

## 1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

## 2. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

## 3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

## 4. Rynki obligacji

Mateusz Roda

## 5. Rynek surowców

Kamil Sobolewski i Mateusz Roda



### Kamil Sobolewski

strateg i zarządzający  
funduszami

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość na SGH, Polsko-Niemieckiego Forum Akademickiego przy SGH oraz studiów doktoranckich w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk. Zdał egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

## Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

### Gospodarka globalna

Niespotykanej skali szok pandemiczny wywołał silną reakcję globalnej gospodarki. Miesiąc temu, nasze oczekiwanie globalnej recesji w skali 8-10% wydawało się mocno kontrowersyjne. Dziś widzimy, że spadek PKB za 2 kwartał zbliżył się do 8% w Polsce, a w rozwiniętych krajach przekroczył, czasem znacznie, barierę 10% (w większości krajów UE, a także w USA). Dyskusja o skali spadku globalnego PKB za 2020 rok sprowadza się w tej chwili do założeń dotyczących rozprzestrzeniania się wirusa na kolejne kraje oraz trwałości tendencji spadkowej liczby zachorowań w krajach, które wprowadziły społeczne dystansowanie, a teraz kolejno będą luzować restrykcje. Założenie, że cały bieżący rok będzie naznaczony piętnem wirusa, bo będą się pojawiać nowe ogniska, a gospodarki stopniowo, a nie skokowo, będą w stanie odwracać negatywne tendencje z pierwszego półrocza, wydaje się na pierwszy rzut oka dość pesymistyczne. Jednak spróbujmy uświadomić sobie, że według oficjalnych statystyk zachorowało dotąd niecałe 4 miliony ludzi, co oznacza prawdopodobnie kilkanaście milionów faktycznych zachorowań, podczas gdy z prognoz WHO wynika liczba minimum 2 miliardów, czyli ponad 100-krotnie większa. W pesymistycznym scenariuszu nie zrealizował się zatem jeszcze nawet 1% pandemii, dlatego dzisiejsze prognozy rządów i instytucji międzynarodowych, mówiące o 2-5% spadku PKB w 2020 roku, należy uznać za optymistyczne, a scenariusz centralny przesunąć bliżej minus 8-10%.

Krytycznym elementem w scenariuszu centralnym będzie skala i tempo poprawy gospodarki w kolejnych kwartałach. Czy przyszły rok przyniesie, jak mam nadzieję, odciążenie w skali co najmniej połowy tegorocznych spadków PKB? Aktualne pozostają także pytania: jak odbudować zaufanie, inwestycje, konsumpcję, poczucie stabilności: jak naprawić straty społeczne? Według oficjalnych danych, od początku marca do dziś, pracę stracił co piąty pracujący Amerykanin. Czy mniej elastyczne rynki pracy dostaną w krótkim czasie bodziec, by nie zrealizować podobnej ścieżki? Jaki wpływ będzie to miało na zachowania społeczne i wybory polityczne, a zatem stabilność geopolityczną, także stabilność UE. Dla porównania w Polsce, w kwietniu pracę straciło 58 tys. osób, a nie znalazło zatrudnienia dodatkowe 70 tysięcy osób, które o tej porze roku, jak zwykle sezonową pracę by znalazły. W sumie wzrost bezrobocia, względem scenariusza bez pandemii, nie przekroczy zatem 1 punktu procentowego.

Podsumowując, z frontu pandemicznego, poza przygasaniem epidemii, nie nadchodzą najlepsze informacje. Moją uwagę przykuwają skutki uboczne zachorowań, które mogą trwale upośledzać możliwość funkcjonowania poszczególnych osób na rynku pracy w formie takiej jak dotychczas, a także raportowane przypadki ponownych zachorowań, które mogą oznaczać, że osiągnięcie odporności stadnej nie będzie możliwe, obojętne tylko do czasu wynalezienia szczepionki. Jak to zatem możliwe, że rynki, mimo realizacji gorszego niż oczekiwano scenariusza pandemicznego i gospodarczego, zachowują się umiarkowanie pozytywnie?

## Rynki a polityka gospodarcza

Kiedy na przełomie roku pisałem o dużym znaczeniu polityki gospodarczej dla rynków, o zaglądaniu w oko bosmana, nie wyobrażałem sobie, że w tak krótkim czasie bosman zacznie nie tylko kierować okrętem, ale całą flotą, a także wiatrem i częściowo falami. Za uspokojeniem nastrojów i zmienności rynków stoi obecnie bezprecedensowa skala stymulacji fiskalnej i monetarnej. Jednak odpowiedni wpływ na rynki łatwiej uzyskać, niż wystarczający wpływ na gospodarkę. Rynki, szczególnie w krajach rozwiniętych, zaczynają bardziej odzwierciedlać oczekiwane działania (wszechwładnej?) władzy gospodarczej, a mniej same fundamenty gospodarcze. Nie bez znaczenia jest też branżowa kompozycja indeksów, w USA silnie przechylona w stronę technologii, na tle bardziej tradycyjnej gospodarki. Dotąd była to domena głównie rynków dłużnych, teraz nadzieja na stymulację gospodarki napędza optymizm na rynkach akcji, a oczekiwanie skupów akcji w krajach rozwiniętych, w razie katastrofy pandemicznej, wydaje się ograniczać ryzyko. Powstaje z tego hossa na sterydach, tak jak na rynku obligacji przez ostatnie kilkanaście lat.

Ważnym dla gospodarki i rynków finansowych pytaniem jest, czy obecny druk pieniądza, który nie ma pokrycia w wytworzonych towarach czy usługach, wygeneruje inflację. Inflacja jest jednym z moich dwóch kandydatów na Godota - wielkich nieobecnych, których obawiał się rynek, kiedy prognozowaliśmy sytuację na bieżący rok. Jako pierwszego kandydata na Godota wskazałem wtedy kryzys, który niestety pojawił się niemal na zawołanie, jak zwykle z nieoczekiwanego źródła. Klasyczna teoria ekonomii nie pozostawia złudzeń, że druk pustego pieniądza jest proinflacyjny. Dlaczego zatem, w dobie realizowania tego druku w bezprecedensowej skali, wydaje nam się, że możemy ignorować to zagrożenie, które rujnowało gospodarkę w drugiej połowie XX wieku?

Na subiektywnej liście istotnych wydarzeń kwietnia w zakresie polityki gospodarczej umieściłbym następujące punkty.

1. Programy skupu aktywów, na które zdecydowało się już kilkanaście banków centralnych w krajach rozwijających się, w tym także w znacznej skali Polska. Ciekawe jest to, że waluty krajów rozwijających się reagują pozytywnie na finansowane drukiem pieniądza programy fiskalne. Rynki w obecnej fazie przedkładają ochronę gospodarki i nastrojów nad obawy o jakość pieniądza. Takie zachowanie rynków to sygnał dla rządzących, że mogą rozwijać swoje działania stymulacyjne. Tworzy się samonapędzający mechanizm: nagroda za stymulację generuje więcej stymulacji.
2. Na mało barwnym i komentowanym posiedzeniu, FED pierwszy raz zasygnalizował, że jego arsenał w walce z szokami gospodarczymi jest ograniczony, w szczególności, że nie może użyć rozdawania pieniędzy bezpośrednio firmom, czy obywatelom, bo traktuje to zadanie i prawo jako element polityki fiskalnej. To o tyle ciekawe, że jego wcześniejsze działania można określić jako rozdawanie pieniędzy bankom. Z perspektywy siły oddziaływania polityki gospodarczej pojawiła się jednak rysa, która eksponuje kwestię mandatu, czy uprawnień konstytucyjnych banków centralnych. Podobny sygnał dał niemiecki trybunał, kwestionując konstytucyjność skupów aktywów dokonywanych dotychczas przez Europejski Bank Centralny (a właściwie banki narodowe w ramach wspólnej polityki pieniężnej), przy czym rysa, w przypadku UE, ma silne zabarwienie polityczne i może prowadzić do wzrostu napięć na tym tle w niekorzystnym otoczeniu gospodarczym.
3. Napięcia geopolityczne, które wzrosły po oskarżeniu Chin przez D. Trumpa i M. Pompeo o wyprodukowanie i rozprzestrzenienie koronawirusa. Tym samym pandemia nie stanie się raczej punktem zwrotnym w geopolityce, źródłem działań wspólnych we wspólnym interesie, a doprowadzi, przynajmniej przejściowo, do eskalacji konfliktu, w którym na szali leży walka o światową dominację. Doniesienia o istotnej nadwyżce Chin w handlu zagranicznym w okresie zamknięcia zachodnich gospodarek mogą dolać oliwy do ognia.

### Alokacja aktywów

W produktach, w których jako Skarbiec TFI aktywnie decydujemy o alokacji na klasy aktywów, w szczególności w portfelach funduszy: Top Funduszy Akcji SFIO, Top Funduszy Stabilnych SFIO, a także naszym FIZie global macro, zdecydowaliśmy się nie walczyć przesadnie z bosmanem i dalej redukować, gdziekolwiek silnie niedoważenia w aktywach ryzykownych. Nawet przy tej dozie niepewności, jaka towarzyszy nam dzisiaj, akcje, moim zdaniem, nie powinny wypaść z portfela inwestycyjnego, a jedynie być dobierane w sposób aktywny, nie indeksowy, oparty o selekcję, a nie podejście koszykowe. Obligacje, które na świecie częściowo stały się nudnym aktywem z ceną de facto regulowaną przez banki centralne, gdziekolwiek oferują obecnie atrakcyjny profil ryzyko-dochód na tle innych klas aktywów. Bez opuszczania klasy inwestycyjnej można zainwestować w euro z rentownością ponad 3 czy 4%, często w papiery, których spadki cen od początku marca przekroczyły 20%, nie zawsze w sposób całkowicie uzasadniony fundamentami. Zatem na rynku długu także obowiązuje selektywność i aktywność. W portfelach znalazło się też miejsce na surowce, które ubezpieczają portfel akcji i obligacji na wypadek inflacji, czy psucia pieniądza, a z drugiej strony zaliczyły w ostatniej dekadzie spadki o ponad 70%, tworząc, w mojej ocenie, nadzieję na odwrócenie długoterminowej tendencji spadkowej.

Silna ingerencja polityki w gospodarce i na rynkach, generująca „hossę na sterydach”, dla szerokiego rynku oznacza coraz bardziej ograniczony potencjał i rosnącą podatność na nie zawsze przewidywalne doniesienia z frontu polityki gospodarczej. Dla globalnych funduszy oznacza to topniejące stopy zwrotu ze strategii kup-i-trzymaj realizowanej na poziomie indeksów. Dla aktywnych zarządzających, którzy potrafią ze zrozumieniem zrezygnować z inwestycji w szeroki indeks, obecna sytuacja to Eldorado. Każda szybko zachodząca zmiana ma swoich wielkich wygranych, a skorzystanie z ich sukcesu wymaga nie tylko poprawnej identyfikacji okazji, ale też skali, pozwalającej na globalnym rynku zająć odpowiednią pozycję. Wydaje się, że Skarbiec TFI ma właśnie tę zdolność identyfikacji okazji, zarówno na rynku akcji jak i długu, tak w kraju, jak i za granicą. Skala funduszy Skarbiec TFI w relacji do globalnych rynków jest na tyle mała, że nawet jej 10-krotny wzrost niewiele by tu zmienił. Dlatego słabe otoczenie dla większości funduszy globalnych może być dla nas szansą pokazania realnych przewag konkurencyjnych w całej okazałości.

### Zagraniczne rynki akcji

Kwiecień przyniósł bardzo przyjemny powiew wiosny na największych indeksach akcyjnych na świecie zgodnie z oczekiwaną przez nas trajektorią zmian informacji z frontu walki z koronawirusem. Ciężar i kaliber wieści odnośnie pandemii wyraźnie osłabł w ostatnich tygodniach, co w końcu pozwoliło inwestorom na spojrzenie z dalszą, bardziej rozsądną perspektywą, niż tylko na długość ręki, jak to miało miejsce w marcu.

W otrzeźwieniu inwestorów pomógł sezon publikacji wyników ze spółek za I kwartał, który do te pory wybrzmiewa o wiele optymistyczniej, niż kasandryczne wizje rynkowych niedźwiedzi w kulminacyjnym punkcie pandemicznego strachu. Godne wypunktowania są chociażby powtarzające się komentarze z amerykańskich firm o sporych nadwyżkach płynnościowych, pomagających przetrwać obecna sytuację, szybkich działaniach optymalizujących i dostosowujących biznes do obecnych warunków, wykorzystujących przy tym m.in. dostępne narzędzia cyfrowe.

Spółki oparte o produkt fizyczny odnotowały do tej pory zdecydowanie większy negatywny wpływ ze strony „lockdownu”, niż firmy z produktami opartymi o dystrybucję cyfrową, które w sporej części okazały się większym beneficjentem obecnej sytuacji, niż wcześniej sądzono. Zadziało się tak m.in. dlatego, że ich produkty stały się w tym nietypowym otoczeniu de facto niezbędnym mostem w prowadzeniu biznesu we wszystkich gałęziach gospodarki, nawet tych, które do tej pory radziły sobie bez ich udziału. Żeby lepiej zobrazować obecne zmiany gospodarcze, posłużmy się przykładem. Załóżmy, że gospodarczy krwioobieg oparty jest o 10 rur, którymi płynie wszelaki biznes. Do niedawna 2 z nich były cyfrowe a pozostałe 8 „tradycyjne” oparte o starą ekonomię. Obecnie każda z tych ośmiu tradycyjnych rur, musi w co najmniej jednym lub kilku ogniwach posiadać łącze cyfrowe, umożliwiające kontynuowanie działalności, bo w przeciwnym wypadku ich aktywność staje w miejscu do odwołania.



### Michał Cichosz

zarządzający funduszami  
akcyjnymi

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na specjalności Inwestycje Kapitałowe oraz Strategie Finansowe Przedsiębiorstw. Od 2009 roku posiada tytuł Chartered Financial Analyst (CFA). Karierę zawodową rozpoczął w Domu Maklerskim BZ WBK w 2005 roku. W latach 2008-2010 pracował w Aviva Investors Poland. W latach 2011-2015 w Skarbiec TFI zatrudniony na stanowisku zarządzającego w Departamencie Zarządzania Aktywami. W latach 2015-2018 zarządzający w Trigon TFI. Od grudnia 2018 roku w Skarbiec TFI.



**Michał Stalmach**  
zarządzający  
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego, gdzie z wyróżnieniem ukończył kierunek Finanse i Bankowość. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, aktualnie uczestnik programu CFA. Karierę zawodową rozpoczął w 2009 roku w DM BOŚ. W 2016 roku dołączył do Nationale-Nederlanden PTE. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI, jako Zarządzający funduszem Skarbiec Małych i Średnich spółek oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec III Filar. Od października 2019 jako Zarządzający Skarbiec Akcja i Skarbiec Waga.

W maju będziemy mieć kontynuację intensywnego sezonu publikacji wyników, w którym tym razem dominować będą firmy o średniej i małej kapitalizacji. Jak to zwykle bywa w okresach wzmożonych informacji ze spółek, dane makroekonomiczne powinny zejść na dalszy plan, podobnie jak to miało miejsce w kwietniu. Co ciekawe i bardzo symptomatyczne, ostatnie tygodnie rekordowo słabych odczytów makro były praktycznie za każdym razem wykorzystywane do agresywnego kupna akcji w dniu ich publikacji, co do złudzenia przypomina mi zachowanie rynków na wiosnę 2009 roku. Wtedy również wielu ekonomistów i strategów, wieszczących gospodarczy Armagedon, przecierało oczy ze zdumienia, jak rynki akcji na przekór wszystkiemu szły konsekwentnie do góry. Czy dalszy przebieg wiosny tego roku będzie zbliżony do tej z roku 2009? Dużo będzie zależało od tego, jak sprawnie i udanie nastąpi proces otwierania się światowych biznesów oraz konsumentów po okresie gospodarczej kwarantanny. Póki co, świat trzyma się znacznie lepiej, niż straszyły media.

## Polski rynek akcji

Ah, co to był za miesiąc. Oczywiście nie możemy go rozpatrywać w oderwaniu od tego co stało się w poprzednich kilku tygodniach, jednak fakt faktem, był to jeden z bardziej udanych okresów na GPW w ostatnich latach. Trwające od połowy marca odreagowanie na światowych rynkach przybrało w kwietniu na sile. Łącznie WIG20, mWIG40 i sWIG80 zyskały od dołka kolejno 26,4%, 16,6% i 25,9%, w tym odpowiednio 9,1% (tyle samo w USD, co było takim samym wynikiem jak wzrost MSCI EM), 15,1% i 14,1% w samym kwietniu. W efekcie kwiecień był najlepszym miesiącem od trzech lat dla WIG20, a w przypadku mWIG40 i sWIG80 aż od 11 lat. Można by rzec, wiosno trwaj!

Jak zawsze w okresach dużej zmienności bywa, los, czy też w tym przypadku profil działalności spółek i ich czynniki specyficzne powodowały, że mieliśmy do czynienia z bardzo zróżnicowanymi stopami zwrotu dla poszczególnych sektorów. Po raz kolejny zwyciężką okazał się segment deweloperów gier (+31%), jednak tym razem tempa dotrzymywały mu spółki chemiczne (+31,5%). Bardzo słabo w dalszym ciągu wypadały notowania banków (jedyny indeks, który zanotował miesięczną stratę równą -5%). Tym samym grupujący je indeks jest od początku roku najgorszym sektorem na GPW, zniżkując aż o 52,3%. Banki są jedną z gałęzi gospodarki, która najbardziej odczuje spowolnienie gospodarcze, m.in. za sprawą obniżki stop procentowych (nie wykluczamy kolejnych cięć), spadku popytu na kredyty, czy wzrostu kosztów ryzyka, które to może negatywnie rzutować na wyniki w okresie najbliższych dwóch lat. Ponadto sektor będzie prawdopodobnie absorbował koszty kryzysu, wspierając przed upadłością swoich klientów, mając jednocześnie ograniczone możliwości redukcji kosztów operacyjnych, przy spadających przychodach. Tym samym możliwości wypłaty dywidend się zawężają.

Dużym pozytywnym zjawiskiem ostatnich dwóch miesięcy jest dla nas zachowanie inwestorów indywidualnych. Przeważnie rosnące zainteresowanie klientów detalicznych obserwowaliśmy w okresie bardzo dobrego zachowania giełdy, co niekoniecznie prowadziło do dobrych wyników inwestycyjnych. Tym razem było zdecydowanie inaczej. Może przyczyniła się do tego większa ilość dostępnego czasu, w związku z koniecznością pozostania w domu, może rozczarowanie możliwościami, jakie daje oszczędzanie na lokatach bankowych, czy obawy o zachowanie tak popularnego w ostatnich latach rynku nieruchomości. Według naszych kalkulacji, inwestorzy indywidualni zainwestowali w okresie marzec - kwiecień około 6 mld PLN, co przełożyło się na znaczący wzrost obrotów na GPW, w tym aż o 70% r/r w kwietniu, co potwierdzają też wysokie udziały w rynku instytucji, obsługujących wyłącznie klientów detalicznych.

Przechodząc do najważniejszego tematu ostatnich tygodni jakim jest Covid-19, prawdopodobnie dzięki stanowczej i szybkiej reakcji polskich władz, oficjalna liczba zachorowań i w konsekwencji zgonów jest niższa, niż w Europie Zachodniej. Stosunek raportowanej wielkości zainfekowanych do wielkości populacji stanowi w Polsce 19 przypadków na milion osób, zaś za naszą zachodnią granicą jest to 87, a więc kilkukrotnie więcej. Dane te oraz słabnące ogniska choroby w Europie sprawiają, że Polska zaczyna się powoli otwierać, w ślad za innymi krajami. Jednak, w przeciwieństwie do większości krajów Europy, dzienna liczba nowych zachorowań spada bardzo powoli, w zasadzie jest ona podobna do tych wartości, które widzieliśmy przez cały kwiecień.



Czy w związku z tym należy się spieszyć z otwieraniem gospodarki? Trudno odpowiedzieć na to pytanie. W Polsce już prawie 15 tys. osób zachorowało na COVID-19, z czego niestety ponad 700 osób zmarło, szacując ogólny współczynnik śmiertelności na poziomie ok. 5%.

Dziś wiemy już, z jak poważnym zagrożeniem mamy do czynienia, jak możemy z nim walczyć oraz jakie będą tego konsekwencje dla gospodarki. Wiemy też - niestety - że wybór pomiędzy ratowaniem istnień ludzkich, a ratowaniem gospodarki jest wyborem tragicznym, ponieważ w obydwu przypadkach skutki będą bardzo dotkliwe. Do momentu opracowania szczepień oraz skutecznych leków do walki z infekcją wirusową wywołaną SARS-nCOV-2, najprawdopodobniej Polska, jak i inne kraje, będą musiały na bieżąco dostosowywać swoją politykę zamykania i otwierania gospodarek. Ważnym elementem tej pracy będzie dostęp do odpowiedniej ilości wiarygodnych i szybkich urządzeń diagnostycznych. Testy PCR posłużą w bieżącym wykrywaniu choroby i jej izolowaniu, natomiast testy serologiczne pomogą nam stwierdzić, kto już przez tę chorobę przeszedł i jest teoretycznie uodporniony (a na pewno ma odpowiednie przeciwciała do walki z chorobą).

Zrozumienie „zasad gry” w tym środowisku jest szczególnie istotne dla polskich spółek giełdowych, ponieważ zdecydowana większość z nich bazuje na produkcji przemysłowej, handlu lub usługach bezpośrednich. Istnieje jednak szereg spółek na naszej giełdzie, których biznes jest relatywnie wyizolowany. Podkreślaliśmy ich znaczenie wcześniej i konsekwentnie w nie wierzymy. Przedsiębiorstwa związane z rynkiem IT, w szczególności gier komputerowych, ale też ogólnej cyfryzacji przedsiębiorstw, jak i te produkujące medyczny sprzęt ochronny, czy współpracujące w odkrywaniu leków, zachowały się w tym otoczeniu bardzo dobrze, często notując właśnie historyczne szczyty notowań (łącznie w kwietniu 30 spośród 321 spółek z GPW notowało 52-tygodniowe szczyty). W części przypadków zmieniającą się sytuację makroekonomiczną można przełożyć się na behawioralne zmiany zachowania społeczeństwa, zwiększony popyt na niektóre produkty i usługi może pozostać trwały.

## Rynki obligacji

Kwiecień przyniósł na rynkach obligacji wyraźne uspokojenie. Trudno nie przypisać tego wdrożonym przez banki centralne działaniom. Nie wszystkie rynki zachowały się identycznie, jednak bardzo wyraźne spłylenie wahań i brak paniki inwestorów, pomimo dalszego rozwoju pandemii, są niekwestionowalne.

Rynki bazowe zostały sprowadzone do wąskiego, w porównaniu z marcem, korytarza wahań. Rentowność amerykańskich dziesięciolatek poruszała się w przedziale 0,55 - 0,77%. Podobnie było na niemieckich obligacjach, gdzie rentowności dziesięciolatek najpierw wzrosła z -0,47% do -0,3%, a następnie kończyła miesiąc na poziomie -0,59%.

Rynki peryferii Europy były nieco bardziej dynamiczne. Przez większość miesiąca obserwowaliśmy rozszerzenie się spreadów, czyli różnicy w rentowności obligacji krajów takich jak Włochy, czy Hiszpania, względem niemieckiego Bundu. Główne obawy były związane z możliwością skupu obligacji Włoch, w przypadku obniżenia ratingu poniżej poziomu inwestycyjnego. EBC przed weryfikacją ratingu Włoch przez S&P ogłosił, że papiery wartościowe, których rating spadł poniżej wymaganego minimum po 7 kwietnia, będą mogły stanowić zabezpieczenie w operacjach zasilających w płynność. Po tej decyzji spready zaczęły się zawężać.

Zachowanie rynku długu wskazuje, że lekarze, jakimi obecnie są banki centralne, podają tyle środków znieczulających, że stabilizują sytuację pacjentów (rynki bazowe), tworząc je niewrażliwymi na przychodzące fatalne dane gospodarcze. Rekcja tych rynków jest więc marginalna, a większa uwaga skupiona jest na tym, czy sterydy będą wystarczająco silne również dla tych bardziej cierpiących pacjentów (np. peryferia Europy).

Patrząc na sytuację w Europie, warto wspomnieć o orzeczeniu Federalnego Trybunału Konstytucyjnego Niemiec o uczestniczeniu Bundesbanku w programie PSPP. Jest to pogram zakupu aktywów przez EBC o wartości około 2,7 bln euro. Z orzeczenia wynika, że uczestnictwo w tym programie narusza zasady konstytucyjne. Bundesbank został wezwany do sprzedaży aktywów i zaprzestania udziału w programie, gdyby EBC nie udzielił wyjaśnień, w ramach jakiego klucza dokonuje zakupu tych aktywów.



### Mateusz Roda

zarządzający funduszami  
dłużnymi

Absolwent Finansów i Rachunkowości na SGH. Jest doradcą inwestycyjnym (numer licencji 609) oraz maklerem papierów wartościowych (licencja numer 2899). Doświadczenie zawodowe zdobywał w Pekao Investment Banking. Od października 2017 pracuje jako zarządzający w Skarbiec TFI S.A.

Wyrok ten dotyczy jednak tylko PSPP, a nie nowego programu zakupów aktywów emitowanych w celu przeciwdziałania skutkom pandemii (PEPP). Spory dotyczącego skupu obligacji na pewno nie będą sprzyjać euro i nie poprawią relacji politycznych, które też nie są teraz najlepsze, ponieważ kraje z lepszym stanem gospodarki i finansów publicznych nie chcą się godzić na wyemitowanie wspólnych „koronaobligacji”.

Dalsze odbicie, chociaż mniejsze niż pod koniec marca, zaliczył rynek obligacji high yield. Potencjał tego odbicia wydaje się jednak obciążony wysokim ryzykiem, a dalszą hossę zaaplikować powinna dopiero poprawa sytuacji firm i powrót do wzrostu gospodarczego.

Na lokalnym rynku sytuacja była ciekawsza, niż na wymienionych wyżej. Wielkanocnym prezentem dla kredytobiorców i posiadaczy polskich obligacji skarbowych było obniżenie stóp procentowych. Główna stopa została ponownie ścięta o 50 p.b. do poziomu 0,5%. Spowodowało to, że rentowności polskich obligacji przez większą część miesiąca spadały, osiągając kolejne minima. Krzywa rentowności polskich papierów przesunęła się w kwietniu w dół o ok. 30 p.b., ulegając niewielkiemu wystromieniu wynikającemu z mocniejszego spadku rentowności na krótkim końcu. Rentowność 10-latki spadła z poziomu 1,68% do minimum na poziomie 1,31% i zakończyła miesiąc na 1,46%.

Wyceny kontraktów na stopę procentową wskazują, że zobaczymy w tym roku jeszcze jedną obniżkę o 25 p.b., choć w przeciągu miesiąca częściowo zdyskontowane było w cenach jeszcze większe cięcie.

Uspokojenie i poprawa sentymentu na rynkach wpływały w ciągu miesiąca na poziom spreadu asset swap (ASW). Sprzedaże papierów pod koniec miesiąca zmieniły jednak ten stan i miesiąc zakończyliśmy na 10 - letnim ASW na poziomie 62 p.b., a na 5 - letnim 43 p.b.

Przed Wielkanocą został zapowiedziany również program Tarcza Finansowa skierowany dla przedsiębiorców i przedsiębiorstw o wartości 100 mld zł. Odpowiedzialny za ten program będzie Polski Funduszu Rozwoju. W celu sfinansowania tego programu zapowiedziano program emisji obligacji. PFR sam w sobie nie jest przedsiębiorstwem do zarabiania pieniędzy, tylko podmiotem do realizacji celów wyższego rzędu. Program emisji PFR jest objęty gwarancją Skarbu Państwa, co w praktyce oznacza to samo ryzyko kredytowe, co nasz kraj. Według polskiej legislacji obligacje te można zrównać pod względem ustawowych limitów inwestycyjnych z polskimi skarbowkami. Podobny program emisji obligacji stworzył BGK, zaplanowano do 50 mld zł. Oba podmioty przeprowadziły już pierwsze emisje obligacji (PFR 4-letnie, BGK 7-letnie). W przypadku tych obligacji na szczególną uwagę zasługuje ich premia, w stosunku do obligacji skarbowych, wynosząca w przeprowadzonych emisjach między 65 - 70 p.b. Stwarza to atrakcyjny instrument do inwestycji, dający zdecydowanie wyższą rentowność, a praktycznie to samo ryzyko kredytowe. Obligacje te zapewne będą miały większe spready transakcyjne, niż papiery skarbowe, ale jest to niewielki minus, przy istotnie wyższym wynagrodzeniu. Powoduje to, że będą to obligacje budzące wysokie zainteresowanie funduszy i banków. Co więcej, obligacje o gwarancji Skarbu Państwa mogą być przedmiotem operacji otwartego rynku przeprowadzonych w trybie zakupów outright rozpoczętych w marcu. Można to już potwierdzić w praktyce, ponieważ obie serie obligacji zostały z powodzeniem skupione przez NBP. Jest to kolejny czynnik wskazujący na atrakcyjność obligacji gwarantowanych przez SP, które będą emitowane przez BGK i PFR.

Miniony miesiąc był umiarkowanie dobry dla obligacji zmiennokuponowych, które odrobiły niewielką część spadków z marca. Dalsze wzrosty wydają się być ograniczone ze względu na obecne poziomy spreadu asset swap. W mojej ocenie, maj również nie będzie jeszcze tym miesiącem, kiedy zobaczymy solidne wzrosty na „zmiennokuponówkach”. Popyt zapewne skupi się na obligacjach PFR i BGK, a zawężenie się spreadu ASW będzie ograniczone przez podaż obligacji skarbowych pod zakupy emisji obu podmiotów.

W kwietniu NBP przeprowadził dwie operacje zakupu obligacji skarbowych. Od początku ogłoszenia programu NBP wykonał 5 aukcji, na których odkupił obligacje za ponad 60 mld zł. Do tej pory nie jest ogłoszony żaden program skupów. Nie wiemy, jak długo te operacje będą przeprowadzane i w jakich wielkościach. Daje to NBP dużą elastyczność. Intuicyjnie wydaje się, że NBP nie będzie kupował „na siłę” polskich obligacji w celu zepchnięcia ich rentowności jak najniżej, ale mógłby zainterweniować, gdyby doszło do gwałtownej wyprzedaży polskich obligacji.

**Kamil Sobolewski**strateg i zarządzający  
funduszami**Mateusz Roda**zarządzający funduszami  
dłużnymi

Jest to swoisty bufor bezpieczeństwa, który ustabilizował wyceny polskich papierów. Przeprowadzone skupy obligacji PFR i BGK dają sygnał do uczestnikom rynku, że w razie potrzeby płynnościowej bank centralny ją zapewni. Stanowi to w tej chwili trzon stabilności polskiego rynku skarbowego i jednocześnie wskazuje, nie pisząc złośliwie, że jest to teatr należący do jednego aktora.

Ministerstwo Finansów przeprowadziło w kwietniu jeden przetarg sprzedaży obligacji o wartości 5,1 mld zł przy popycie 7,6 mld zł oraz cztery przetargi bonów skarbowych. W maju Ministerstwo Finansów zapowiedziało 2 aukcje sprzedaży obligacji.

## Rynki surowców

W kwietniu indeks CRB spadł o 3,77%. Spadek od początku roku przekroczył 34%, zaś od szczytu w 2009 roku o ponad 75%, znajdując się w okolicach 30-letnich minimów.

Cena najkrótszego kontraktu na amerykańską ropę WTI spadła w kwietniu o 8% do 18.8 USD za baryłkę, notując przejściowo cenę minus 40 USD. Mówiąc obrazowo, ropa stała się na chwilę śmieciem, za którego obowiązkowy odbiór trzeba było (odbiorcy) zapłacić i to więcej, niż wynosi obecna cena surowca. Cena gazu ziemnego wzrosła w tym samym okresie o ponad 18%, choć utrzymała się na historycznie niskich poziomach. Obecność na rynku surowców energetycznych dawno nie przynosiła tak rozproszonych stóp zwrotu, w zależności od wyboru kompozycji portfela. W obu przypadkach krytyczne znaczenie miała struktura terminowa cen. Pozostająca w centrum uwagi mediów cena ropy naftowej na krótkie terminy nie jest najważniejsza dla producentów i przetwórców ropy, którzy kontraktują swoje dostawy z większym wyprzedzeniem. Ceny ropy z dostawą w dłuższym terminie zachowywały się dużo bardziej stabilnie i notowane były znacznie wyżej, niż najkrótszy kontrakt, co jest naturalne w warunkach wstrzymanego ruchu lotniczego i wojny wolumenowej między głównymi producentami. Ze względu na ograniczone moce magazynowe, można się w krótkim czasie spodziewać faktycznego ograniczenia produkcji, co w krótkim okresie powinno stabilizować, a w razie cofania pandemii, przyczynić do wzrostu cen ropy. Sprzyja też tej tendencji polityczna presja na Iran i sugestia wycofania się ostatniego amerykańskiego producenta ropy z rynku wenezuelskiego.

Główne metale przemysłowe zakończyły miesiąc wzrostami: miedź, nikiel wzrosły odpowiednio o 5,6%, oraz 6,1%. Ceny aluminium natomiast pozostawały pod presją związaną z możliwością globalnego spowolnienia, tracąc 2,3%. Metale szlachetne odnotowały miesięczne wzrosty o 5-7%. Złoto w kwietniu osiągnęło poziom 1744\$ za uncję co jest bliskie szczytowym poziomom z 2012 roku. Złoto jako bezpieczna klasa aktywów znalazła zainteresowania wśród inwestorów w obawach przed napływającymi słabymi danymi gospodarczymi oraz wymuszonymi stimulusami banków centralnych i rządów. Łączna akumulacja przez amerykańskie fundusze złota osiągnęła rekordowe 3006 ton, z czego tylko w kwietniu udział został zwiększony o 159 ton.

Na rynku surowców rolnych utrzymała się wysoka zmienność. Kontrakty na kawę i koncentrat soku pomarańczowego spadły odpowiednio o 12,5% oraz 9,9% w ujęciu miesięcznym, natomiast bawełna i kakao wzrosły o 13,5% oraz 8,1%. Spadek cen kawy jest wynikiem znacznego zmniejszenia zapotrzebowania oraz stabilnymi zbiorami w Brazylii, największego producenta kawy. Wzrosty kakao natomiast spowodowane są niepewnościami, co do dostaw wobec zagrożenia powodziowego na Wybrzeżu Kości Słoniowej, największego producenta kakao. Na rynkach głównych zbóż spadki: kukurydza, soja oraz pszenica staniały odpowiednio o 4 i 9%. Największy spadek ceny kukurydzy jest w większości spowodowany niższym zapotrzebowaniem na etanol, ze względu na utrzymujące się niskie ceny ropy. Na rynku żywego inwentarza także przeciwstawne tendencje: trzoda chlewna zdrożała o 13,3%, zaś bydło staniało o 11,6% (tańsza pasza, niższe zapotrzebowanie). W krótkim okresie część surowców rolnych, jak zboża i mięso, może zachowywać się procyklicznie, właśnie ze względu na zmianę przeznaczenia gruntów, tj. spadek cen ropy i powiązany z tym spadek opłacalności produkcji etanolu.

# PRZEGLĄD RYNKÓW

## DANE NA 30.04.2020

### INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
S&P500	2912,43	12,68%	-9,9%	2,8%
DJIA	24345,72	11,08%	-14,7%	-6,1%
NASDAQ	8889,55	15,45%	-0,9%	15,0%
CAC40	4572,18	4,00%	-23,5%	-14,5%
FTSE100	5901,21	4,04%	-21,8%	-18,9%
DAX	10861,64	9,32%	-18,0%	-5,8%
NIKKEI225	20193,69	6,75%	-14,6%	-4,8%
SHANGHAI COMP	2860,08	3,99%	-6,2%	-7,5%
RTS	1125,03	10,90%	-27,4%	-6,1%
ISE 100	101110,10	12,79%	-11,6%	7,8%
BOVESPA	80505,90	10,25%	-30,4%	-15,6%
SENSEX	33717,62	14,42%	-18,3%	-12,8%

### INDEKSY POLSKIE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
WIG20 TR	3005,15	9,1%	-23,2%	-26,4%
WIG	46117,00	10,8%	-20,3%	-22,7%
mWIG40 TR	4268,60	15,1%	-16,1%	-18,6%
sWIG80 TR	14820,83	14,1%	-2,8%	2,9%
MSCI Poland	1145,72	8,9%	-24,1%	-30,8%

### STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

		tydzień	miesiąc	ytd
WIBOR 3M	0,68	-49	-103	-104
Polska 2 lata PLN	0,58	-34	-91	-112
Polska 5 lat PLN	0,97	-34	-85	-124
Polska 10 lat PLN	1,46	-22	-66	-138
Polska 10 lat EUR	0,62	29	47	-19
Polska 10 lat USD	1,58	-10	-61	-138
USA 10 lat	0,64	-3	-128	-177
Niemcy 10 lat	-0,59	-12	-40	-52
High Yield USD	8,05	-139	286	162
High Yield EUR	0,36	-16	13	-15

### SUROWCE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
ROPA BRENT	25,27	11,1%	-61,7%	-63,1%
ZŁOTO	1 686,50	6,9%	11,2%	30,5%
SREBRO	14,97	7,1%	-16,1%	-1,0%
MIEDŹ	235,40	5,7%	-15,8%	-19,8%
ALUMINIUM	1 466,75	-2,3%	-18,0%	-22,8%
GAZ ZIEMNY	1,95	18,8%	-11,0%	-26,8%

### POLSKA Y/Y

PKB	3,20	PKB	0,30
Inflacja	3,40	Inflacja	1,50
Sprzedaż detaliczna	-7,10	Sprzedaż detaliczna	-5,80
Produkcja przemysłowa	-2,30	Produkcja przemysłowa	-5,49

### USA Y/Y

### STREFA EURO Y/Y

### UE Y/Y

PKB	-3,30	PKB	-2,70
Inflacja	0,40	Inflacja	1,20
Sprzedaż detaliczna	-9,20	Sprzedaż detaliczna	-8,20
Produkcja przemysłowa	-1,90	Produkcja przemysłowa	-1,30