaniu do krajów z Zachodniej Europy, relatywnie niższy poziom zakażeń w kraju ograniczył również mocno negatywny wpływ na polską konsumpcję. Wprawdzie spadek popytu w UE przełożył się na obniżenie produkcji wśród polskich eksporterów, jednak za sprawą osłabienia waluty, w tym samym czasie wzrosła konkurencyjność cenowa eksportu. Z drugiej zaś strony pakiety stymulacyjne u naszych zachodnich sąsiadów z czasem powinny przełożyć się na odbudowę zamówień eksportowych. Branżą, która najmocniej odczuje kryzys będzie z pewnością sektor bankowy. Spadek stóp pro-

centowych wyraźnie obniży marżę odsetkową, natomiast spowolnienie gospodarcze może wpłynąć negatywnie na koszty ryzyka tj. dodatkowe rezerwy na niespłacane kredyty. Z drugiej strony można oczekiwać w tym sektorze także pozytywnych trendów. Dla przykładu kwestie przyspieszenia digitalizacji mogą pozytywnie wpłynąć na rentowność prowadzonej działalności i poprawić zdolność tego sektora do odbudowy rentowności poprzez oferowanie nowych produktów. Świadcami takiego zjawiska byliśmy ostatnio przy okazji wprowadzania podatku bankowego. Zwracamy również uwagę na efekty, które może wywołać spadek poziomu stop procentowych do okolic zera – i to nie tylko w Polsce, ale przede wszystkim w dużych gospodarkach zachodnich. Taka sytuacja może sprzyjać wzrostowi popytu i wzrostowi cen aktywów bardziej ryzykownych - ale dających niezerową oczekiwaną stopę zwrotu. Do tej grupy zaliczają się zarówno krajowe, jak i zagraniczne akcje.

Skorygowana cena do wartości księgowej dla indeksu WIG (pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 22.06.2020.

Po bardzo dynamicznych wzrostach zapoczątkowanych pod koniec marca obecne wyceny poszczególnych sektorów nie pozostawiają wiele miejsca do dalszego ruchu na północ. Tym samym skłaniają one inwestorów do poszukiwania rynków oferujących potencjalnie wyższą stopę zwrotu, rotując w kierunku spółek o atrakcyjnej wycenie. Beneficjentem tego trendu mogą być spółki notowane na GPW, w szczególności te charakteryzujące się wycenami poniżej swojej wartości księgowej. Warto też zwrócić uwagę, że w przypadku scenariusza braku drugiej fali pandemii, w odniesieniu do polskiego rynku akcji można oczekiwać normalizacji zysków spółek oraz powrotu do wypłaty wysokich dywidend. To zaś może przełożyć się na dodatkowe zwiększenie atrakcyjności naszej krajowej giełdy.

Podsumowanie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion
Zarządzania Aktywami

Nasz przedstawiony wyżej scenariusz na drugą połowę roku jest umiarkowanie optymistyczny w relacji do ryzykownych klas aktywów. Nie lekceważymy przy tym negatywnego i całkowicie bezprecedensowego wpływu pandemii wirusa na otaczający nas świat. W naszej ocenie jednak wspomniane negatywne efekty będą odzyskać swoje piętno jeszcze przez wiele lat. Tym niemniej, w horyzoncie następnych sześciu miesięcy nie powinny one mieć dominującego znaczenia. Pierwszym takim „negatywem” jest w naszej opinii zmniejszenie potencjalnego długoterminowego tempa wzrostu gospodarczego i to na całym świecie. Kolejnym - strukturalny wzrost bezrobocia i nierówności społecznych, innym z kolei powrót tendencji inflacyjnych.

Tymczasem jednak gospodarka światowa weszła w fazę ożywienia i odbudowy. Czas pokaże jak trwały będzie to trend i na ile się utrzyma - w szczególności, gdy ogromne rządowe programy stymulacji gospodarek zostaną być ograniczane. To jednak na chwilę obecną odległy moment. Znamienne, że przyspieszająca gospodarka w połączeniu z ekstremalnie akomodacyjną polityką pieniężną mającą na celu stymulowanie wzrostu gospodarczego to zazwyczaj dobry czas dla ryzykownych aktywów. Nie inaczej jest obecnie, gdzie wbrew katastroficznym doniesieniom ze świata, indeksy giełdowe i rynki obligacji korporacyjnych kontynuują marsz w górę.

