

W związku z coraz szybszym znoszeniem ograniczeń i restrykcji związanych z koronawirusem, podjęliśmy decyzję o zakończeniu serii komentarzy „koronawirusowych”.

Poniższy komentarz będzie ostatnim tego typu. Nie oznacza to jednak, że zaprzestaniemy tej formy komunikacji z Klientami i rynkiem. Wręcz przeciwnie, zaczniemy opracowywać publikowane co dwa tygodnie Komentarze Makroekonomiczne.

Komentarze Makro swoim zakresem obejmą tematy poruszane dotychczas ale z większym naciskiem na sytuację europejską i globalną. Dodatkowo uzupełniane będą okresowymi (kwartalnymi, półrocznymi bądź rocznymi) omówieniami wyników oraz aktualnej sytuacji spółek emitujących obligacje korporacyjne przy współpracy z DM MS.

Nowa forma komentarza już wkrótce, a tymczasem przejdźmy do omówienia wydarzeń ostatnich dwóch tygodni.

Polska

Tarcza 4.0 - tylko w tym roku rząd zamierza wydać około 2,7 mld zł

Tarcza 4.0 zawiera między innymi następujące propozycje:

- **Wakacje kredytowe** – O wakacjach zdecydować może samodzielnie kredytobiorca - musi jedynie poinformować bank o takim zamiarze. Ustawa zakłada równocześnie zawieszenie spłaty zarówno części kapitałowej, jak i odsetkowej, a jedynymi pieniędzmi, których żądać będzie mógł w tym okresie bank, będzie ubezpieczenie. Maksymalny okres wakacji wynosi 3 miesiące, a wszystkie terminy umowne będą automatycznie przedłużane o czas obowiązywania wakacji.
- Natomiast w przypadku, w którym kredytobiorca posiada kilka kredytów tego samego rodzaju (np. dwa kredyty waloryzowane do CHF) u danego kredytodawcy, przepisy ograniczają możliwość skorzystania z uprawnienia do zawieszenia umowy, tylko w stosunku do jednego z nich, wedle wyboru kredytobiorcy.
- **Dopłaty do kredytów** – BGK w 2020 i 2021 roku będzie mógł ze środków budżetu państwa dopłacić przedsiębiorcy do oprocentowania jego kredytu. **Rząd zakłada, że w tym roku kwota dopłat sięgnie 296 mln zł, a w przyszłym 271 mln zł.** Te pieniądze mają pozwolić na uruchomienie kredytów - obrotowych odnawialnych i nieodnawialnych - udzielanych w złotówkach o wartości nawet 32 mld zł.
- Dopłaty będą mogły wynosić maksymalnie **2 punkty procentowe odsetek w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw oraz 1 punkt procentowy w przypadku firm dużych.**
- **Postojowe dla kolejnej grupy przedsiębiorców** - Dziś o postojowe mogą występować przedsiębiorcy i osoby zatrudnione na umowach cywilnoprawnych, jeśli odnotowały spadek przychodów i nie posiadają innego tytułu do ubezpieczenia społecznego. Nowelizacja zakłada, że prawo do tego świadczenia zostanie przyznane także przedsiębiorcom, którzy równocześnie opłacają składki choćby z tytułu umowy o pracę niezależnie od wymiaru etatu.

Koszt pierwszej tarczy szacowano na około 30,5 mld zł, drugiej na około 18,5 mld zł, trzeciej na 2,6 mld zł. Do tego dochodzi tarcza finansowa (100 mld zł), mechanizmy wsparcia przygotowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego, które mogą gwarantować kredyty warte 120-130 mld zł.

Kolejny, wyraźny impuls fiskalny, wsparty kolejną obniżką stóp procentowych NBP (omówienie poniżej) stawia nas w szeregu razem z krajami rozwiniętymi, które wszelkimi dostępnymi sposobami wspierają gospodarki w obronie przed skutkami koronawirusa. Skutkami, które częściowo same wywołały zamykając gospodarki w początkowych fazach pandemii. Oczywiście dziś z perspektywy czasu łatwo wyciągać wnioski i oceniać decyzje podejmowane w obliczu bezprecedensowego wyzwania jakim jest wirus. Trzymając się jednak faktów możemy dziś powiedzieć, że częściowo lekarstwo (zamrożenie gospodarek) okazało się bardziej szkodliwe niż sama choroba, a na pewno dużo bardziej kosztowne.

W krótkim i prawdopodobnie średnim terminie powyższe działania postawią w pewnym stopniu gospodarkę na nogi, ale w długim okresie zadłużenie ma to do siebie, że trzeba je spłacać. Dodatkowo jego skala może przynieść wiele mniej lub bardziej nieoczekiwanych skutków.

Kolejna, trzecia z rzędu, obniżka stóp procentowych

Decyzją RPP stopy procentowe ustanowiono na następującym poziomie:

- stopa referencyjna **0,10%** w skali rocznej (poprzednio 0,5%)
- stopa lombardowa **0,50%** w skali rocznej (poprzednio 1%)
- stopa depozytowa **0,00%** w skali rocznej (poprzednio 0%)

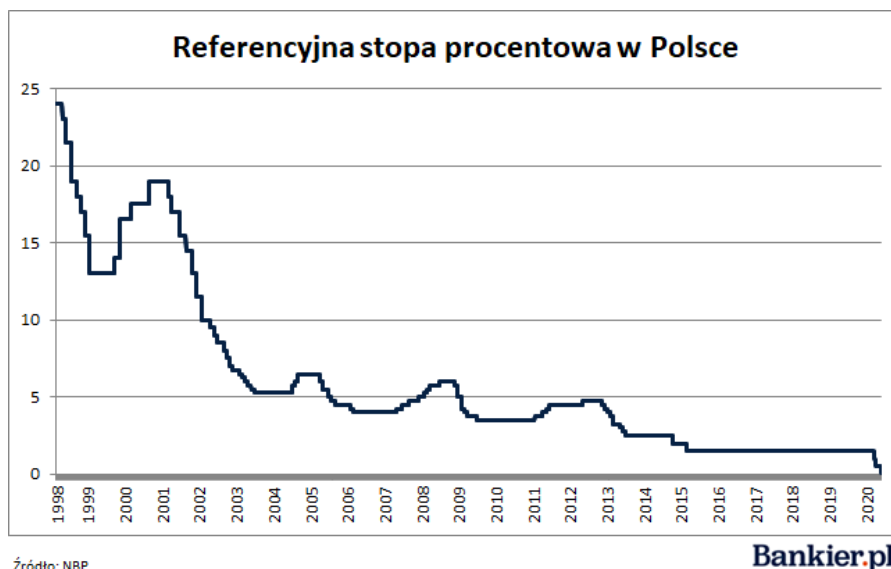
Tym samym nowe maksymalne odsetki wynoszą – 7,2% [(3,5%+stopa referencyjna) x 2]

Przełożenie na WIBOR-y Na 01.06.2020 było następujące:

- WIBOR 1M - **0,24%**
- WIBOR 3M - **0,28%**
- WIBOR 6M - **0,29%**
- WIBOR 1R - **0,32%**

Dla większości zaskakująca decyzja NBP pokazuje, jak niskie obawy inflacyjne mają polscy bankierzy centralni. Wymieniane przeze mnie w komentarzach argumenty za obniżkami pozostają, jak widać w opinii NBP bez zmian, a być może się pogłębiają.

Ciekawa była również reakcja złotówki, która po decyzji zanotowała osłabienie, żeby następnie kontynuować względnie silne wzrosty notowań z ostatnich tygodni, o czym również będzie mowa poniżej.



Bezrobocie w Polsce

W kwietniu z systemu zniknęło aż 165,5 tys. osób, za których przedsiębiorcy przestali płacić składki na ubezpieczenia emerytalno-rentowe. **Taki spadek zatrudnienia oznacza pobicie dotychczasowego rekordu z listopada 2008 r., gdy osiągnął on 34 tys. etatów.** Skala zwolnień wywołanych epidemią COVID-19 jest prawie pięciokrotnie większa. Z rejestrów powiatowych urzędów pracy wynika z kolei, że w tym czasie jako bezrobotni zarejestrowało się "tylko" 55,4 tys. osób.

Ze statystyk ZUS-u wynika, że w liczbie 165,5 tys. osób, które zostały wyrejestrowane w kwietniu, jedna czwarta to cudzoziemcy. Ciągłe jednak 620 tys. pracowników, głównie zza naszej wschodniej granicy, zachowało zatrudnienie pomimo kryzysu.

Fundusz odbudowy UE - Około 62,8 MLD euro dla Polski

Około 62,8 mld euro w grantach i pożyczkach ma dostać Polska od Unii Europejskiej - wynika z propozycji Komisji Europejskiej. Łącznie KE zaproponuje na odbudowę gospodarczą w UE 750 mld euro. Polska ma po Włoszech, Hiszpanii i Francji dostać największą sumę bezzwrotnych dotacji w UE.

Polska może liczyć na 37,69 mld euro w bezzwrotnych grantach. 81,7 mld euro miałyby trafić do Włoch, 77,3 mld euro do Hiszpanii, a 38,7 mld euro do Francji.

Z kolei w pożyczkach do Polski miałyby trafić 25,1 mld euro; 90 mld do Włoch, 63 mld euro do Hiszpanii.

Fundusze przyznane do dyspozycji Polsce mogą być rozłożone na 4-lata. Kwota jest równoważnością ok. 3 proc. PKB rocznie. Z wyliczeń portalu bankier.pl wynika, że Polska mogłaby za łączną kwotę wsparcia zbudować 8 Centralnych Portów Komunikacyjnych lub 8000 km autostrad.

Prawdopodobnie fundusze dostępne będą od 1 stycznia 2021 roku.

Złe odczyty makro polskiej gospodarki

Sprzedaż detaliczna spadła w kwietniu najmocniej w historii, a przynajmniej od 1994 roku, kiedy takie dane są zbierane - podał GUS. Spadek zanotował 22,6%, podczas gdy prognozy przewidywały go na poziomie - 16,9%.

Polska - Sprzedaż detaliczna (r/r)

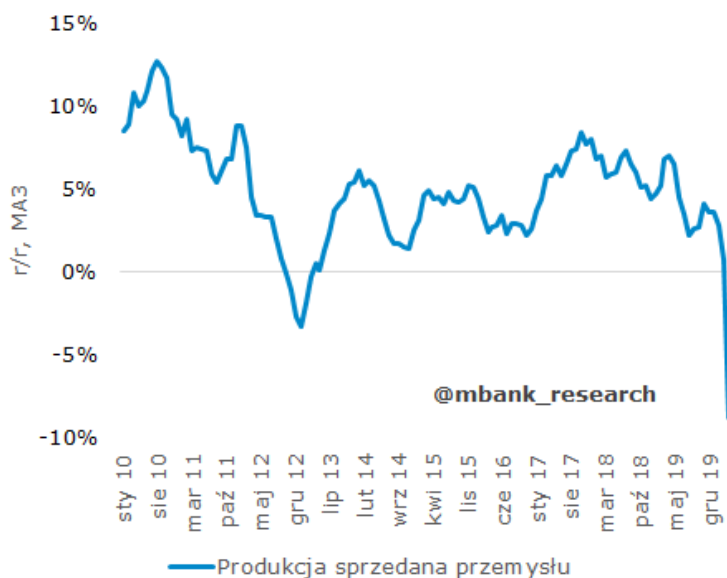
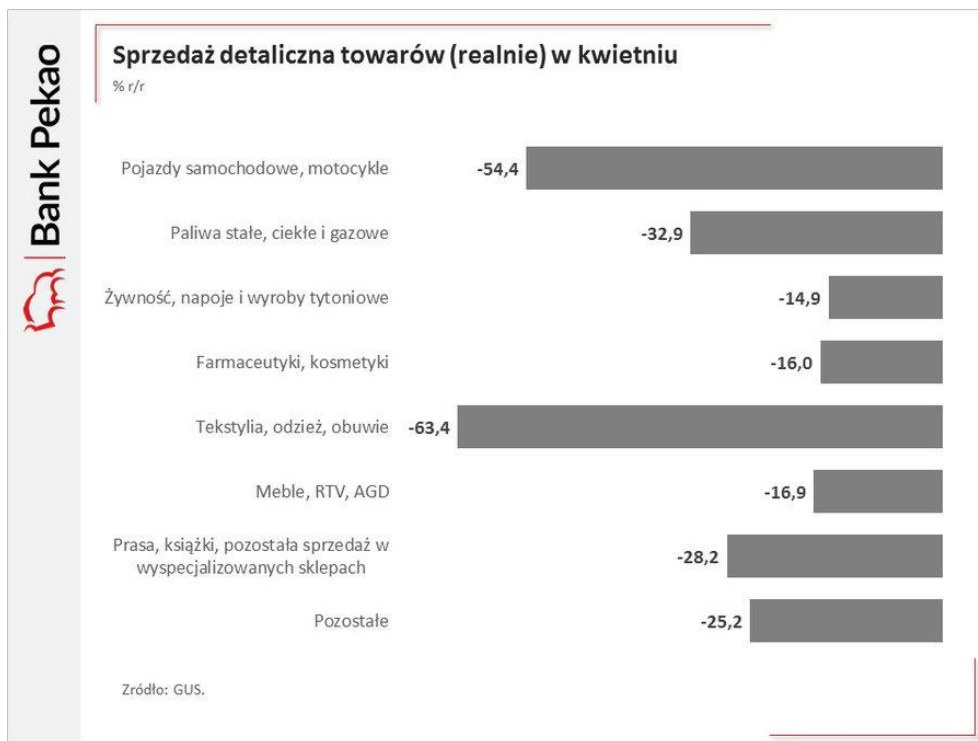


Foto: <https://pl.investing.com/>

Tabela na kolejnej stronie przedstawia spadek sprzedaży detalicznej w podziale na kategorie. Jak widać najsilniejszy spadek zanotowały branże tekstylna, odzieżowa i obuwnicza o ponad 60%, niewiele lepsza była branża motoryzacyjna spadek o ponad 50%. Najniższy spadek, co nie powinno dziwić, zanotowały żywność, napoje i wyroby tytoniowe, choć dalej było to prawie 15%.

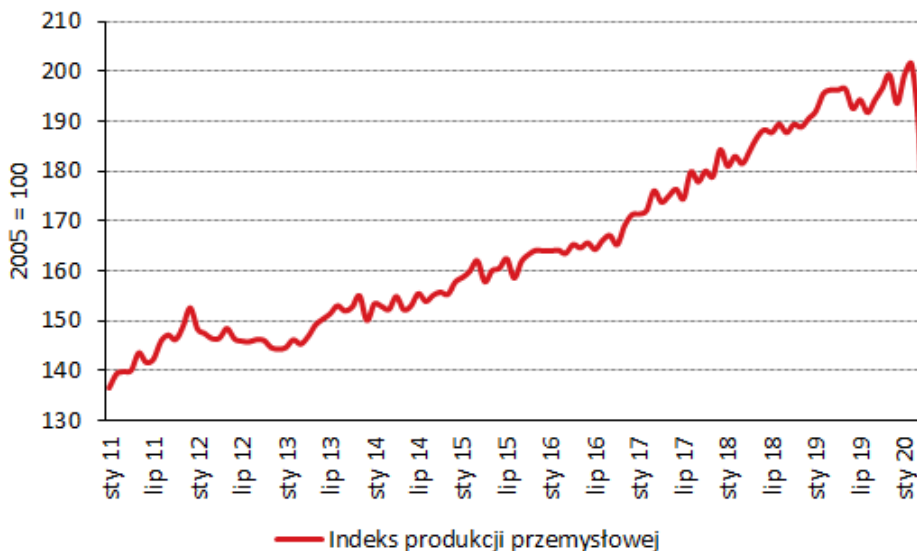


Zobacz grafikę na kolejnej stronie.



Kolejnym złym odczytem była produkcja przemysłowa, która **spadła o 24,6 procent w stosunku do kwietnia sprzed roku, czyli wróciliśmy do poziomów produkcji z 2013 roku. Prognozy - -10,0% r/r.**

Pojawiły się podejrzenia, że aż tak głębokie załamanie produkcji, to „zasługa” tarczy antykrzysowej, bo **firmy mogły celowo zaniżyć przychody ze sprzedaży, aby spełnić warunki konieczne do tego, aby utrzymać pomoc.**



Fundusz odbudowy UE - Około 62,8 MLD euro dla Polski

Główne polskie indeksy giełdowe w ciągu ostatnich dwóch tygodni notowały dalsze wzrosty, podążając ścieżką wytyczaną przez giełdy krajów rozwiniętych na czele z USA, Niemcami, czy krajami azjatyckimi.

Symbol	Nazwa	1d	3d	5d	10d	1m	2m	3m	6m	YTD	Data
MWIG40	MWIG40	0.00%	+2.38%	+2.89%	+7.63%	+7.58%	+21.7%	-3.85%	-8.44%	-10.99%	2 cze
SWIG80	SWIG80	0.00%	+3.33%	+3.39%	+6.27%	+10.0%	+26.0%	+9.36%	+8.22%	+6.22%	2 cze
WIG	WIG	0.00%	+1.53%	+2.05%	+6.37%	+8.56%	+18.6%	-2.53%	-14.05%	-15.48%	2 cze
WIG20	WIG20	0.00%	+1.04%	+1.56%	+5.86%	+8.48%	+16.4%	-3.95%	-18.18%	-19.24%	2 cze

Źródło: stooq.pl

Zgodnie z powyższą tabelą wszystkie indeksy w ostatnich dwóch tygodniach notowały ponad 5% wzrosty, na czele z indeksem średnich spółek (mWIG40), który zyskał ponad 7,50%.

W skali dwóch miesięcy wzrosty są jeszcze bardziej imponujące, każdy z powyższych indeksów urosł o ponad 15%, w tym okresie dominował indeks małych spółek (sWIG80) z imponującym +26%.

Inwestorzy zdają się wierzyć w zakończenie kryzysu wywołanego pandemią i z dużym optymizmem patrzą w przyszłość. W tym miejscu po raz kolejny warto przywołać kilkakrotnie wspomnianą przeze mnie perspektywę drugiej fali spadków, niekoniecznie wywołanej nawrotem koronawirusa na jesień. Dla przestrogi i pewnego ostudzenia zapałów można przypomnieć, że przy kryzysie w 1929 (do którego porównywane są obecne odczyty makro) **giełdy po początkowym silnym spadku w kolejnych miesiącach urosły o około 50% żeby w ciągu kolejnych 3 lat spaść o około 80%**. Oczywiście aktualne czasy są zupełnie inne i sytuacja nie musi się powtórzyć ale w obecnym bezmiarze optymizmu i programów monetarno-fiskalnych warto mieć powyższe dane z tyłu głowy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, z szczególnie dotyczących akcji.

Waluty



Zgodnie z powyższymi wykresami jasno widać silne umacnianie złotówki w ostatnich dwóch tygodniach. Za nic miała ona kolejną obniżkę stóp procentowych, po której zanotował delikatne osłabienie żeby później kontynuować dalszą silną aprecjację.

Względem dolara złotówka umocniła się o 4,92%, względem franka o 4,70%, a w stosunku do euro o 2,76%. Wydaje się, że inwestorzy dostrzegają siłę polską gospodarki wspartą polskimi jak i europejskimi programami fiskalnymi. Dodatkowo notowaniom PLN-a pomógł pozytywny (na tle rynku) odczyt PKB, który zanotował w pierwszym kwartale wzrost o 2% r/r oraz niewielki spadek kwartału do kwartału o 0,4%. Prawdopodobnie zatem nasze PKB skutki pandemii odczuje dopiero w II kwartale tego roku.

Świat

Fundusz odbudowy Unii Europejskiej

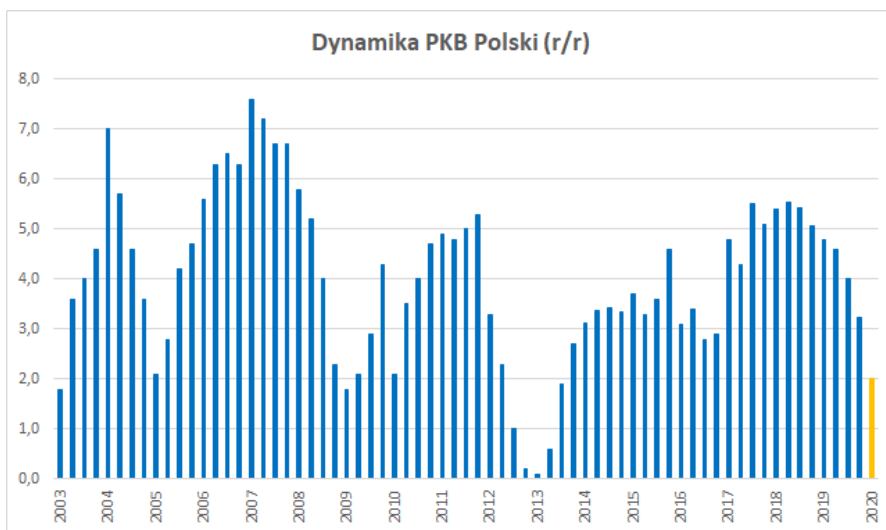
Z propozycji opublikowanej przez Komisję Europejską wynika, że cały fundusz będzie miał wartość 750 miliardów euro, z czego 2/3 to będą bezwrotne granty dla państw, a 1/3 – pożyczki. Kwota to około 5 proc. PKB Unii Europejskiej, rozłożona na 4 lata. W przeciwieństwie do tradycyjnego budżetu UE - fundusz będzie finansowany przez emisję długu przez Komisję Europejską, a więc będzie to czysta stymulacja kredytowa gospodarki. Spłata nastąpi w latach 2028-2056 z nowych podatków, m.in. podatku cyfrowego, czy granicznego podatku węglowego (Carbon Border Tax). Fundusz jest stymulacją gospodarki opartą na pierwszym w historii Unii Europejskiej uwspólnotowieniu długu.

Dane makroekonomiczne

Wskaźników makroekonomicznych z Polski i Świata (w nawiasie prognoza):

Polska:

- Stopa bezrobocia (Kwiecień) 5,8% (5,7%)
- **Wskaźnik CPI (m/m) (Maj) -0,2% (-0,2%) oraz Wskaźnik CPI (r/r) (Maj) 2,9% (3,0%)**
- **PKB (r/r) 2,0% (1,9%) oraz PKB (k/k) -0,4% (-0,5%)**
- Wskaźnik PMI dla przemysłu (Maj) 40,60 (35,60)



Źródło: GUS, dane niewyrównane sezonowo

Bankier.pl

USA:

- **Wskaźnik PMI dla przemysłu (Maj) 39,8 (38,0) oraz Wskaźnik PMI dla usług (Maj) 36,9 (30,0)**
- **Sprzedaż istniejących nieruchomości (Kwiecień) 4,33M (4,30M) oraz Sprzedaż istniejących domów (m/m) (Kwiecień) -17,8% (-18,9%)**
- **PKB (k/k) (Q1) -5,0% (-4,8%)**
- **Indeks podpisanych umów kupna domów (m/m) (Kwiecień) -21,8% (-15,0%)**
- **Wskaźnik ISM dla przemysłu (Maj) 43,1 (43,0)**

Niemcy:

- **Wskaźnik PMI dla przemysłu w Niemczech (Maj)** 36,8 (39,2) oraz **Wskaźnik PMI dla usług w Niemczech (Maj)** 31,4 (26,6)
- **PKB Niemiec (r/r) (Q1)** -1,9% (-1,9%) oraz **PKB Niemiec (k/k) (Q1)** -2,2% (-2,2%)
- **Sprzedaż detaliczna w Niemczech (m/m) (Kwiecień)** -5,3% (-12,0%) oraz **Sprzedaż detaliczna (r/r) (Kwiecień)** -6,5% (-14,3%)
- **Wskaźnik PMI dla przemysłu w Niemczech (Maj)** 36,6 (36,8)

Strefa Euro:

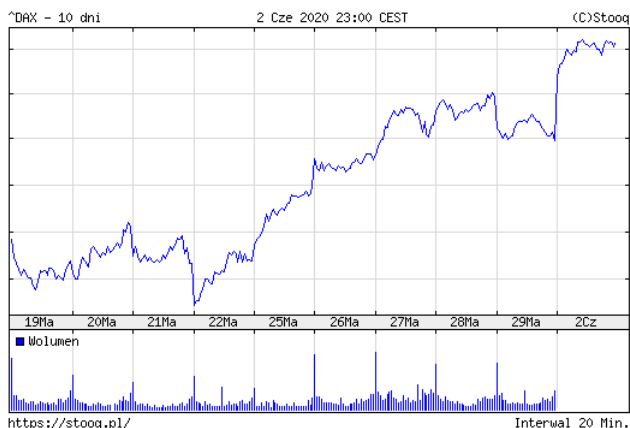
- **Wskaźnik CPI (r/r) (Kwiecień)** 0,3% (0,4%) oraz **Wskaźnik CPI (m/m) (Kwiecień)** 0,3% (0,3%)
- **Wskaźnik PMI dla przemysłu (Maj)** 39,5 (38,0) oraz **Wskaźnik PMI dla usług (Maj)** 28,7 (25,0)
- **PKB Francji (k/k) (Q1)** -5,3% (-5,8%)
- **Wskaźnik PMI dla przemysłu (Maj)** 39,4 (39,5)

Chiny:

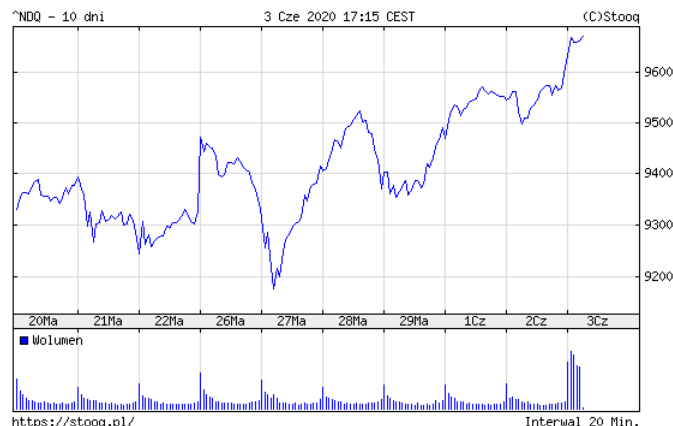
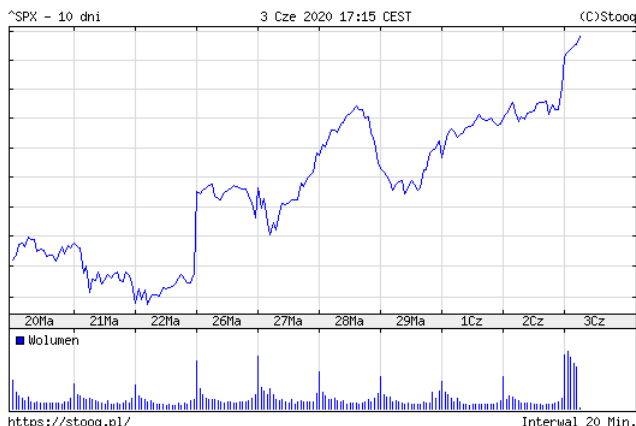
- **Wskaźnik PMI dla przemysłu (Maj)** 50,6 (51,0) oraz **Wskaźnik PMI dla usług (Maj)** 53,6
- **Wskaźnik PMI dla przemysłu wg Caixin (Maj)** 50,7 (49,6)

Giełdy na świecie

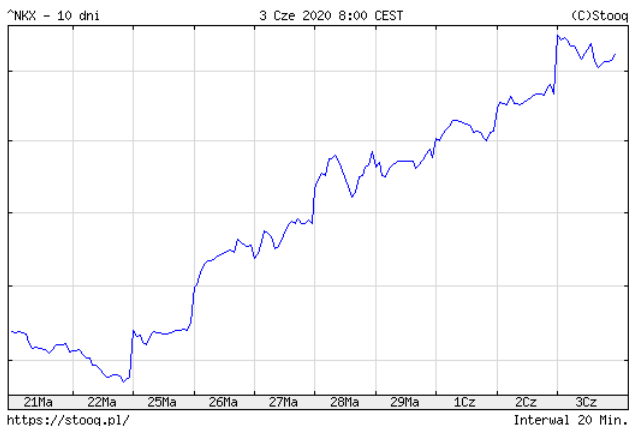
Podczas ostatnich dwóch tygodni Niemiecki **DAX** wzrósł o 8,54%, a francuski **CAC** o 8,99%.



Amerykański **S&P500** oraz **NASDAQ** notowały dalsze wzrosty (odpowiednio ok. +5,00% oraz ponad 3,00%).



Jeszcze solidniejszy wzrost zanotował japoński **NIKKEI225** aż o 9,80%, a chiński **Shanghai Composite Index – China** urósł o 1,37%.



Dla podsumowania powyższych danych można przywołać ostatni akapit punktu dotyczącego giełdy w Polsce.

Rynek obligacji

Wydarzenia z rynku

Raz w miesiącu publikujemy Miesięcznik Kredytowy (dostępny na naszej stronie w zakładce „Raporty i analizy”, w którym podajemy skondensowane informacje od Emitentów. W niniejszym komentarzu podawac będziemy zatem informacje skrótowo, ich rozwinięcie będzie można znaleźć w **MIESIĘCZNIKU**.

- Sąd oddalił zażalenie **Module Technologies** na postanowienie o umorzeniu przyspieszonego postępowania układowego. Module Technologies liczy, że dostanie szansę na otwarcie postępowania sanacyjnego.
- **PCC Exol** wypłaci akcjonariuszom 8,6 mln zł dywidendy z zeszłorocznego zysku (28,295 mln zł zysku netto w 2019).
- **PCC Rokita** - ZWZ spółki, głosami głównego akcjonariusza, zatwierdziło wypłatę 67,7 mln zł dywidendy (93,293 zysku netto w 2019).
- **Kruk** zrewidował w dół wartość portfeli, Odpis sięgnął 125 mln zł i przesądził o stracie w I kwartale szacowanej wstępnie na 62 mln zł. EBITDA gotówkowa została oszacowana na 62 mln zł – o 15 proc. więcej niż przed rokiem. Na koniec marca grupa dysponowała kwotą 326 mln zł środków pieniężnych i 712 mln zł niewykorzystanych linii kredytowych. – wynika z komunikatu.
- **Archicom** sprzedał biurowiec za 33,8 mln euro z czego zostanie splacony kredyt na 12,8 mln euro. Nabywcą biurowca Archicom jest niewymieniony z nazwy międzynarodowy inwestor instytucjonalny.
- **Agio Kapitał** wrócił do obsługi umorzeń od 2 czerwca. „Od dnia 2 czerwca br. planujemy przywrócenie pełnego funkcjonowania subfunduszu, obsługę i realizację zleceń klientów. W ostatnich tygodniach doszło do ustabilizowania i wyraźnej poprawy sytuacji na rynku, co umożliwi realizację transakcji przy racjonalnych cenach” – napisano w oświadczeniu zarządu AgioFunds TFI przesłanym do Obligacje.pl.
- Krakowski sąd otworzył postępowanie układowe wobec **Kancelarii Medius**. Kancelaria Medius utrzymała zarząd własny w ramach postępowania układowego. Na nadzorcę sądowego powołano natomiast spółkę Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja. Łączna wartość obligacyjnych zobowiązań Kancelarii Medius to 90 mln zł (w tym 80 mln zł zabezpieczone na wierzytelnościach) – wyliczenia portalu obligacje.pl

- **J.W. Construction** wydłużyło terminy wykupu obligacji na około 77,3 mln zł. Spłatę wartych 35 mln zł papierów rozłożono na siedem rat, przypadających od 12 czerwca tego roku (11,9 mln zł) do 12 maja 2022 r. Wykup wartej 42,3 mln zł serii JWC1120 rozłożono natomiast na sześć rat, począwszy od 16 listopada tego roku (14,1 mln zł) i skończywszy także na 12 maja 2022 r. Porozumienie z obligatariuszami o rozłożeniu spłaty długu na raty wymagać będzie od spółki dołożenia zabezpieczenia hipotecznego oraz podniesienia marży. Jej wysokość wzrośnie z obecnych 3 pkt proc. do 5 pkt proc. Obligacje dewelopera znajdują się głównie w portfelach funduszy. Wśród nich są między innymi Quercus Ochrony Kapitału czy Agio Kapitał.
- **Echo Investment** nabyło w celu umorzenia obligacje własne za kwotę 106,94 mln zł, jednocześnie informując o emisji 4-letnich obligacji na kwotę 150 mln zł.

Autor: Szymon Gil, CIIA, Michael / Ström Dom Maklerski