W kategorii ryzyk należy pamiętać o możliwości drugiej fali pandemii - a tym samym powrotu wzrostu liczby zakażeń w regionach, w których obecnie koronawirus wydaje się być opanowany. Ostatnie dane o stale rosnącej liczbie zakażonych zdają się potwierdzać tezę o nieuchronności jej nadejścia i nadmiernym optymizmie rynków finansowych. Niemniej, bezprecedensowa stymulacja monetarna i fiskalna oraz wyższy poziom organizacji służb medycznych i sanitarnych w stosunku do początku roku daje nam pewną poduszkę bezpieczeństwa oraz zmniejsza prawdopodobieństwo ponownego zamykania gospodarek na taką skalę, jak w pierwszej połowie roku.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.06.2020)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco - do 30.06.2020						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1M	3M	6M	12 M	5 Y	10 Y	2019	2018	2017
WALUTY												
euro	dolar	1,12	%	1,20	1,84	0,19	-1,22	0,78	-8,20	-2,22	-4,48	14,15
dolar	jen	107,93	%	0,09	0,36	-0,63	0,07	-11,89	22,05	-0,98	-2,66	-3,65
euro	złoty	4,45	%	-0,06	-2,41	4,49	4,74	6,05	7,19	-0,82	2,67	-5,15
dolar	złoty	3,96	%	-1,26	-4,17	4,29	6,02	5,23	16,77	1,53	7,26	-16,79
frank	złoty	4,18	%	0,22	-2,74	6,54	9,23	3,95	32,80	2,90	6,73	-13,08
SUROWCE												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	39,27	%	10,65	91,75	-35,69	-32,84	-33,97	-48,08	34,46	-24,84	12,47
miedź	tona (Londyn)	6015,00	%	11,88	21,49	-2,58	0,37	4,34	-7,67	3,50	-17,69	30,92
złoto	uncja (Londyn)	1780,96	%	2,93	12,92	17,38	26,35	51,91	43,35	18,31	-1,56	13,53
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	57,79	%	0,95	2,50	-19,77	-17,58	-37,23	-43,67	5,44	-12,99	0,75
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	906,82	%	4,90	51,70	23,85	44,33	105,87	-22,51	39,72	-9,62	11,31
RYNEK PIENIĘŻNY												
USA	USDLIBOR 3 M	0,30	bps	-4,20	-114,85	-160,64	-201,79	1,88	-23,19	-89,93	111,34	69,64
Euro	EUROLIBOR 3 M	-0,42	bps	-11,50	-5,90	-3,90	-7,70	-40,80	-118,90	-7,40	2,00	-1,00
Polska	WIBOR 3 M	0,16	bps	-2,00	-91,00	-145,00	-146,00	-146,00	-361,00	-1,00	0,00	-1,00
OBLIGACJE												
USA 10 Y	rentowność (yield)	0,66	bps	0,35	-1,34	-126,14	-134,90	-169,70	-227,50	-76,67	27,88	-3,89
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	-0,45	bps	-0,70	1,70	-26,90	-12,70	-121,80	-303,10	-42,70	-18,50	21,90
Polska 10 Y	rentowność (yield)	1,39	bps	20,40	-29,80	-73,40	-100,50	-192,70	-455,60	-70,60	-47,80	-33,00
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3406,35	%	2,02	9,27	4,84	9,30	31,86	70,33	14,23	-2,25	6,48
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	306,56	%	1,30	5,09	-1,27	-0,44	12,36	42,91	6,25	-1,14	2,42
US HY	ICE BofAML US High Yield	1343,96	%	0,97	9,61	-4,78	-1,10	25,10	87,32	14,41	-2,26	7,48
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	310,14	%	1,87	11,25	-5,03	-1,89	17,36	87,04	11,29	-3,63	6,74
AKCJE												
USA – szeroki rynek	S&P 500	3100,29	%	1,84	19,95	-4,04	5,39	50,27	200,79	28,88	-6,24	19,42
USA – duże spółki	DJIA	25812,88	%	1,69	17,77	-9,55	-2,96	46,50	164,10	22,34	-5,63	25,08
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	3522,48	%	1,13	19,95	-18,09	-11,81	17,75	166,32	27,06	-12,29	13,34
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	9453,39	%	2,90	18,91	-23,50	-17,48	6,45	112,33	22,39	-12,86	7,84
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	788,72	%	3,06	13,49	-12,12	-4,30	8,12	95,81	26,82	-10,77	10,58
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	547,04	%	-0,01	17,67	-13,20	-3,90	14,64	128,41	29,09	-12,88	18,10
Niemcy	DAX	12310,93	%	6,25	23,90	-7,08	-0,71	12,48	106,37	25,48	-18,26	12,51
Wielka Brytania	FTSE250	17119,16	%	0,45	13,36	-21,77	-12,04	-2,35	82,78	25,03	-15,56	14,65
Japonia	NIKKEI 225	22288,14	%	1,88	17,82	-5,78	4,76	10,14	137,55	18,20	-12,08	19,10
Emerging Markets	MSCI EM	995,10	%	6,96	17,27	-10,73	-5,67	2,35	8,40	15,42	-16,63	34,35
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1378,13	%	8,24	18,50	-6,02	-0,07	25,12	82,71	19,48	-13,68	37,32
Greater China	45% MSCI China 10/40	2614,55	%	7,79	13,22	0,39	8,00	9,23		19,35	-20,06	46,08

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.06.2020)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco - do 30.06.2020						stopa zwrotu - w latach		
				1M	3M	6M	12 M	5 Y	10 Y	2019	2018	2017
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Eurpe & Mid. East	219,95	%	0,49	14,93	-21,47	-20,25	-17,36	-36,58	13,70	-11,56	11,82
Rosja	RTSI \$	1212,63	%	-0,58	19,54	-21,71	-12,16	29,01	-9,46	44,93	-7,42	0,18
Węgry	BUX	35817,88	%	-0,16	8,10	-22,27	-11,08	63,53	70,15	17,74	-0,61	23,04
Czechy	PX	918,00	%	2,51	16,22	-17,71	-11,88	-6,47	-16,84	13,08	-8,50	16,99
Brazylia	BOVESPA	95055,80	%	8,76	30,18	-17,80	-5,85	79,08	55,99	31,58	15,03	26,86
Indie	S&P BSE SENSEX	34915,80	%	7,68	18,49	-15,36	-11,37	25,68	97,25	14,38	5,91	27,91
Chiny	SHCOMP	2984,67	%	4,64	8,52	-2,15	0,19	-30,22	24,45	22,30	-24,59	6,56
Polska – szeroki rynek	WIG	49569,17	%	3,00	19,09	-14,29	-17,64	-7,05	25,83	0,25	-9,50	23,17
Polska – duże spółki	WIG20	1758,82	%	2,10	16,26	-18,20	-24,44	-24,12	-22,55	-5,56	-7,50	26,35
Polska – średnie spółki	mWIG40	3468,48	%	3,25	21,70	-11,25	-15,04	-5,89	46,11	-0,03	-19,35	14,99
Polska – małe spółki	sWIG80	13411,95	%	7,84	30,70	11,35	13,46	3,96	22,14	13,94	-27,57	2,36

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Prognozy makroekonomiczne

Wzrost PKB (%)	2020	2021
Polska	-3,9	4,2
Stany Zjednoczone	-5,6	4,0
Strefa Euro	-8,0	5,4
Chiny	2,2	6,1
Kraje rozwijające się	-0,4	5,0
Kraje rozwinięte	-6,1	4,2

Inflacja (%)	2020	2021
Polska	3,1	2,4
Stany Zjednoczone	0,8	1,7
Strefa Euro	0,4	1,1
Chiny	2,8	2,2
Kraje rozwijające się	3,6	3,5
Kraje rozwinięte	0,8	1,5

Kursy walutowe (4 kw.)	2020	2021
USDPLN	3,95	3,74
EURPLN	4,45	4,35
CHFPLN	4,12	3,95
GBPPLN	4,94	4,94

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 08.07.2020

Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej. Dane w materiale odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został sporządzony przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji funduszy/subfunduszy Pekao. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej ani doradztwa podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku.

W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Uczestnik powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z informacjami o opłatach i sprawozdaniach finansowych funduszy/subfunduszy, są dostępne w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję i na stronie www.pekaotfi.pl. Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl. Lista funduszy i subfunduszy Pekao, informacje na temat ich połączeń, przekształceń oraz zmian nazw znajdują się na www.pekaotfi.pl. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. Historyczne wyniki inwestycyjne funduszy/subfunduszy nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a także od wysokości pobranych opłat, które obniżają wartość inwestycji oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych zależnego od indywidualnej sytuacji podatkowej uczestnika. Uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych Pekao wiąże się z opłatami manipulacyjnymi oraz opłatami za zarządzanie, których wysokość jest podana w prospektach informacyjnych i tabelach opłat. Wskazane opłaty obniżają stopę zwrotu z inwestycji. Zasady ustalania i pobierania opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 02-674 Warszawa, ul. Marynarska 15, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 30.06.2020 r.

www.pekaotfi.pl
CENTRUM OBSŁUGI KLIENTA
801 641 641 lub (+48) 22 640 40 40*
(opłata wg cennika operatora)
*dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych