

KOMENTARZ INWESTYCYJNY OPTI TFI

GRUDZIEŃ 2022 – STRATEGIA INWESTYCYJNA 2023



OPTI TFI

KLUCZOWE TEMATY INWESTYCYJNE

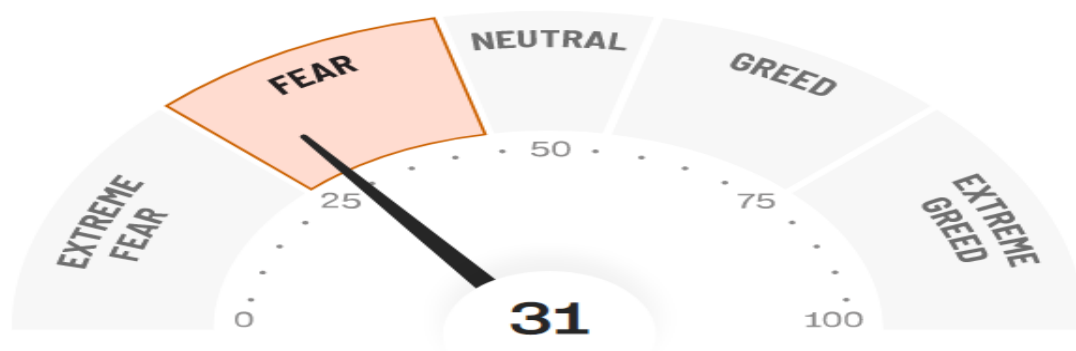
- Inflacja - scenariusze wyjścia z problemu / przeniesienie na wyniki spółek
- Pivot banków centralnych ?
- Recesja wciąż przed nami ale czy na pewno jest już w cenach aktywów ?
- Gospodarka niedoborów i tempo odbudowy podaży
- Chiny – nowe otwarcie
- Tajwan – najbardziej ryzykowne miejsce na świecie ?
- Wojna w Ukrainie
- Rosnący wpływ rządów na rynki finansowe
- Rewolucja energetyczna, cyfryzacja, automatyzacja
- COVID -19 czy to już koniec?

PESYMIZM NA RYNKU... SZANSĄ DLA OPTYMISTÓW

Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?

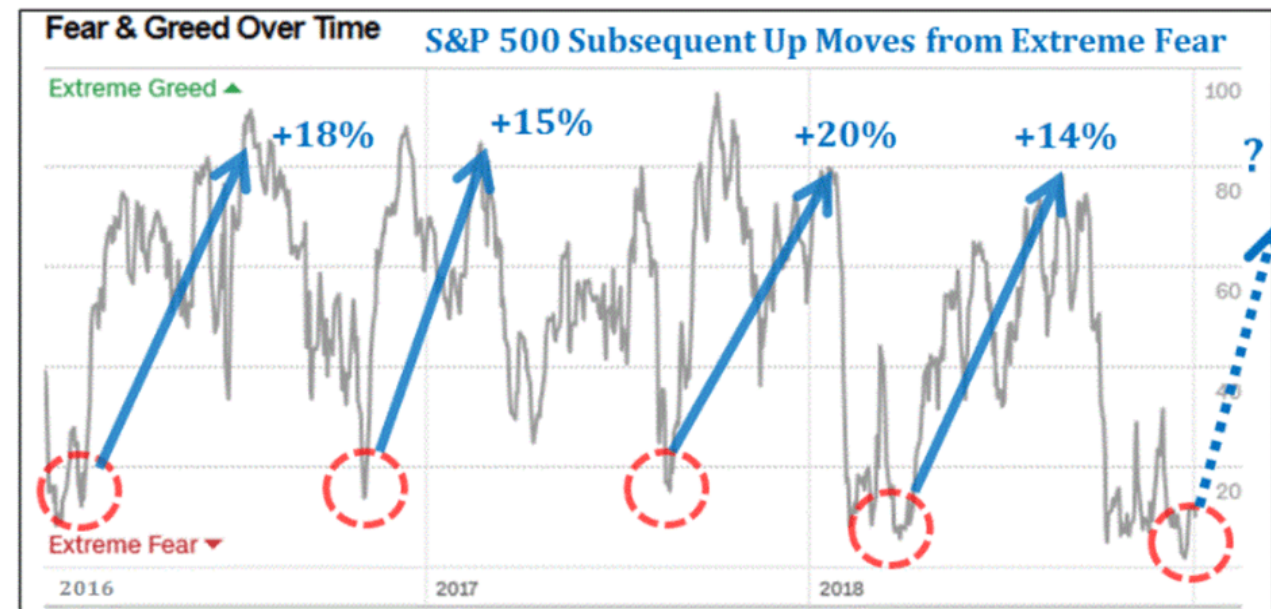
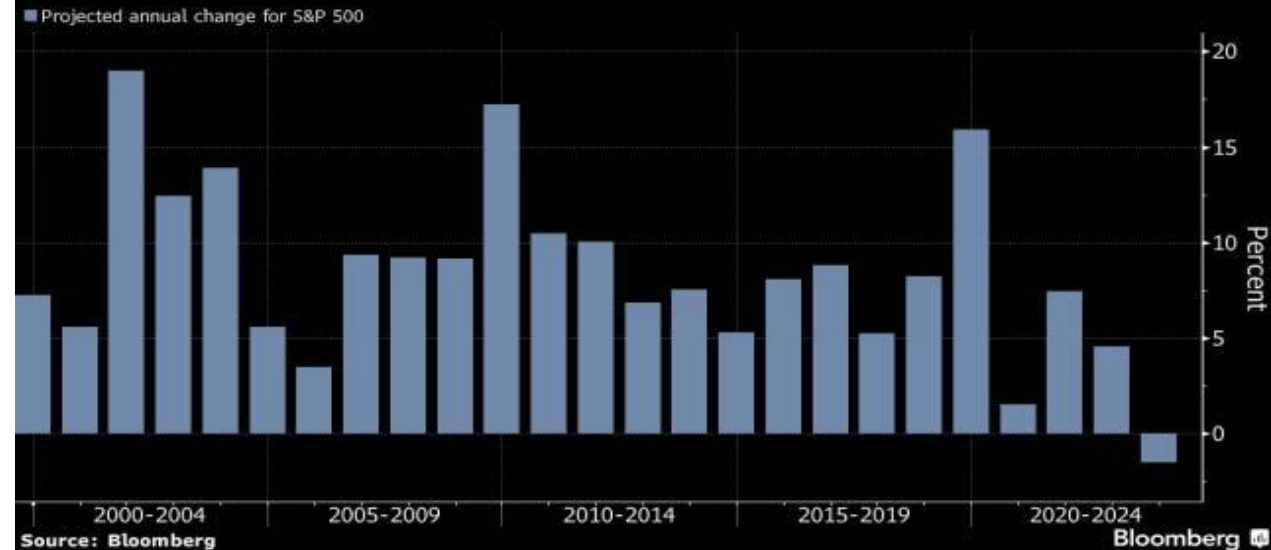
[Learn more about the index](#)



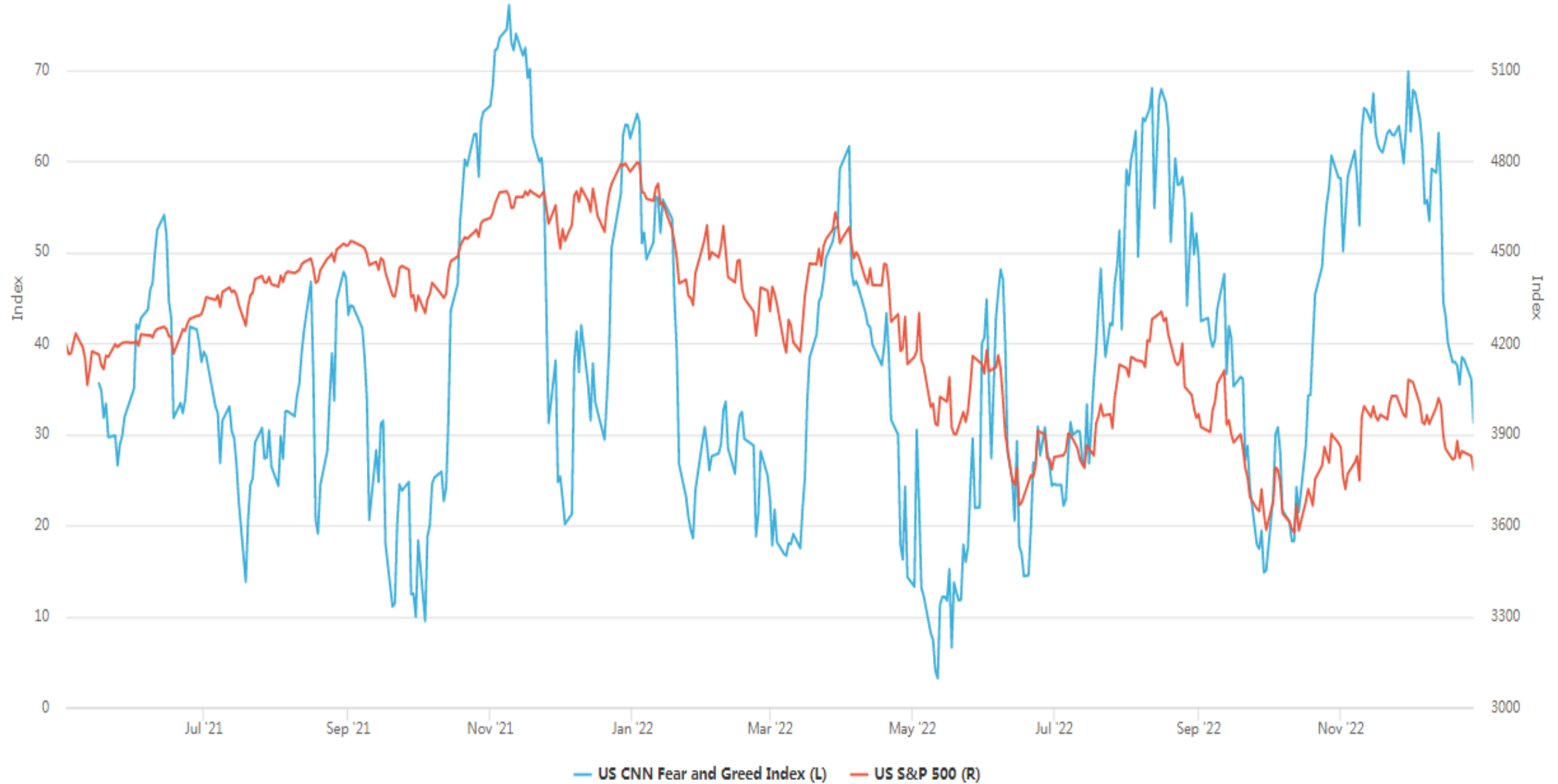
- Inwestorzy nie są dziś optymistycznie nastawieni do perspektyw rynku akcji... co daje istotne szanse na krótkoterminowe wzrosty.
- Wskaźnik Fear and Greed Index (CNN) w strefie „strachu” – historycznie pozwalało to liczyć na 10-15% ruch w górę
- Po raz pierwszy od 20 lat stratedzy inwestycyjni zakładają spadek notowań cen amerykańskich akcji (o około 2-3% w 2023). Historycznie dominowało podejście zakładające 5-10% wzrosty = inwestorzy nie wymagają dziś zbyt wiele od amerykańskiego rynku akcji w krótkim terminie

Bucking the Trend

For the first time in decades, Wall Street strategists see a down year for stocks



CNN FEAR AND GREED INDEX VS S&P 500



PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE 2023

- **Inflacja >>> recesja** – rynek wciąż zdecydowanie jest bardziej skupiony na walce banków centralnych z inflacją niż na wycenie ryzyka recesji
- **Założenie miękkiego lądowania** makro największym ryzykiem inwestycyjnym (z wyłączeniem polityki). Głębsza od zakładanej recesja lub jej wydłużenie poza 2023 będzie zwiększać zmienność na rynkach. Na razie dane makro nie dostarczają argumentów za **głębką recesją lub kryzysem finansowym**.
- Oczekujemy, że **S&P500 powinien zakończyć rok 2023 na poziomie ok 4200-4400 (+10-15%)** natomiast dla **STOXX600 zakładamy scenariusz minimalnego wzrostu 0-5%**. Pozytywny scenariusz zakłada udaną walkę z inflacją jednak należy pamiętać, że wyceny na rynkach nie dają dużego dalszego potencjału wzrostu biorąc pod uwagę nowe znormalizowane poziomy stóp procentowych (szczególnie w USA). Jeżeli nie pojawią się nowe ryzyka polityczne wówczas możliwy jest silniejszy ruch już od początku roku antycypujący przyszłe działania FEDu. Ewentualne ryzyka obejmują napięcia polityczne (Ukraina, Tajwan), wolniejsze schodzenie inflacji do celów, dłuższą recesję oraz silniejszą rewizję w dół EPS spółek. Przyjmujemy, że nawet w obliczu potencjalnych spadków o 5-10% nie warto pozostawać poza rynkiem akcji ze względu na możliwość szybkiego ruchu w górę oraz zdolności największych spółek do przenoszenia inflacji na wyniki i dywidendy.
- Patrząc dalej na 2024 rok zakładamy, że może być on trudniejszy dla rynku amerykańskiego (wysokie mnożniki i konieczność dostosowania wycen), lepiej wygląda rynek europejski, który ma nadal wysoka premię za ryzyko i wyższy udział cyklicznych sektorów, które mogą zachować się lepiej przy końcu recesji.
- Rynki wschodzące – **zakładamy możliwe przesunięcia alokacji z Chin** na Indie oraz kraje Azji Płd-Wsch (głównie Indonezja) ze względu na ograniczanie ryzyka politycznego. Zalecamy unikanie ekspozycji na kraje LATAM (wysoki dług) oraz gospodarki eksponowane na ceny surowców energetycznych. W krótkim terminie podejście bardziej selektywne do rynków wschodzących a perspektywy szerszych wzrostów mogą pojawić się w 2024 w lepszym otoczeniu makro.
- **Na rynku polskim** jest bardzo tanio jednak wynika ono z dodatkowych ryzyk (polityka wewnętrzna, Ukraina, ryzyko inflacyjne, dodatkowe podatki). Zakładamy, że przy obecnych wycenach rynku (P/E 8-9x, P/BV ok 1.2x) oraz przy zakończeniu cyklu podwyżek stóp nie ma dużego miejsca na spadki. Przy głębszej recesji scenariuszem bazowym może być stabilizacja notowań -10/+10% jednak przy redukcji dodatkowych czynników ryzyka rynek może wzrosnąć o 30-40% napędzany głównie przez banki i energię.
- **Rynek obligacji skarbowych** – ceny obligacji skarbowych mogą zacząć rosnąć w pierwszej kolejności biorąc pod uwagę możliwe obniżenie oczekiwań inflacyjnych i obniżanie rentowności. Jednak docelowo zakładamy wypiętrzenie krzywej ponieważ inwestorzy zaczną przykładać premię za ryzyko zmienności na rynku obligacji i wyceniać *niepewność inflacyjną* dlatego lepiej powinny zachowywać się obligacje krótko i średnioterminowe. Preferowany rynek to obligacje USA.
- **Rynek obligacji korporacyjnych** – biorąc pod uwagę ryzyko recesji **lepszym rozwiązaniem wydają się obligacje investment grade vs high yield** (nie widzimy jeszcze kryzysowych poziomów spreadów za ryzyko kredytowe). Lepsze zachowanie rynków rozwiniętych (głównie USA), ciekawym rozwiązaniem mogą okazać się obligacje IG z rynków rozwiniętych (bezpieczniejsze profile kredytowe i potencjalne zyski z ewentualnych normalizacji oczekiwań co do stóp procentowych).
- **Surowce** – surowce energetyczne (ropa, węgiel) – zakładamy spadki, ceny na rynku są dość korzystne dla producentów i nowe inwestycje mogą powodować presję podażową. Metale przemysłowe mogą zachować się lepiej przy słabszym makro głównie dzięki odbudowie niskich zapasów (aluminium, nikiel) oraz popytowi z Chin (ruda żelaza). Spekulacyjnie może rozważyć pozycje w litie i miedzi ze względu na rozpędzające się inwestycje transformacji energetycznej.
- **Złoto** – w 2022 poniżej oczekiwań jednak nadchodzący jednak w 2023 może stworzyć się **wyjątkowo korzystne otoczenie dla złota**. Oczekiwania dotyczące rozpoczęcia obniżania stóp procentowych w warunkach wyższej znormalizowanej inflacji mogą zachęcić do zakupów kruszcu. Banki centralne również muszą szukać alternatywy dla obligacji a cyfrowe waluty okazują się zbyt ryzykownym instrumentem
- **Waluty** – **dolar może się osłabić** względem innych walut rozwiniętych (EUR, CHF, GBP) z powodu oczekiwań wobec FED (jako pierwszy zakończy wzrost stóp procentowych). Początek roku może być trudniejszy dla walut EM jednak w kolejnych miesiącach mogą się one umacniać dzięki spadającej inflacji i poprawie warunków makro. Warto zwrócić również uwagę na jena. Po silnym osłabieniu w 2022 roku (-16% wzg. USD) każda decyzja BoJ o zaostrzeniu polityki monetarnej może spowodować aprecjację. Złotówka będzie mocno zależeć od bieżącej polityki – rok wyborczy. Zakładamy, że PLN może lekko osłabić się do euro w pierwszej połowie roku, argumentów za złotym nie dostarcza również różnica w realnych stopach procentowych między PL i EUR. Do dolara złotówka może się umocnić w ślad globalnych ruchów cen walut.

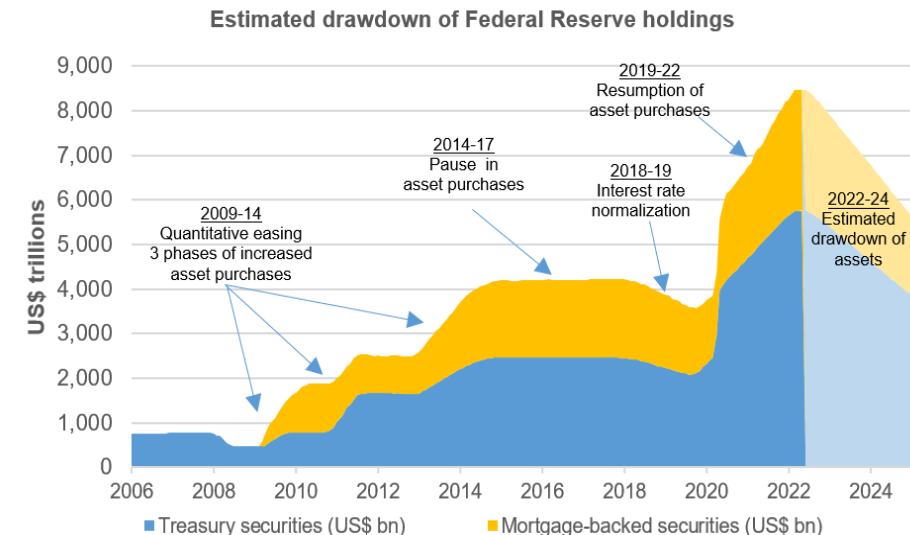
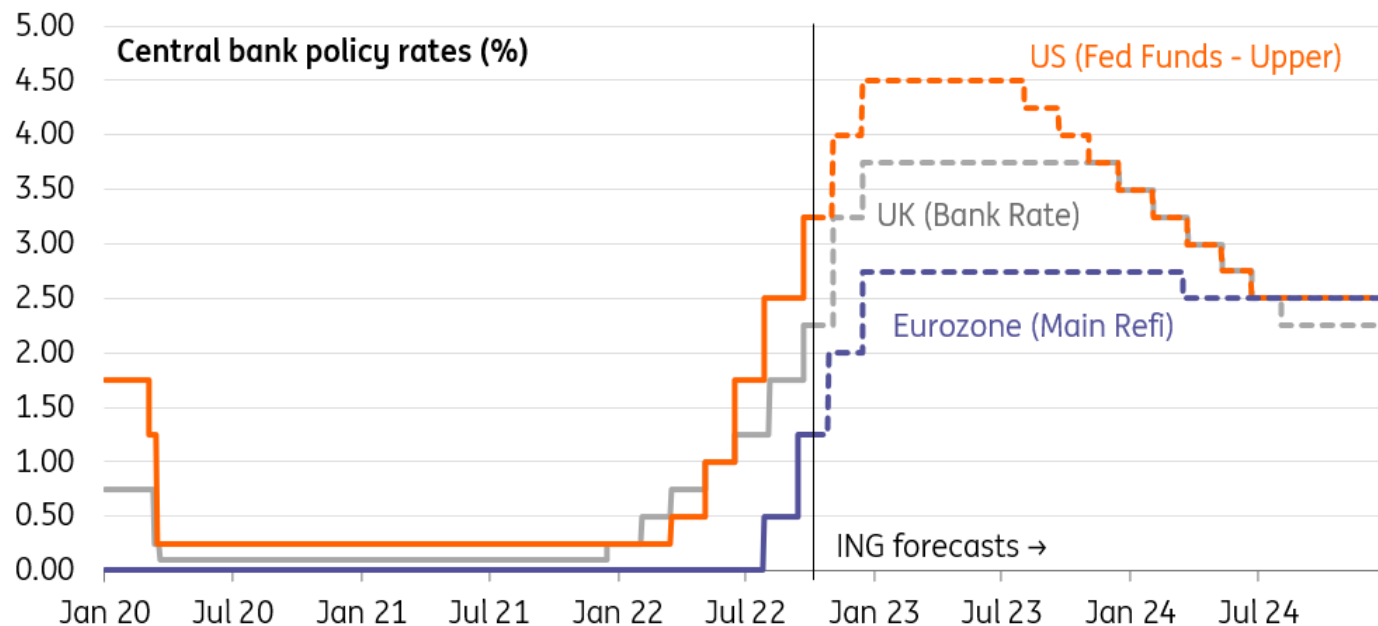
KLUCZOWE PYTANIE O FAZĘ CYKLU KONIUNKTURALNEGO

Ścieżki zmian aktywności gospodarczej a zachowanie portfela aktywów



- Obecnie znajdujemy się w fazie pomiędzy spowolnieniem a wczesną recesją (wzrost gospodarczy spowalnia, obecnie poniżej średnich długoterminowych i w trakcie najbliższych 3-4 kwartałów to zejście poniżej zera) – ten scenariusz wycenia dziś rynek
- Kluczowe pytanie czy w połowie 2023 roku będzie widać szansę na przyspieszenie aktywności gospodarczej w 2024 – wtedy scenariusz *recovery* byłby rozgrywany przez rynki i jest to najlepszy moment na posiadanie aktywów ryzykownych
- Jeżeli odbicie nie nastąpi w drugiej połowie 2023 wówczas ryzyko stagflacji i możliwe krótkoterminowe dalsze spadki a dalej trend boczny
- **Unikniecie kryzysu finansowego** – zakładamy, że tylko wtedy rynek mógłby znacząco pogłębić spadki z obecnych (-15-20% od szczytu) do obserwowanych w latach 2000-2002 i 2007-2008 spadków o 40-50% w całym cyklu.

ZACIEŚNIENIE MONETARNE A RYNKI FINANSOWE

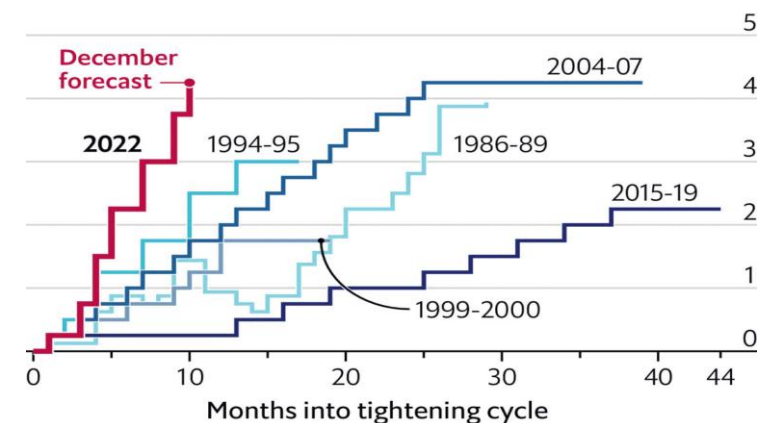


Source: St. Louis Fed; RSM US

Step by step

United States, federal funds target rate

Cumulative increase by cycle, % points



Sources: Federal Reserve; Bloomberg

- Najszybszy wzrost rynkowych stóp procentowych od 40 lat
- Polityka pieniężna bardzo podobna dla większości banków centralnych na świecie
- Oczekiwany wzrost stóp procentowych do 4.5%-5% w USA, 2.75-3% w strefie euro i 3.75-4% w Wielkiej Brytanii
- Zmniejszanie bilansu banków centralnych zwiększyło moc wpływu decyzji monetarnych na rynki aktywów

GLOBALNE OTOCZENIE MAKRO – CZEKAJĄC NA RECESJĘ

Ścieżki wzrostu PKB, 2022-2025

	2022	2023	2024	2025
U.S.	1.8	(0.1)	1.4	1.8
Eurozone	3.3	(0.0)	1.4	1.5
Germany	1.8	(0.5)	1.0	1.3
France	2.5	0.2	1.6	1.5
Italy	3.8	(0.1)	1.4	1.2
Spain	4.6	0.9	1.9	2.5
U.K.	4.3	(1.0)	1.3	1.5
China	3.2	4.8	4.7	4.6
Japan	1.5	1.2	1.1	1.1
India*	7.0	6.0	6.9	6.9
Mexico	2.6	0.8	2.0	2.3
Brazil	2.9	0.5	2.0	2.2
South Africa	1.9	1.5	1.7	1.7
World	3.4	2.2	3.1	3.3

- Recesja w największych gospodarkach w 2023, 2024 także poniżej potencjału – oczekiwania spadków nie są duże ale również nie ma wiary w silne odbicie
- USA – szybsze uporanie się z inflacją ale kosztem wzrostu gospodarczego
- Strefa euro – problemy energetyczne i wolniejsze wychodzenie z inflacji
- Założenie, że FED sprowadzi inflację do celu w 4Q23, w strefie euro pod koniec 2024
- W krajach rozwiniętych najlepiej pod względem mixu GDP / inflacja wyglądają Japonia i Hiszpania
- Ryzyko prognoz dla gospodarki chińskiej – COVID-19, polityka wewnętrzna i zewnętrzna
- Najsilniejsze pod względem tempa wzrostu gospodarki w latach 2023-2025 to Indie oraz kraje Azji Płd-Wsch.

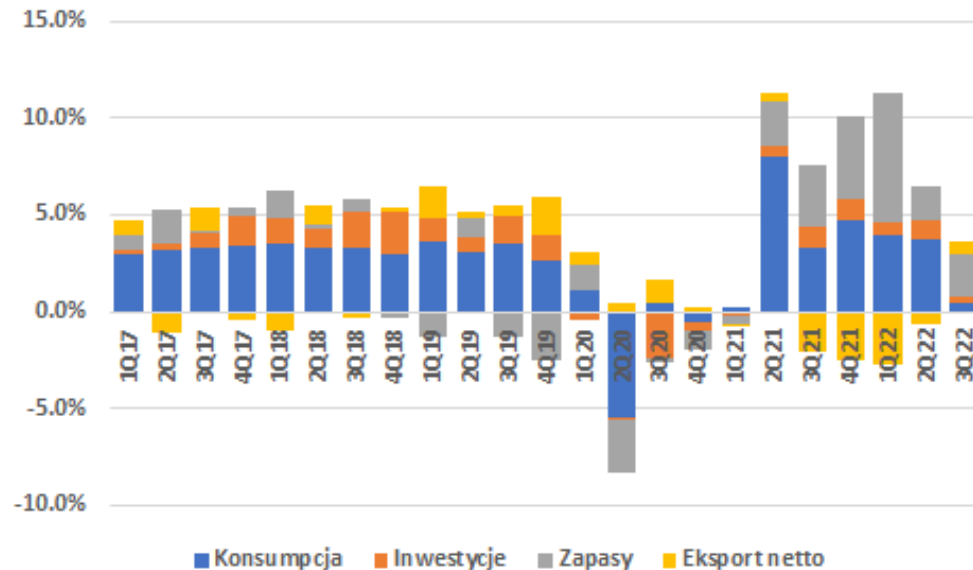
Prognozy dla CPI, 4Q22-2025

CPI Forecast, pa

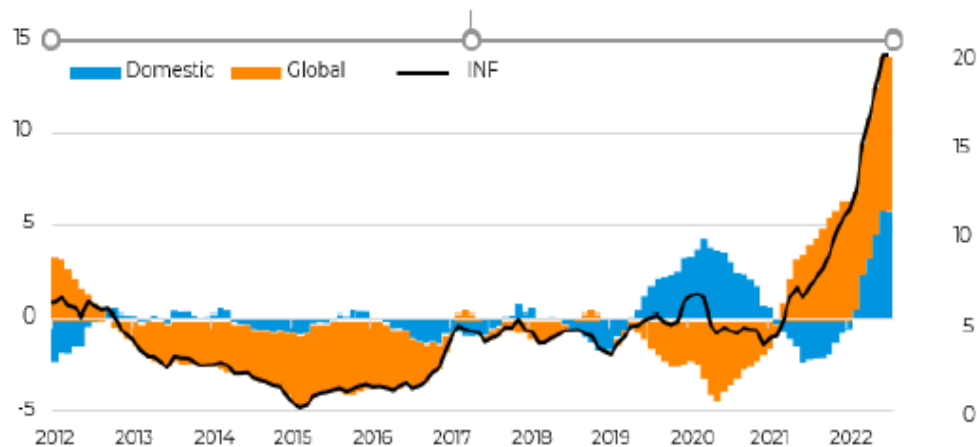
%YoY	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	2024F	2025F
World	8.2	6.7	4.2	4.6	4.0	6.2	5.2	3.1	3.1
US	7.4	5.9	3.8	2.9	2.2	8.1	3.7	1.9	2.1
Japan	3.8	3.5	2.8	2.1	0.8	2.5	2.3	0.9	1.8
Germany	11.5	9.7	7.1	6.1	3.2	8.8	6.5	2.1	2.1
France	7.2	7.5	1.0	6.2	5.2	6.0	6.5	3.8	2.5
UK	10.9	10.3	7.7	6.2	3.9	9.1	7.1	2.1	1.9
Italy	12.5	10.5	8.1	5.3	1.8	8.7	6.4	2.1	2.1
Canada	7.0	5.6	3.0	2.5	2.2	6.9	3.3	1.9	2.2
Australia	6.8	5.4	4.4	3.1	2.8	6.3	3.9	2.5	2.7

POLSKA MAKRO

Kontrybucja do wzrostu gospodarczego (pp), 1Q17-3Q22



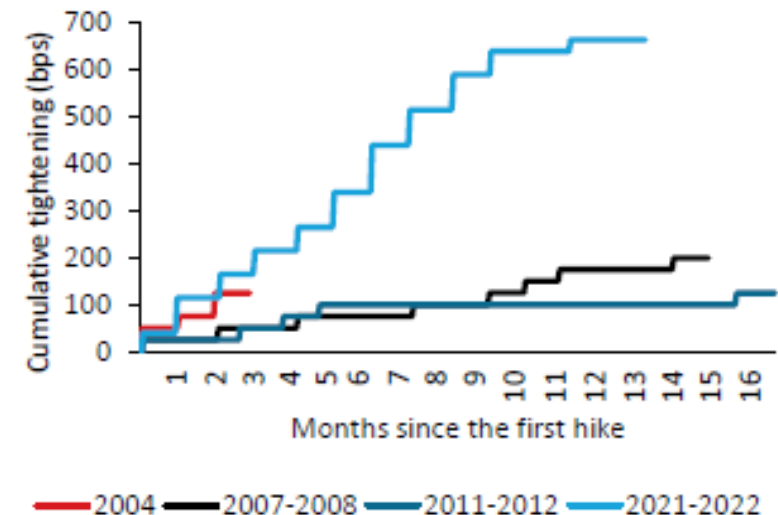
Czynniki wewnętrzne vs zewnętrzne inflacji w Polsce, 2012-2022



Source: Bloomberg, mBank

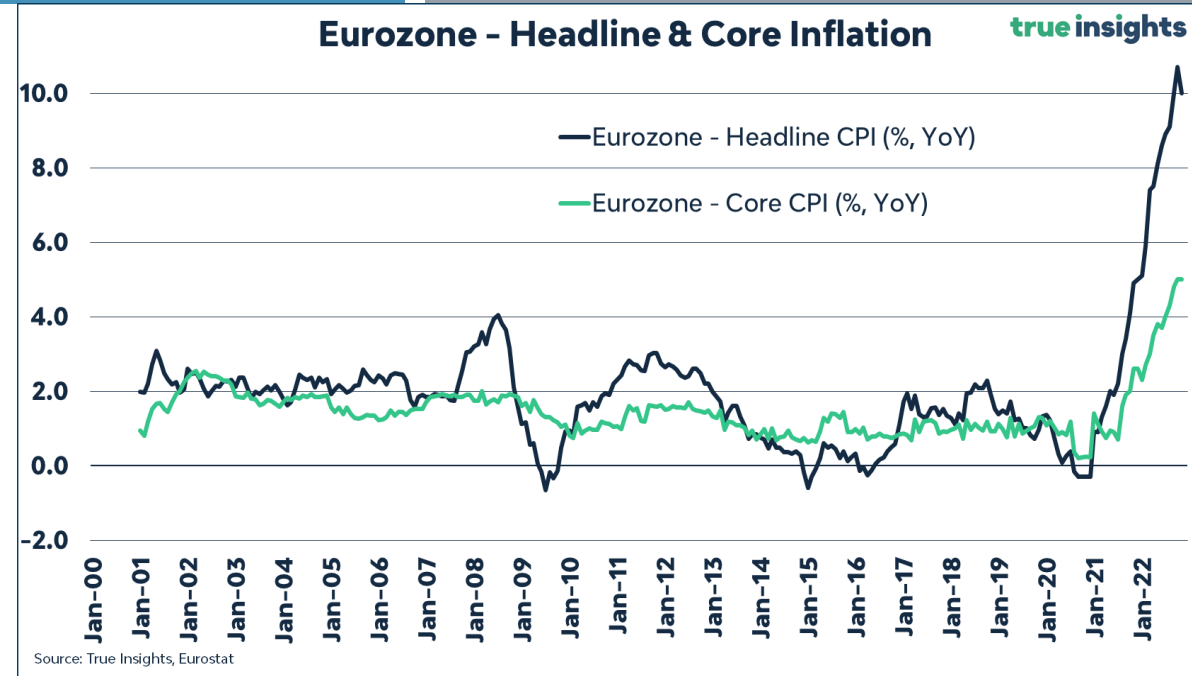
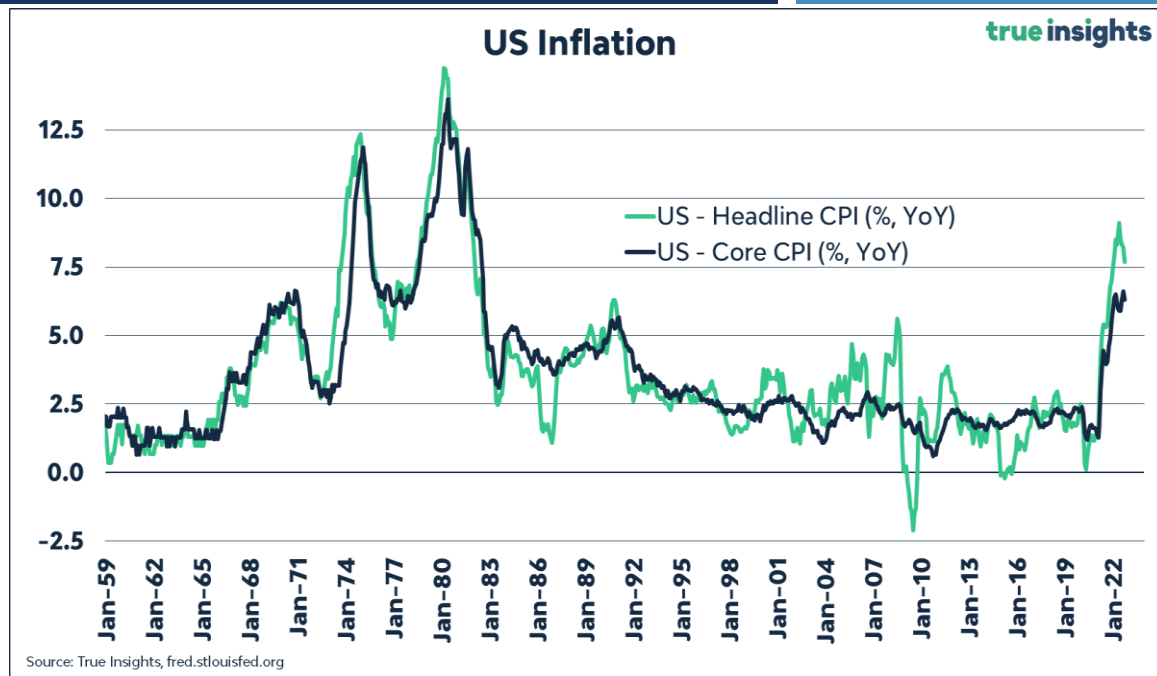
- Silne spowolnienie w pierwszych miesiącach 2023 roku – wysoka baza, wyhamowanie konsumpcji, efekt zapasów
- Konsensus zakłada w całym roku wzrost o około 0.5-0.7% my jednak myślimy że może być słabiej i sukcesem będzie jakikolwiek wzrost gospodarczy. To czy uda się wyjść nad zero zależy głównie od wpływu zapasów, spadku importu oraz utrzymaniu wzrostu inwestycji przez przedsiębiorstwa
- W przypadku inflacji zakładany jest spadek do poziomu ok 9-10% na koniec 2023 (ale średnia za cały rok to około 13% vs 14.5% w 2022). Jesteśmy tu większymi optymistami (zakładamy silne wyhamowanie konsumpcji oraz wsparcie efektów niebazowych).
- Niższa inflacja nie pozwoli na obniżki stóp procentowych. Zakładamy, że RPP poczeka do osiągnięcia realnej dodatniej stopy procentowej co nastąpi raczej w drugiej połowie 2024 roku).

Comparison of past NBP tightening cycles

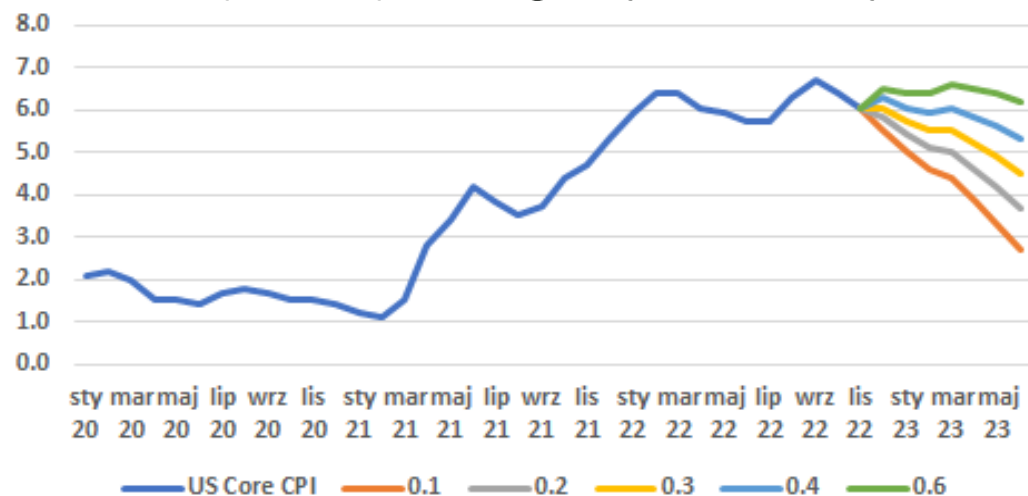


Source: Statistics Poland, NBP, Pekao Research

INFLACJA – EFEKTY NIEBAZOWE DAJĄ POWÓD DO OPTYMIZMU



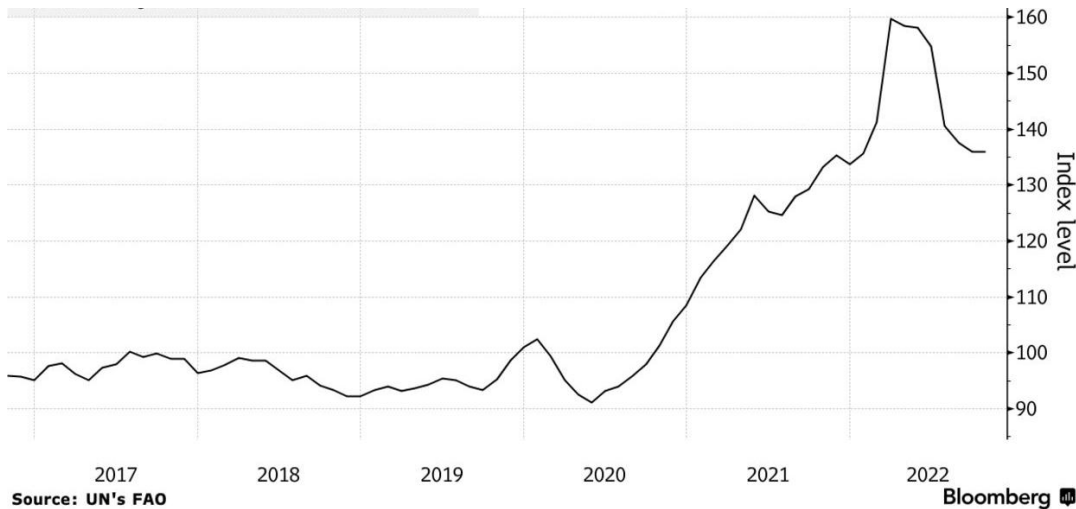
Ścieżki inflacji bazowej w USA wg różnych scenariuszy zmian m/m,



- Inflacja zaczyna zawracać dzięki efektom niebazowym, głównie obniżeniu tempa wzrostu cen surowców
- W USA inflacja bazowa może pozytywnie zaskoczyć (szybsze zejście w kierunku celów) dzięki restrykcyjnej polityce monetarnej
- W strefie euro różnica między inflacją bazową a CPI jest większa. W przypadku wygaszania efektów niebazowych początkowo inflacja może spadać szybko ale sprowadzenia inflacji bazowej do celu EBC może potrwać dłużej (wpływ na inflację programów pomocowych, późniejsza reakcja EBC, konieczność rozłożenia w czasie dalej wysokich cen surowców energetycznych).
- Kluczowy do obserwacji wskaźnik to inflacja m/m w USA – jeżeli przez 2-3 miesiące utrzyma się ona na poziomie 0.2-0.3% wówczas rynki mogą uwierzyć w zwycięstwo FED i pivot w polityce pieniężnej co pozwoli na wzrost cen aktywów ryzykownych.

INFLACJA – WSPARCIE W DRODZE DO CELU

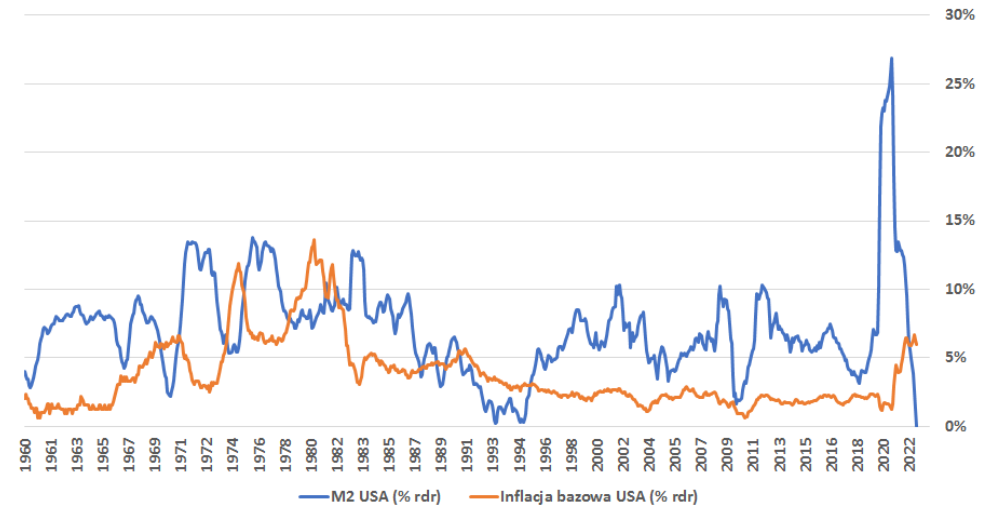
Indeks cen żywności FAO, 2017-2022



Indeks cen żywności surowców CRB, 2001-2022



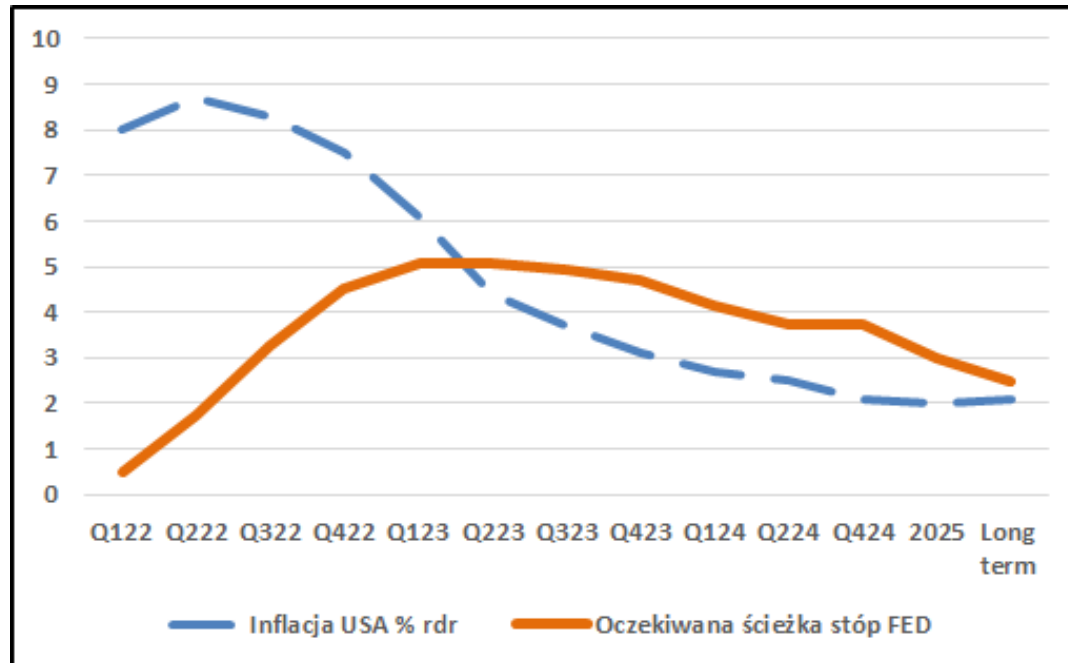
Podaż M2 (linia nieb) vs inflacja bazowa USA (pomarańcz), % rdr, 1960-2022



- Ceny surowców rolnych spadają na połowy 2022 roku, za 2-3 miesiące będzie to czynnik działający ujemnie na roczną inflację
- Spadki cen surowców energetycznych i materiałów również będą wspierać spadek inflacji
- Na spadek inflacji bazowej pozytywny wpływ powinno mieć **ograniczenie podaży pieniądza**. Dynamika agregatu monetarnego M2 w USA została sprowadzona do 0% rdr. Historycznie był to wskaźnik, który zawracał inflację bazową z kilkunastomiesięcznym opóźnieniem – powinien zadziałać pod koniec 2023 roku,

ZACIEŚNIENIE MONETARNE - KIEDY KONIEC ? - USA

Inflacja w USA vs oczekiwana ścieżka stóp procentowych FED, 1Q22-2025



FRED

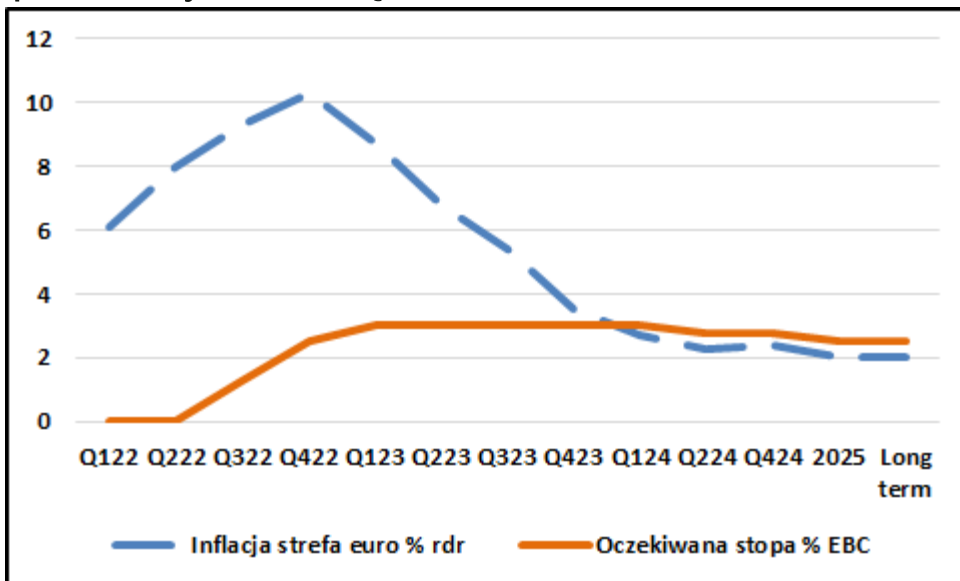
— Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items Less Food and Energy
— Effective Federal Funds Rate



- FED powinien zakończyć wzrost stóp procentowych w 1Q23 na poziomie 4.75-5% (czyli jeszcze jedna podwyżka o 50 bps) i będzie czekał na reakcję inflacji bazowej
- Możliwe obniżki dopiero po spadku inflacji bazowej poniżej stopy FED. Przy obecnej miesięcznej dynamice inflacji 0.2-0.3% zrównanie inflacji ze stopami może nastąpić w połowie roku
- Przy braku innych zdarzeń FED mógłby rozpocząć obniżki w 4Q23 i sprowadzić stopę FED na poziom ok 3.5-4% pod koniec 2024. Taki scenariusz nie dawałby argumentów za dalszymi spadkami i mógłby pozwolić na wzrosty cen akcji w połowie 2023
- Dla rynków kluczowa będzie komunikacja dotycząca nowej docelowej stopy FED. Aby poprawić sentyment na rynku FED musiałby wyznaczyć nowy docelowy poziom stóp procentowych na poziomie 2.5-3%

ZACIEŚNIENIE MONETARNE - KIEDY KONIEC ? - ECB

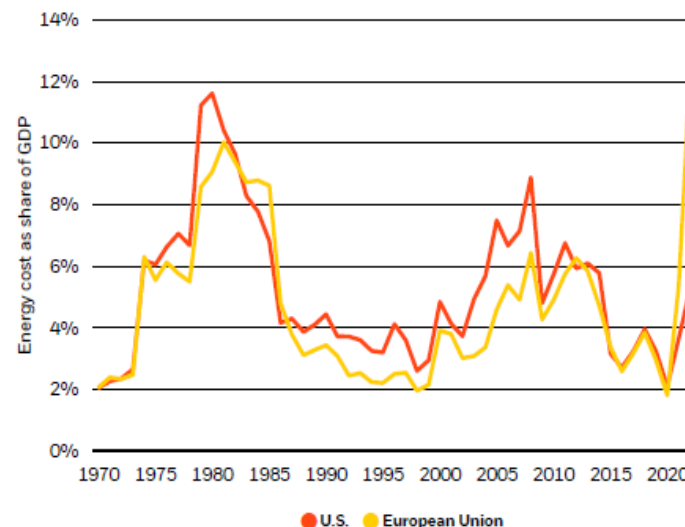
Inflacja w strefie euro vs oczekiwana ścieżka stóp procentowych EBC, 1Q22 - 2025



- Zakładamy, że EBC zakończy wzrost stóp procentowych na poziomie 3%-3.5%. Dalsze wzrosty są ograniczone wysokim zadłużeniem krajów strefy euro oraz ryzykiem silniejszego umocnienia euro do dolara
- EBC liczy na dynamiczny spadek inflacji od początku 2023 roku. Wydaje się to możliwe jeśli uda się wygasić efekty niebazowe
- Jednak uzyskanie realnych dodatnich stóp procentowych w strefie euro to perspektywa przełomu 2023/2024. Ze względu na słabą sytuację fiskalną strefy euro oraz ryzyko zmienności inflacji spowodowane wysokim uzależnieniem od surowców i hojnymi programami pomocowymi istotne obniżki stóp procentowych są nie będą możliwe aż do 2025 roku

Koszty energii jako % PKB – USA vs UE

U.S. and European Union energy burden, 1970-2022



Koszty programów pomocowych, 2022 % PKB

State support to shield households and businesses from the energy crisis

Allocated funding, Sept 2021-Sept 2022

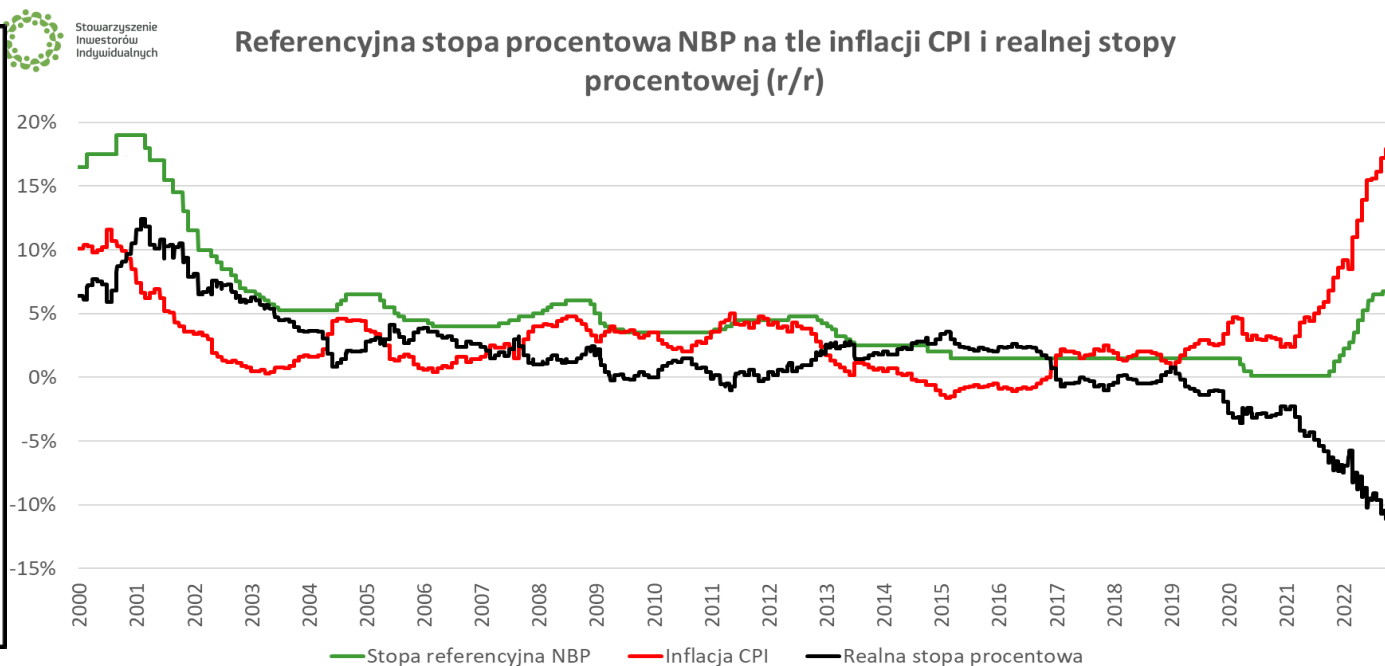
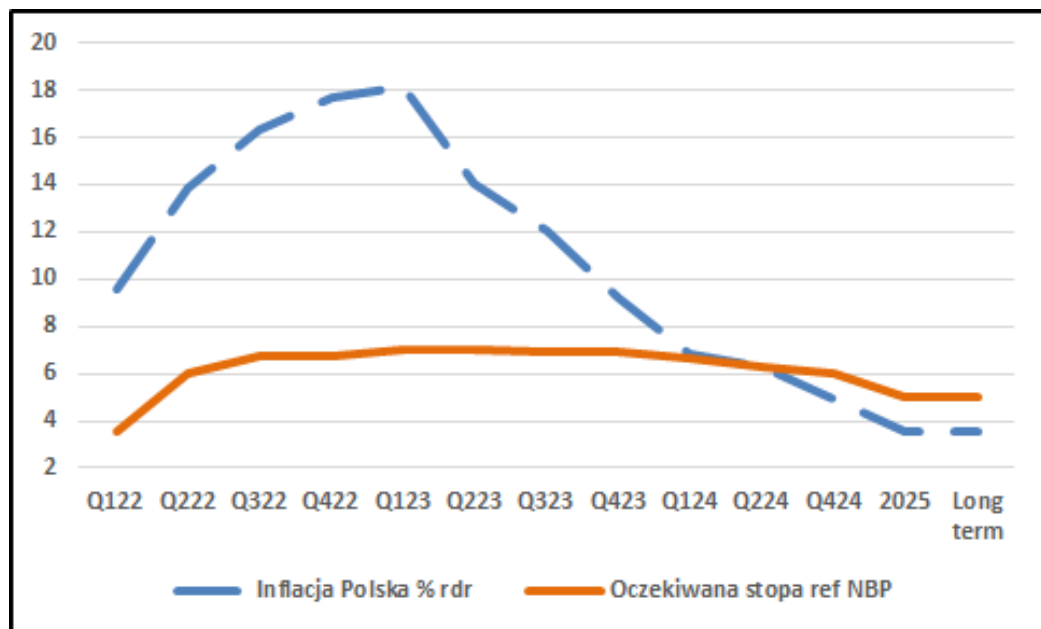


FINANCIAL TIMES

Source: Bruegel

ZACIEŚNIENIE MONETARNE - KIEDY KONIEC ? - POLSKA

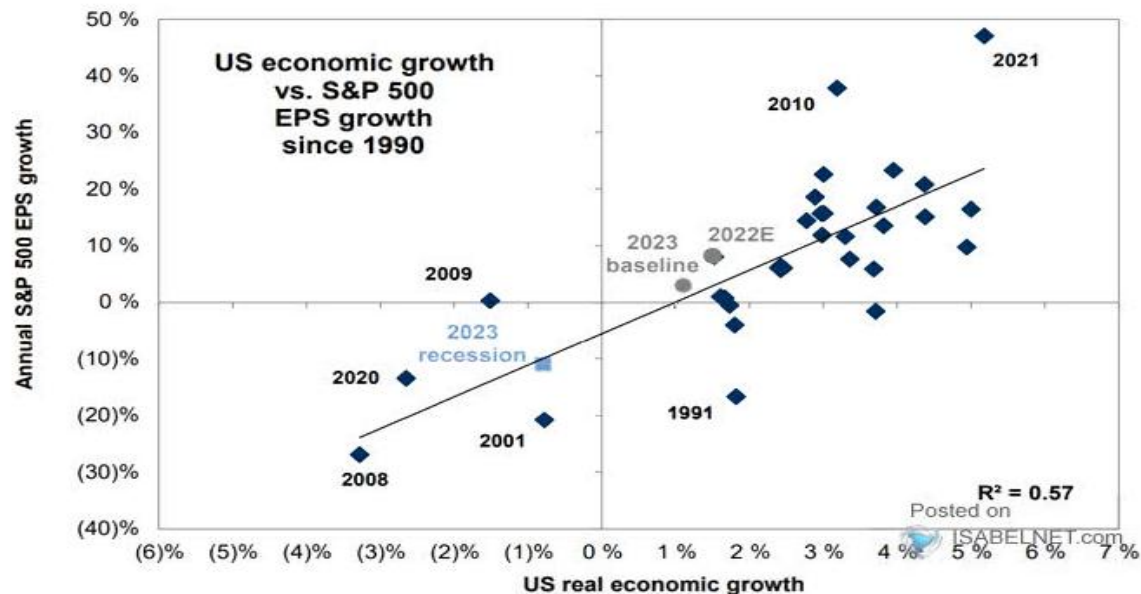
Inflacja w Polsce vs oczekiwana ścieżka stóp procentowych
NBP, 1Q22 - 2025



- NBP pozostanie na „płaskowyżu” ceny pieniądza ze stopą referencyjną na poziomie 6,75% do końca 2023 roku. Możliwe, że pod koniec roku zdarzą się 1-2 obniżki po 25bps aby uwiarygodnić wcześniejsze zapewnienia dotyczące polityki pieniężnej
- Jednakże zakładając konieczność powrotu do realnej dodatniej stopy procentowej bardziej głębokie obniżki stóp procentowych będą możliwe najwcześniej pod koniec 2024. Docelowo zakładamy, że stopa procentowa NBP znajdzie się w przedziale 4.5-5% (przy założeniu inflacji na poziomie 3-3.5% w 2025).
- Spadek inflacji może być dynamiczny w połowie roku (niższe ceny surowców, wysokie efekty bazy) jednak 2H23/1H24 nadal będzie wyzwaniem ze względu na konieczność wygaszania programów pomocowych w obszarze cen energii

RYNEK AKCJI W TRAKCIE RECESJI I CO DALEJ ?

USA – wzrost PKB (X) vs zmiana PKB, 1990-2023E



USA – zmiany zysków na akcję w trakcie recesji

Exhibit 8: S&P 500 EPS typically declines by 13% during recessions

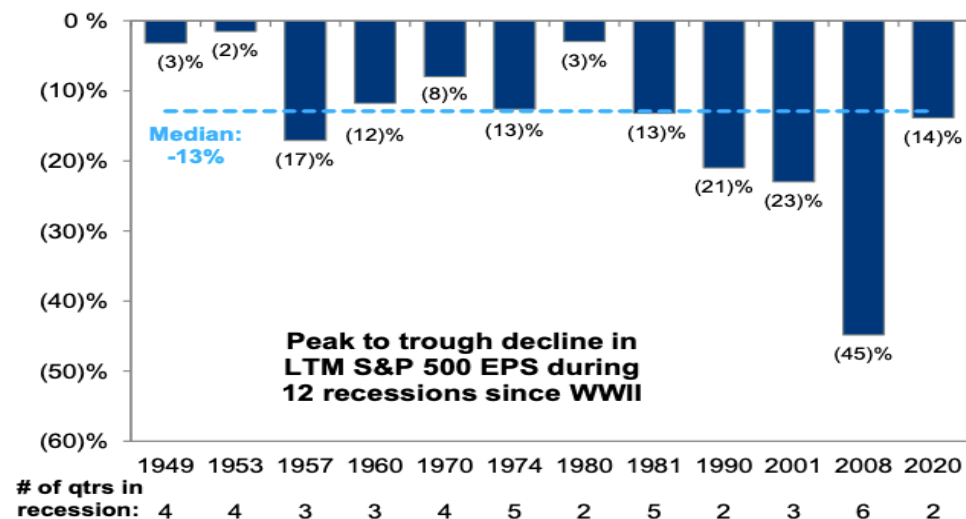
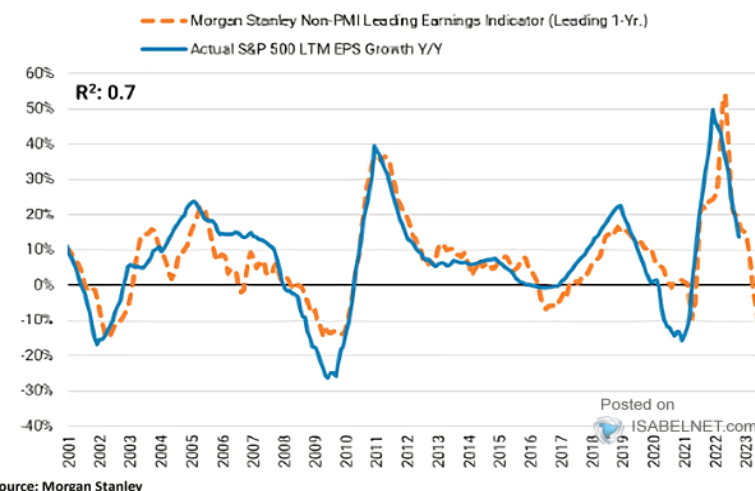


Exhibit 3: Non-PMI LEI Suggests \$180 EPS...



- Obecnie oczekiwana recesja nie jest kryzysem finansowym więc spadki zysków na akcje powinny zachować się typowo i wynieść max 10-15%.
- Przy krótkich recesjach rynek pozwala na wzrost wskaźników cena/zysk więc dzisiejsze wyceny uwzględniają już taki scenariusz
- Większym wyzwaniem byłby brak perspektyw wzrostu zysków w 2024 roku lub drugi nieoczekiwany szok inflacyjny utrwalający wysoki poziom stóp procentowych
- Przy płytkich i 4-5 kwartalnych recesjach w trakcie ich trwania rynek zachowuje się dobrze i pozwala osiągnąć około 15% stopę zwrotu w roku rozpoczęcia recesji – rynek wyprzedza rzeczywistość i dyskontuje recesję wcześniej (czyli słaby 2022 na rynkach, bo słaby 2023 w makro... ale dobry 2023 na rynkach... pod warunkiem że w 2024 wracamy do wzrostów i nie mamy inflacji)

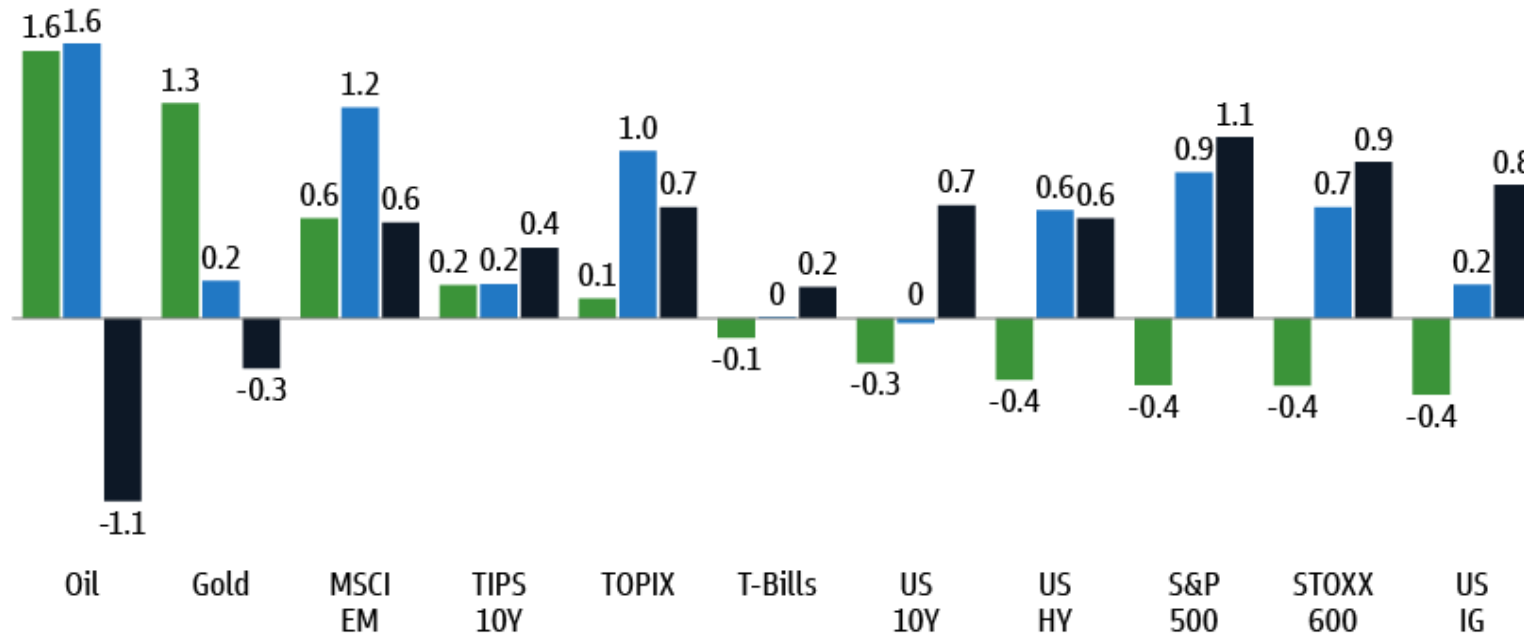
A CO JEŻELI INFLACJA SPADNIE SZYBCIEJ ?

Average Monthly Total Real Returns Based on US CPI Regimes (%)

■ High (>3%) and rising

■ In-line (1-3%) and rising

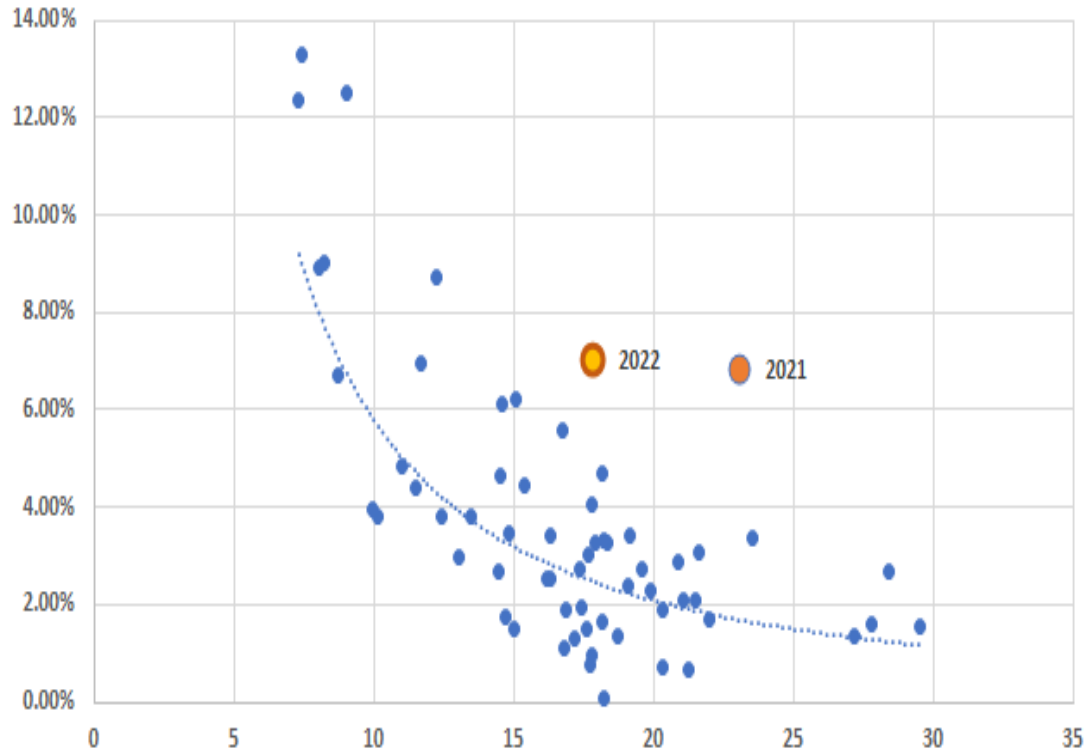
■ High (>3%) and falling



- Zakładając, że inflacja będzie spadać kluczową kwestią pozostaje tempo obniżania i **docelowy poziom nowej inflacji**.
- W scenariuszu optymistycznym – czyli szybkim obniżaniu inflacji do poziomu poniżej 3% w USA w okresie najbliższych 12 miesięcy najlepszymi aktywami są akcje amerykańskie oraz obligacje investment grade
- Obligacje skarbowe również będą obniżać rentowności (= wzrost cen) ale skala obniżki może być ograniczana przez wypłaszczanie krzywej oraz wymaganą dodatkową premię za zmienność cen
- STOXX600 może okazać się również dobrą inwestycją lecz jego wzrost odbędzie się z opóźnieniem w stosunku do spółek amerykańskich ze względu na dłuższą walkę z inflacją w strefie euro

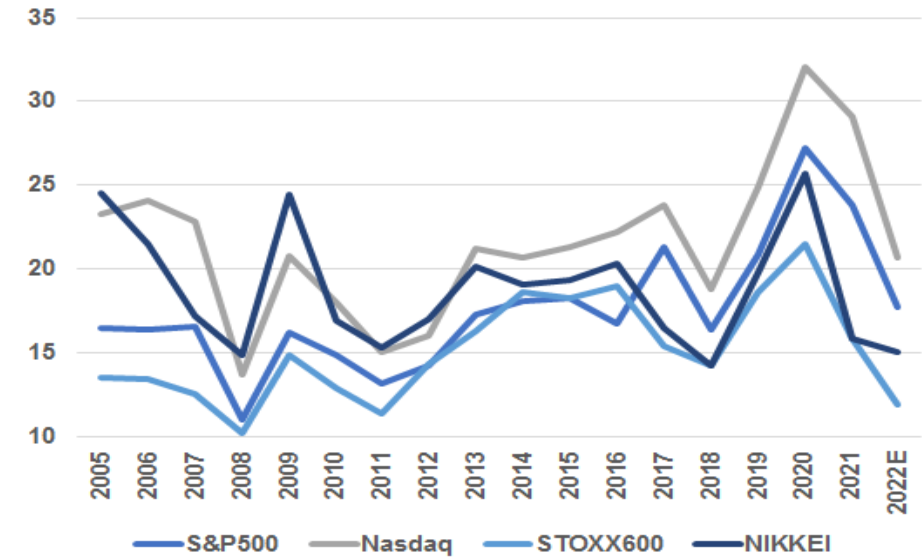
WYCENY ROZWINIĘTYCH RYNKÓW AKCJI

Inflacja w USA vs wskaźnik C/Z dla S&P500, 1960-2022E

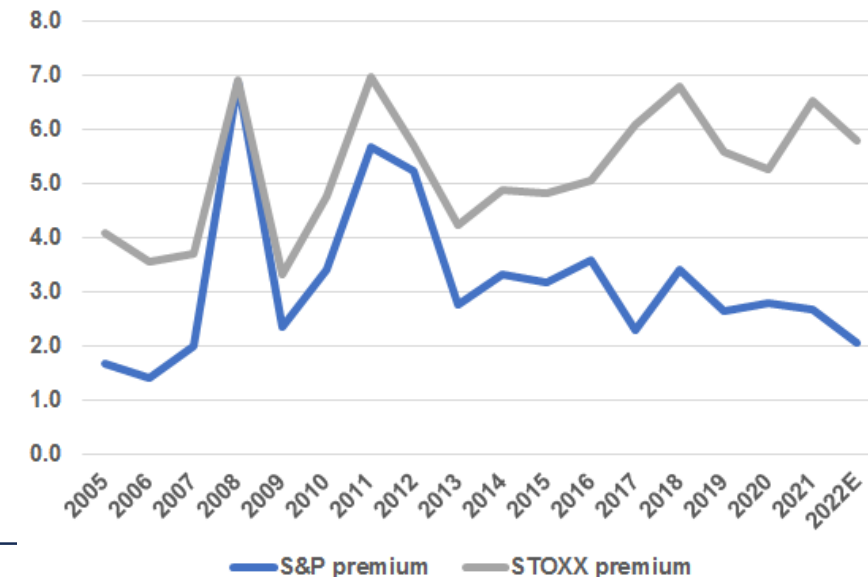


- Wyceny akcji w USA poziomie 16-17x zyski zakładają spadek inflacji do poziomu 2.5-3%
- Utrwalenie inflacji na poziomie >4% spowodowałoby przecenę o dalsze 20-25% i realizację scenariusza stagflacyjnego
- W USA wiara w FED jest wysoka co mocno obniża premię za ryzyko (wynosi ona około 2% względem normalnego poziomu 3%). Konieczność odbudowania premii będzie ograniczać tempo wzrostu rynku ale może się to wydarzyć dopiero w 2024 roku
- W strefie euro wysoka premia za ryzyko, które może silnie wspomóc rynek akcji po obniżeniu inflacji oraz ograniczeniu ryzyka geopolitycznego

Wskaźnik C/Z dla indeksów, 2005-2022

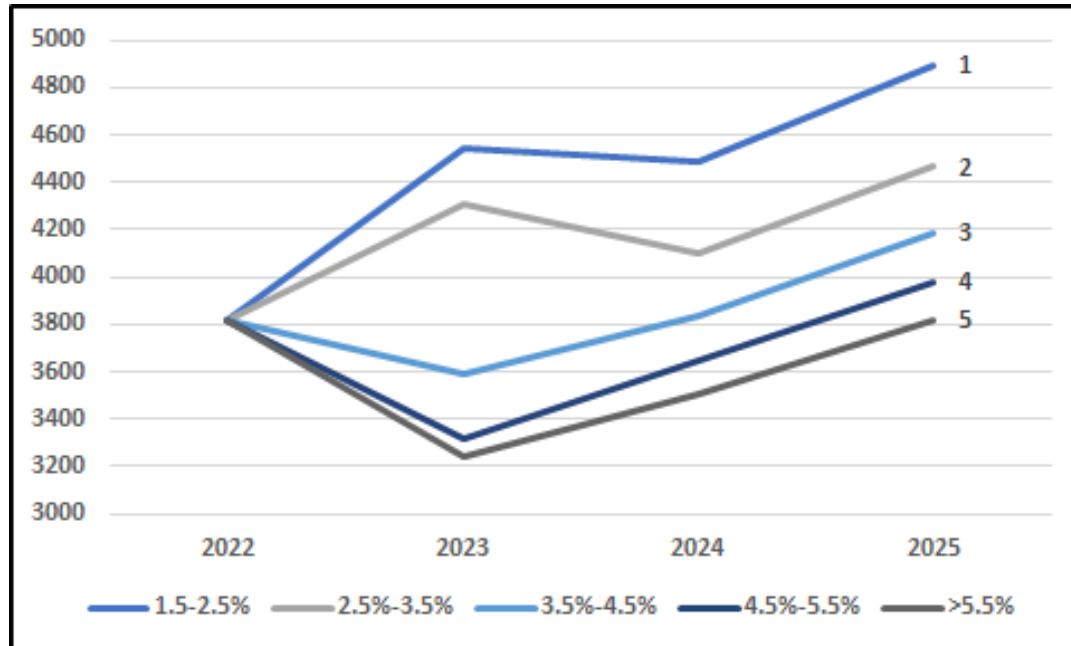


Premia z ryzyko – S&P i STOXX, 2005-2022

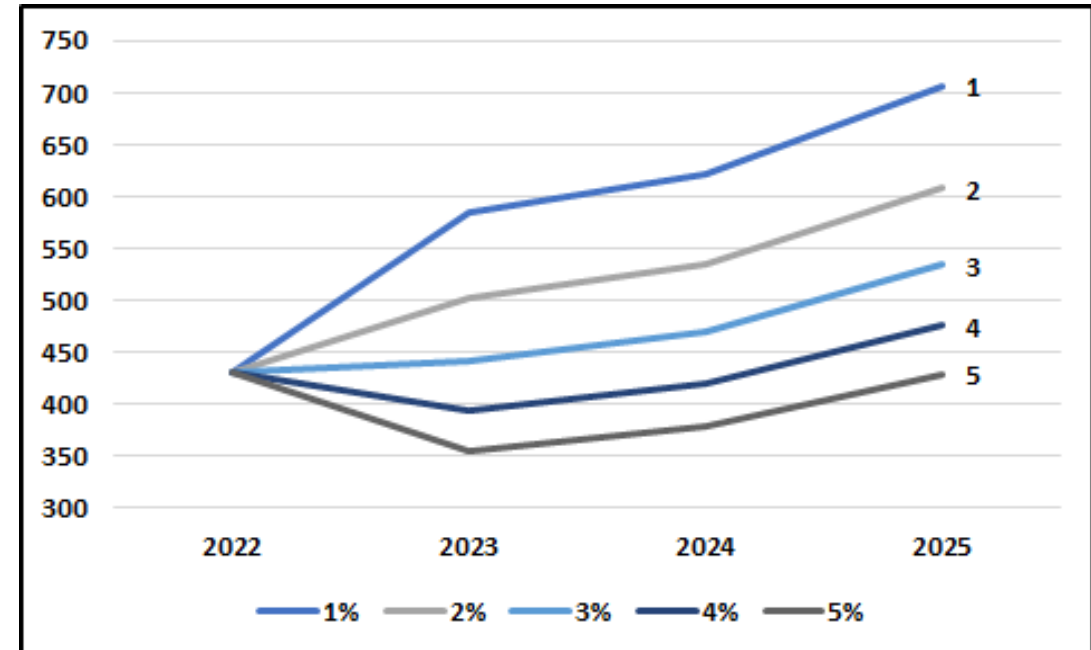


SCENARIUSZE DLA RYNKÓW AKCJI – BEZ GŁĘBSZEJ RECESJI

Scenariusze dla S&P500 przy różnych poziomach docelowej oczekiwanej inflacji



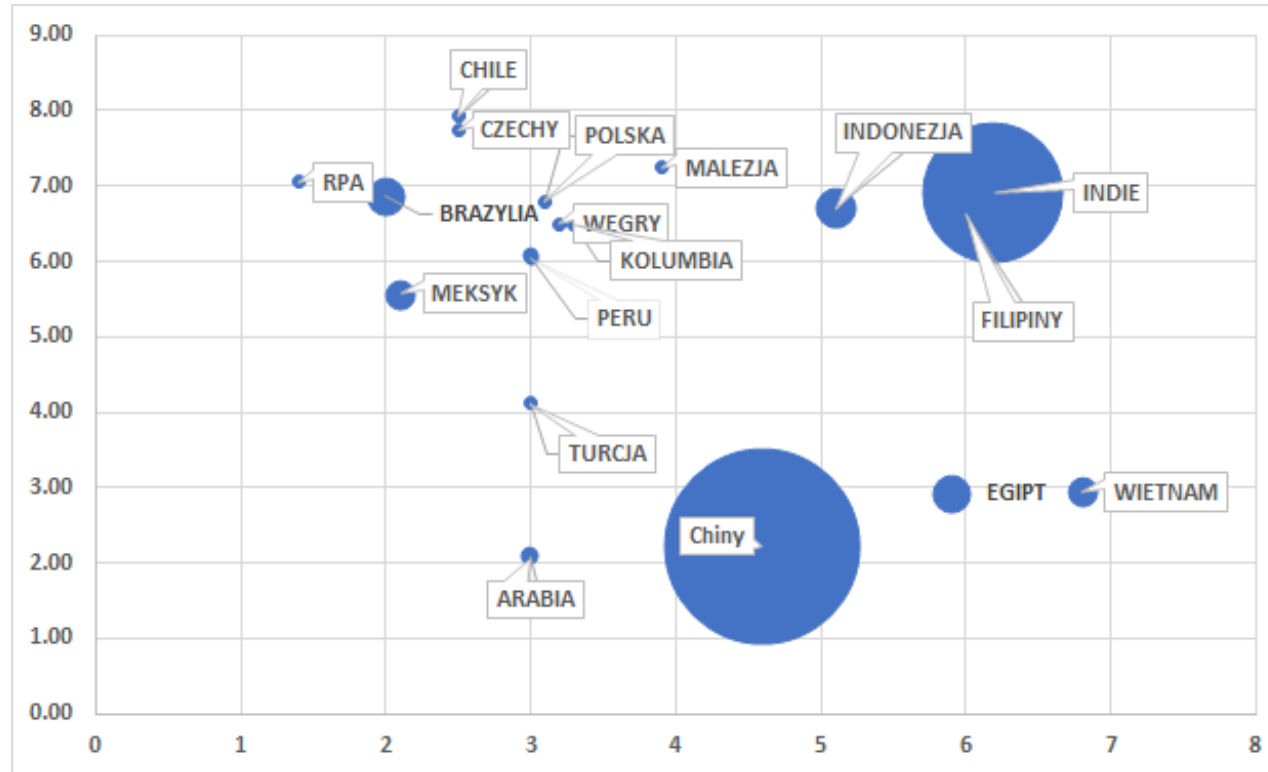
Scenariusze dla STOXX600 przy różnych poziomach docelowej stopy EBC



- Dla S&P 500 zakładamy realizację (1)/ (2). Szybkie zejście inflacji w USA do poziomu 2.5-3.5% przełoży się na pozytywne nastroje na rynkach już w 1H23 i być może pewne przereagowanie oczekiwań. Zakładając, że recesja będzie płytka rynek pozwoli na ekspansję mnożników już w 2023 co z kolei nie pozwoli na silne wzrosty w 2024 roku (konieczność wyraźnej poprawy wyników dla kontynuacji wzrostów w kolejnych latach oraz odbudowa premii za ryzyko). W tym scenariuszu oznacza to wzrost S&P500 o 10-15% w 2023 i stabilizację / lekki spadek w 2024.
- Dla STOXX600 bazowy scenariusz nr (3) z 3% docelową stopą EBC. Ryzyka geopolityczne i trudniejsza niż w USA sytuacja makro nie pozwolą na wzrosty indeksów w 2023 lecz spadki są również ograniczone tanim rynkiem oraz istotnym udziałem banków, które skorzystają na wyższych stopach procentowych. W latach 2024-2025 w STOXX może wzrosnąć nawet o 25-30% dzięki poprawie globalnego makro oraz zmniejszaniu premii za ryzyko
- Oba scenariusze nie zakładają dalszej eskalacji konfliktu w Ukrainie oraz konfliktu na Tajwanie

RYNKI ROZWINIĘTE – W POSZUKIWANIU NOWYCH OKAZJI

Rynki rozwijające się – potencjalny wzrost gospodarczy (os X, %) vs. Indeks demokracji The Economist (oś Y w pkt)



Źródło: IMF, The Economist, obliczenia własne, wielkość punktu oznacza wielkość PKB w USD wg PPP 2021, indeks The Economist 10-najwyższe standardy demokracji, 1-najniższe

- Duże zmiany na rynkach emerging markets związane z polaryzacją tempa wzrostu oraz ryzykiem politycznym wymuszają na inwestorach poszukiwanie nowych kierunków inwestycyjnych
- Zakładamy zwiększone zainteresowanie dużymi rynkami o wyższych standardach demokratycznych z wyższym potencjalnym wzrostem (Indie, Indonezja, Filipiny) względem Chin.
- Rynki o niższym potencjale wzrostu będą wyceniane z wyraźnym dyskontem w warunkach podwyższonej inflacji.

RYNEK OBLIGACJI SKARBOWYCH – WIELKIE DOSTOSOWANIE

Rentowność 10L obligacji USA, 1978-2022



Rentowności obligacji 10L – USA, UK, strefa euro, Listopad 2021-
Listopad 2022



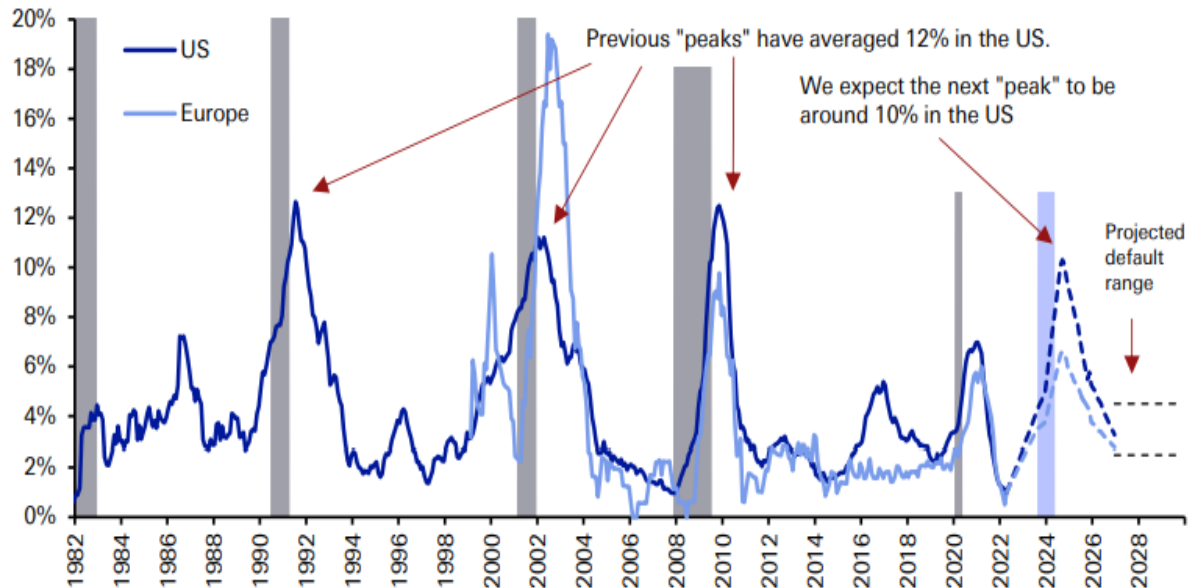
- Przełamanie długoterminowego trendu spadku rentowności – rynek w poszukiwaniu nowego poziomu stopy wolnej od ryzyka
- **Inwestorzy mogą zacząć wymagać dodatkowej premii za ryzyko zmienności cen obligacji skarbowych** – w ostatnich miesiącach okazało się, że są to instrumenty obarczone istotnym ryzykiem wyceny
- W obliczu dużej zmienności inflacji oczekujemy wypiętrzenia krzywej rentowności co oznacza, że rentowności będą spadać mocniej na krótkim końcu wraz z oczekiwaniami co do obniżek stóp procentowych

RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

- Przed rynkiem globalnych obligacji korporacyjnych stoją wyzwania związane z refinansowaniem dosyć istotnych poziomów zadłużenia w warunkach wycofywania płynności przez FED
- Większy problem dla inwestorów typu high yield niż dla Investment grade (ci ostatni szczyt refinansowania mieli w 2022 roku, dla HY nastąpi on dopiero w okresie najbliższych 12-24 miesięcy)
- Nadal nie widać większej ilości defaultów, szczyt bankructw pewnie nastąpi dopiero w 2024 i będzie on około 2x większy niż średnia dla poprzedniej dekady. Istotna jest zatem selekcja emitentów

% bankructw emitentów, 1982-2022 Europa i USA

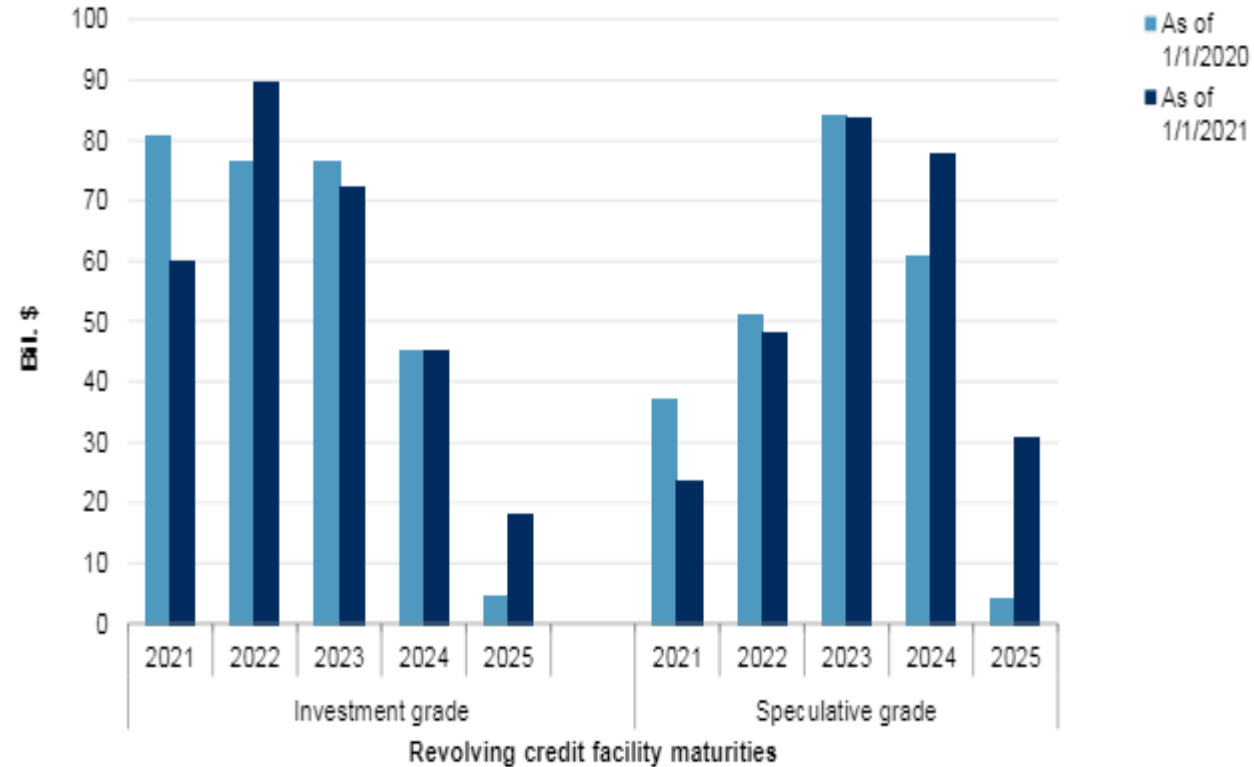
S&P speculative grade issuer default rates and DB's projected path



Source : Deutsche Bank, S&P

Wartość odnowień linii kredytowych globalnie, 2021-2022, IG vs HY

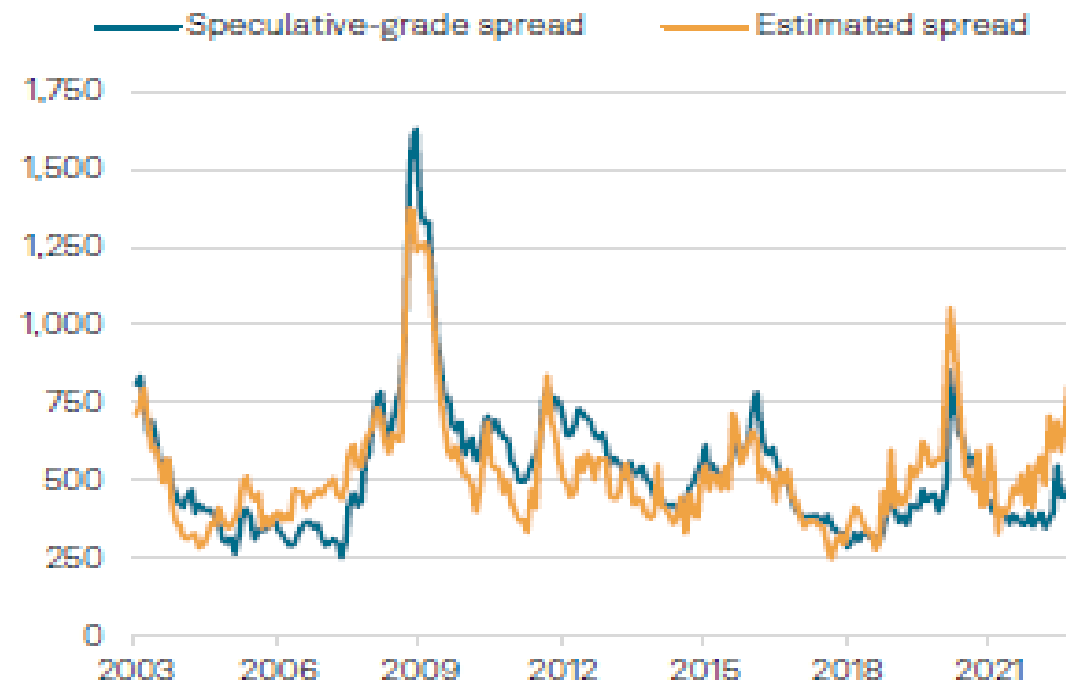
Maturities Of Nonfinancial Corporate Revolving Credit Facilities



RYNEK OBLIGACJI HIGH YIELD

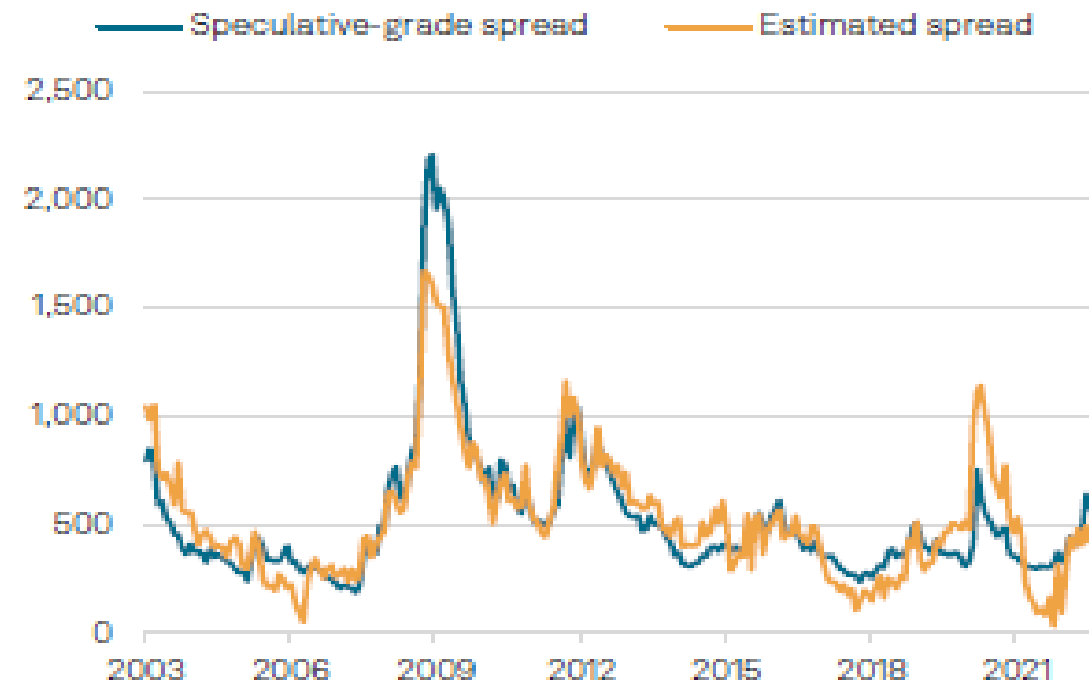
Rentowności obligacji HY w USA (wykres lewy) i Europie (wykres prawy) względem wycen z modeli opcyjnych, 2003-2022

U.S. estimated spread suggests widening ahead (bps)



Data as of Sept. 30, 2022. Source: S&P Global Ratings.

European spread level appears largely appropriate (bps)

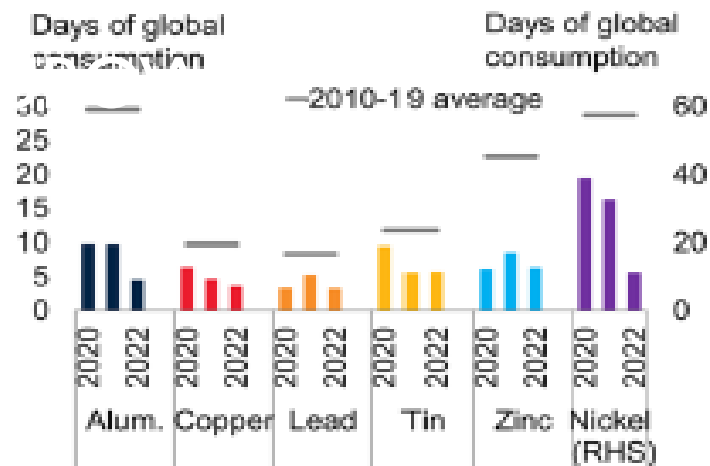


Data as of Sept. 30, 2022. Sources: ICE Benchmark Administration Limited (IBA), ICE BofAML Euro High Yield Index Option-Adjusted Spread, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, S&P Global Ratings.

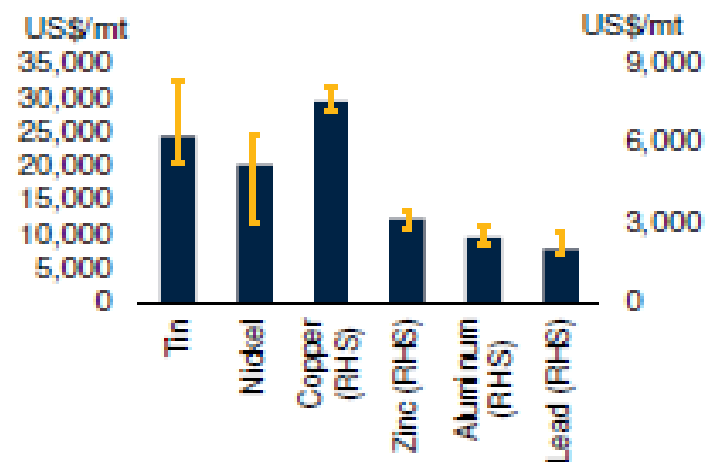
- W USA rynek nadal nie wycenia w pełni ryzyka recesji i bankructw zgodnie implikowanymi przez rynek opcji – zaufanie inwestorów do FED i wiara w płytką recesję
- W Europie rynek dobrze wycenia ryzyko recesji jednak w sytuacji paniki nie można wykluczyć 200-300 bps skoku rentowności co może stanowić okazję do zakupu

SUROWCE – RECESJA VS CHINY

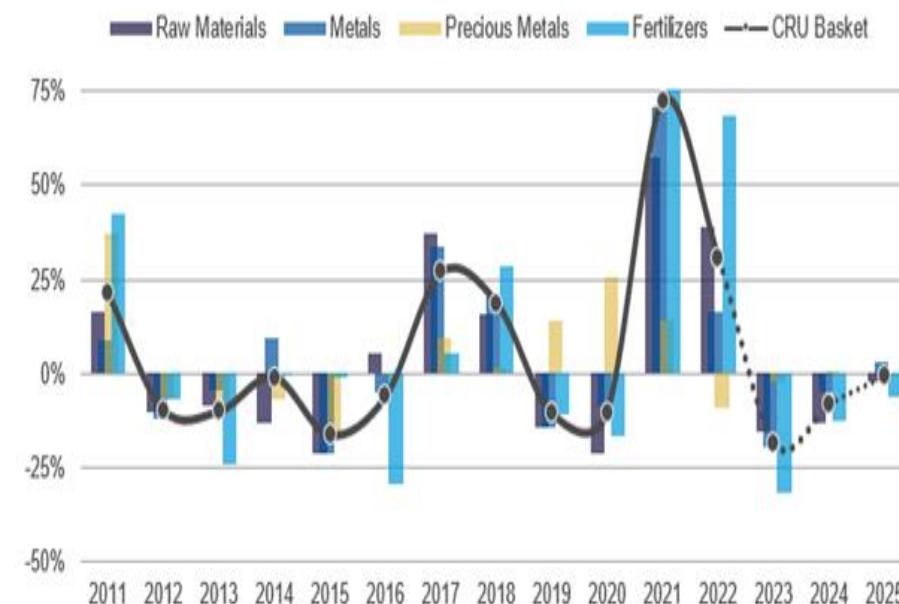
A. Inventories at metal exchanges



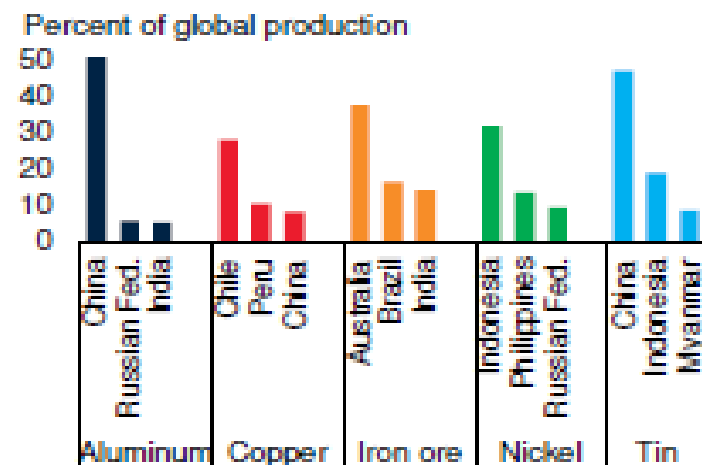
B. Metal price forecasts for 2023



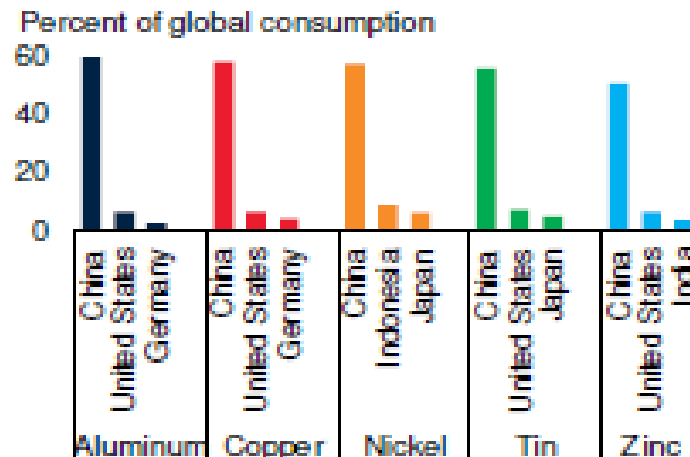
CRU commodity basket prices to post year-on-year declines 2023 to 2025



C. Top metal producers



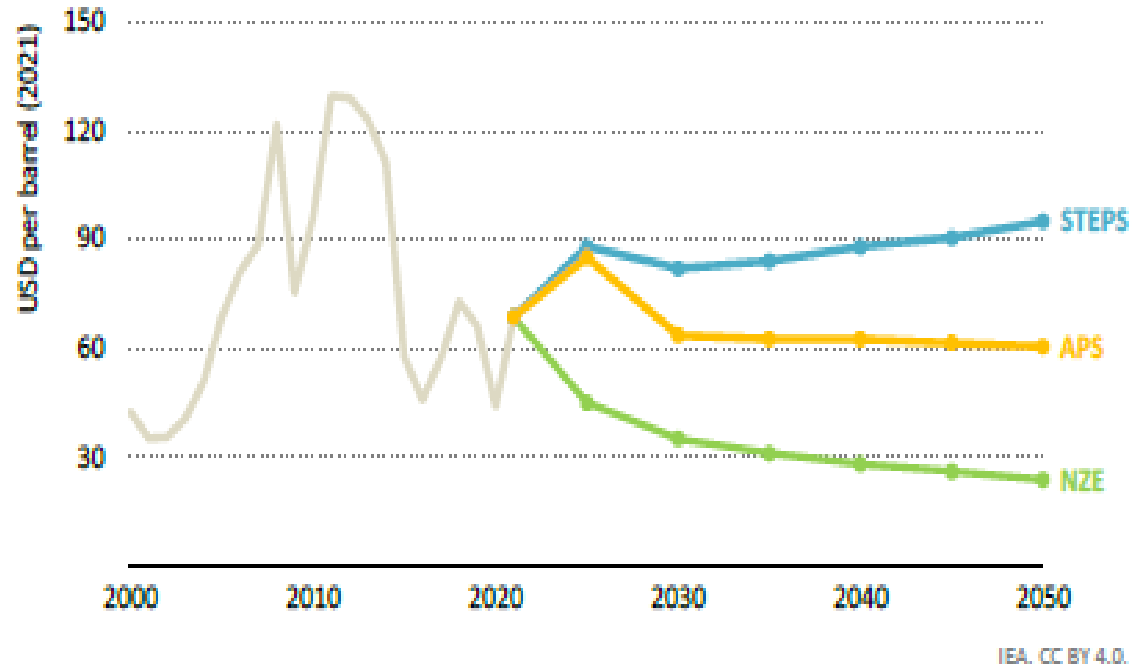
D. Top metal consumers



DATA: CRU, LME, LBMA

- Po dwóch latach wzrostów cen surowce przemysłowe mogą tanieć w okresie najbliższych kilkunastu miesięcy
- Największa presja może dotyczyć nawozów oraz surowców chemicznych związanych z cenami ropy (tu możliwa jest presja na cenę ropy i gazu)
- Relatywnie dobrze mogą zachowywać się metale przemysłowe gdzie zapasy są poniżej historycznych średnich (aluminium, cynk, nikiel)
- Odbudowujący się popyt inwestycyjny z Chin powinien amortyzować spadek popytu z gospodarek rozwiniętych

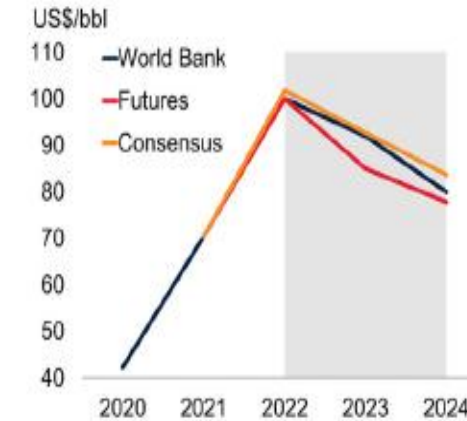
Ceny ropy wg scenariuszy dekarbonizacji, 2000-2050



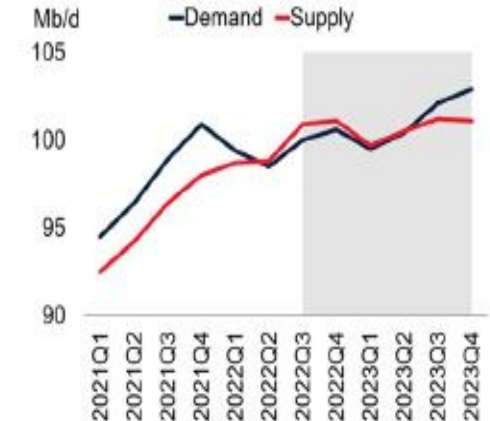
- W krótkim terminie ryzykiem dla cen paliw jest spowolnienie gospodarcze (popyt na paliwa spada w okresie dwóch lat po recesji o około 5-10%)
- Oczekiwany spadek cen Brent w okresie 2023-2024 do poziomu około 80 USD/bbl. Nie jest on istotny względem obecnej ceny ponieważ w ostatnich kwartałach mieliśmy wyraźne niezbilansowanie rynku. **Z punktu widzenia walki z inflacją wystarczy jednak aby cena ropy przestała rosnąć**
- W dłuższym terminie scenariusze bazowe (APS - obejmujące deklaracje rządów dotyczące odchodzenia od paliw kopalnych) zakładają spadek cen ropy do poziomu ok 60-65 USD / bbl
- Jeżeli jednak nasępiłoby przyspieszenie dekarbonizacji w kierunku gospodarki zeroemisyjnej (NZE) wówczas cena ropy mogłaby spaść do poziomu 30-40 USD do końca dekady

Prognozy cen i popytu na ropę - IEA

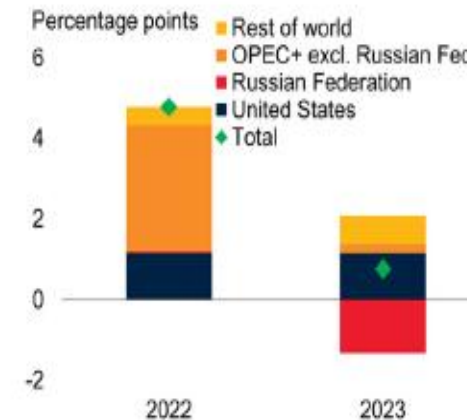
A. Oil price forecasts



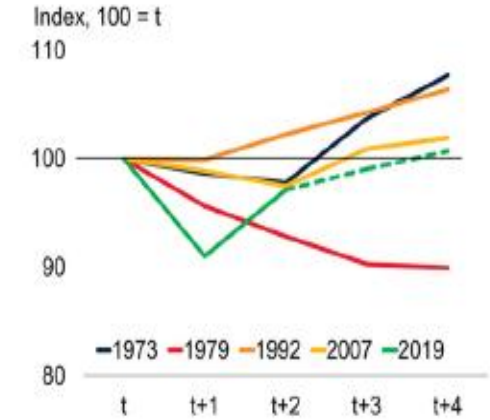
B. Oil demand and supply forecasts



C. Contributions to oil production growth



D. Changes in oil demand around recessions

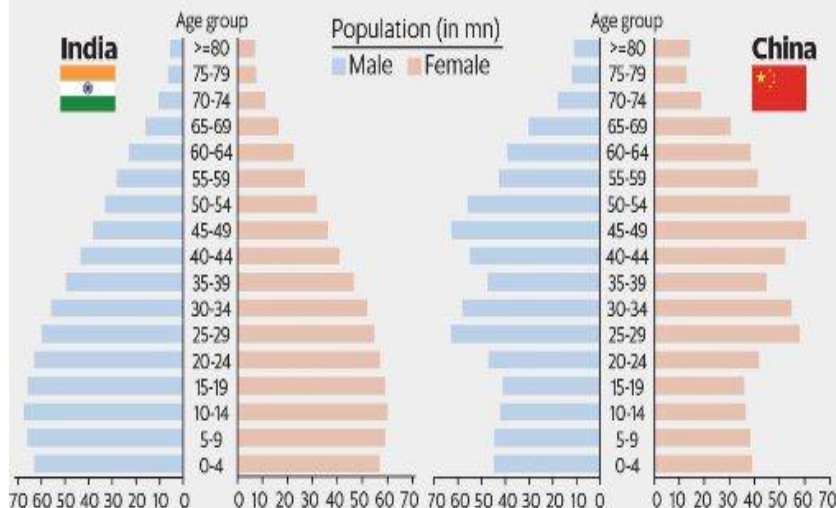


CHINY – WARTOŚCI A WARTOŚĆ

Struktura populacji – Chiny vs Indie

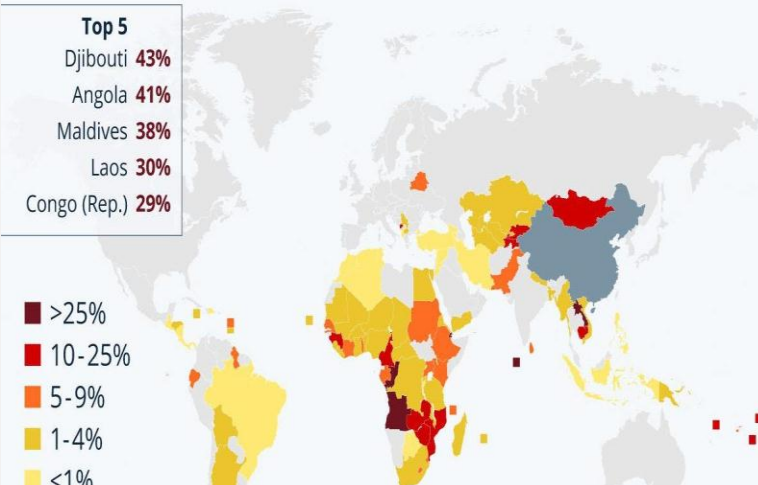
India's demographic edge over China

India has 650 mn people in the working-age group of 25-65, while China has 830 mn. By 2040, India will have 170 mn more working-age people than China.



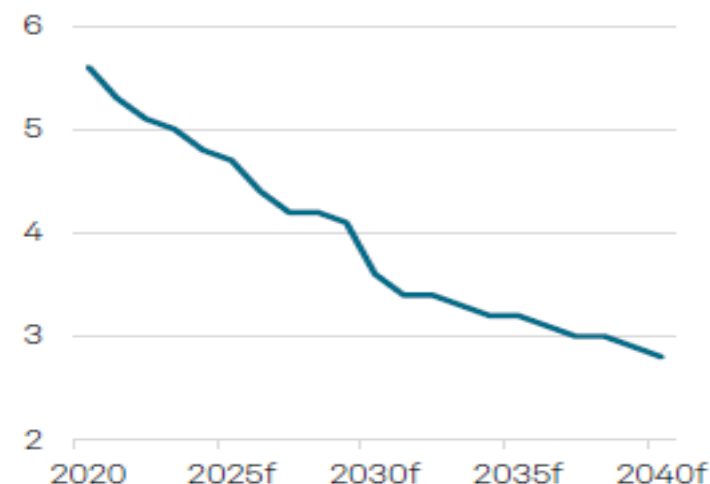
Ekspozycja długu na Chiny w różnych krajach, 2020

External debt to China as a percentage of gross national income (2020)



Oczekiwany wzrost gospodarczy w Chinach, 2020-2024

Lower GDP growth trajectory Real GDP growth (%)

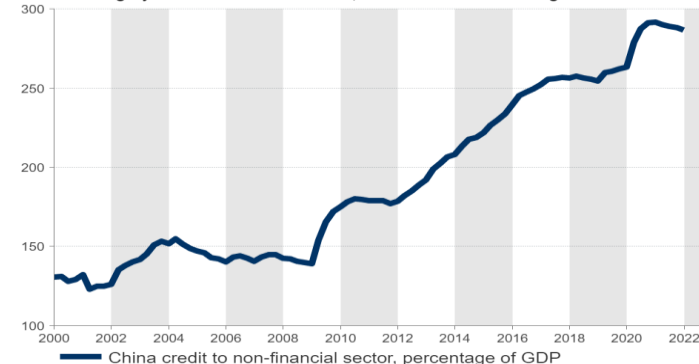


- Spadające tempo wzrostu gospodarczego w Chinach oraz niekorzystna struktura demograficzna wymuszają przejście z modelu produkcyjnego na konsumpcyjny. **W 2023 Indie wyprzedzą Chiny jako najludniejszy kraj świata**
- Wysoki poziom zadłużenia ogranicza możliwości wzrostu Państwa Środka
- Chiny zwiększają uzależnianie finansowe Afryki i Azji budując drugi biegun polityczny i gospodarczy względem USA.
- Ryzyko konfliktu o Tajwan
- Zakładamy, że w obliczu niskiego wzrostu gospodarczego, niskich standardów politycznych oraz sterowania gospodarką **inwestorzy będą zmniejszać zaangażowanie w Chinach** co będzie skutkowało niskimi wskaźnikami cena/zysk. Zakładamy, że nastąpi poszukiwanie alternatyw zarówno produkcyjnych jak i konsumpcyjnych dla Chin. Naturalny kierunek to **Indie + Azja Płd-Wsch**
- Spółki z ekspozycją na konsumenta chińskiego przez kilka lat mogą korzystać z rosnącego popytu konsumpcyjnego jednak inwestorzy będą zwracać uwagę na konieczność dywersyfikacji i zmniejszania uzależniania od Chin
- Przesuwanie produkcji z Chin będzie podtrzymywać podwyższoną inflację na świecie w najbliższych latach

Chiny – aktywa banków jako % PKB, 2000-2022

China's economic miracle - tons of debt

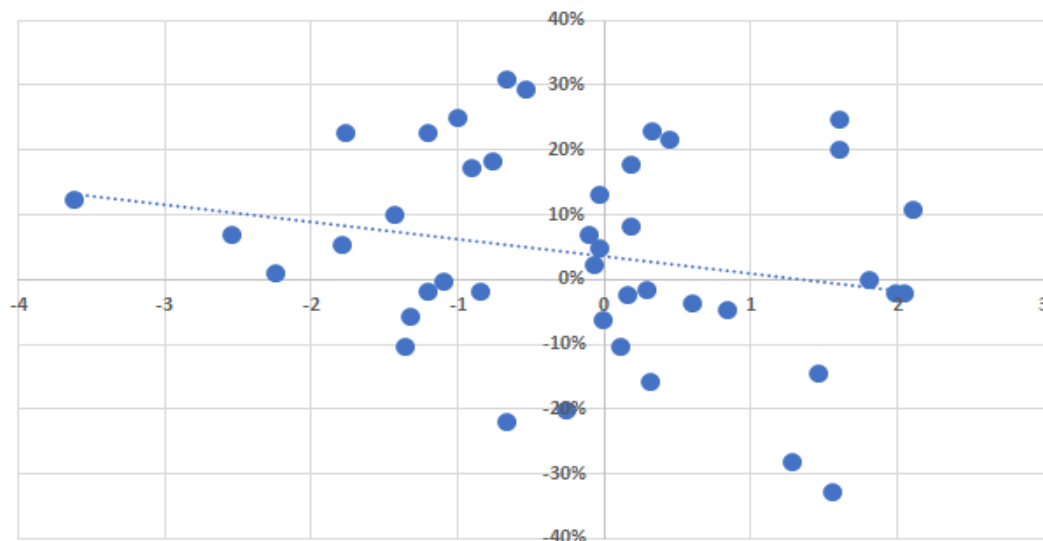
Banking system is 3x size of GDP, without even including shadow banking



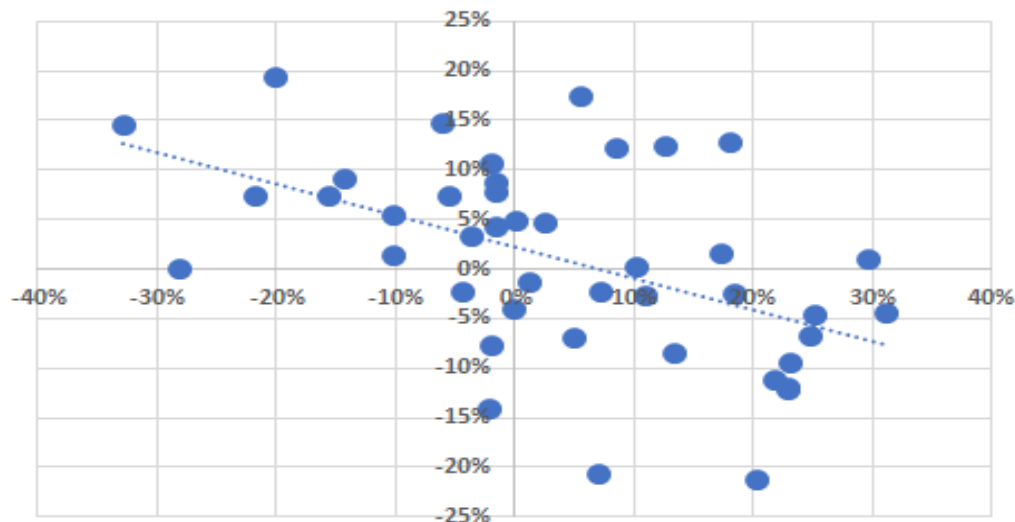
Source: Refinitiv Datastream

ZŁOTO – CZAS NA WIELKI POWRÓT ?

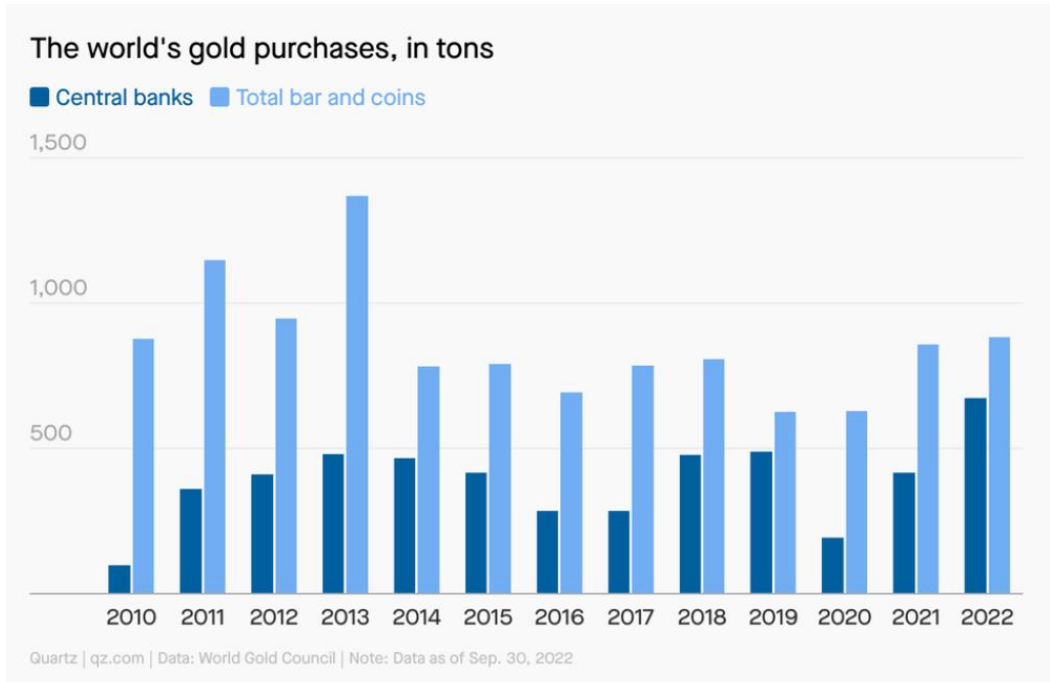
Zmiana rentowności 10Y USA (Oś x, pp) vs Zmiana ceny złota (Y,%), 1980-2022



Zmiana kursu USD (X) vs zmiana kursu złota (Y), 1980-2022



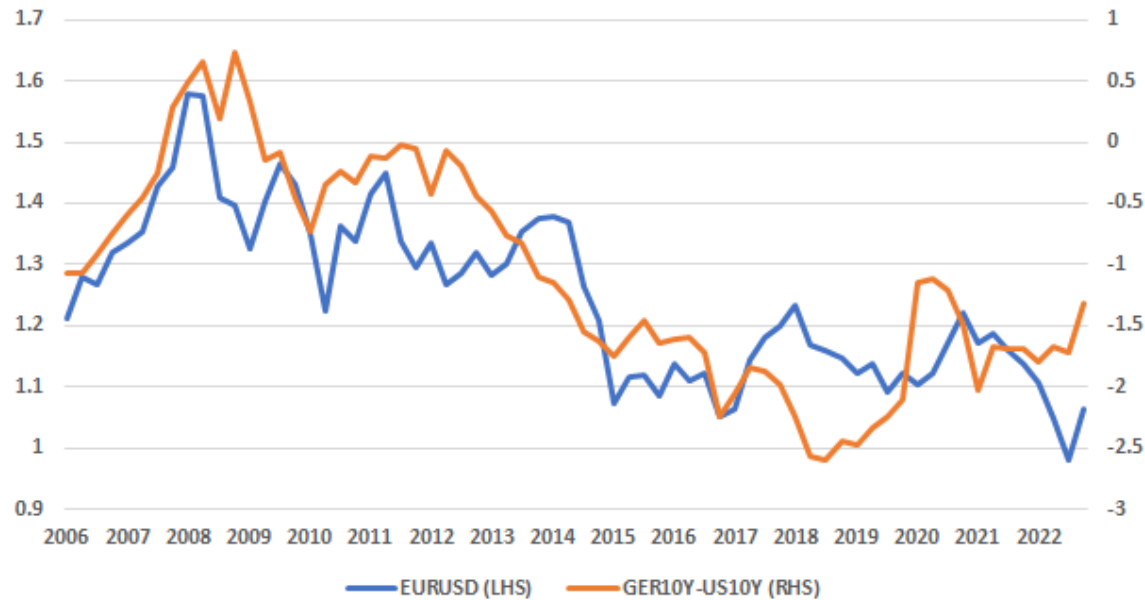
Zakupy złota przez banki centralne vs zakupy łączne, 2010-2022 (tony)



- Przy założeniu spadku rentowności 10L obligacji USA do poziomu 2,5-3% o osłabieniu USD o około 10% możliwy jest wzrost cen złota o 10-20% do poziomu 2000-2200 USD/oz
- Wydaje się, że złoto jest dobrze pozycjonowane na scenariusz dezinflacji jako, że inwestorzy traktują je jak alternatywę do dolara i obligacji amerykańskich
- Dodatkowy popyt na złoto może napłynąć ze strony banków centralnych, które w obliczu rosnącej zmienności cen obligacji oraz fiaska projektów cyfrowego pieniądza będą dążyć do zwiększania udziału złota w swoich rezerwach

CO Z DOLAREM ?

EURUSD (sk lewa) a różnica rentowności obligacji 10Y Niemiec i USA

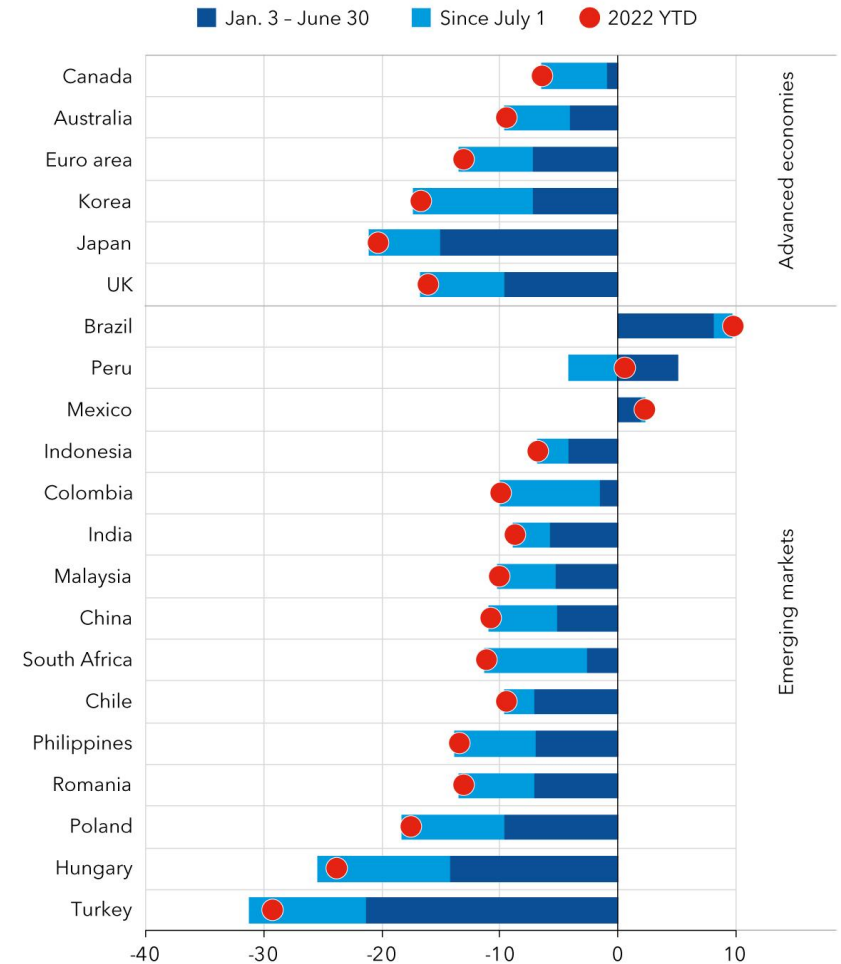


- Dolar był gwiazdą roku 2022 i umocnił się praktycznie względem wszystkich walut z powodu szybkich wzrostów stóp procentowych w USA
- Spadek inflacji w USA i oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych będą jednak wpływać negatywnie na dolara szczególnie w kontekście opóźnionego zacieśnienia monetarnego w strefie euro, Japonii i Wielkiej Brytanii. (przy założeniu braku eskalacji ryzyka politycznego w Ukrainie i na Tajwanie)
- Przy stopach procentowych EBC na poziomie 3% i oczekiwaniu spadku stóp w USA do poziomu 3-3.5% można oczekiwać umocnienia euro do poziomu ok 1.2 (zakładając historyczne korelacje)

Zmiana dolara względem innych walut Sty-Paź 2022

Dollar surge

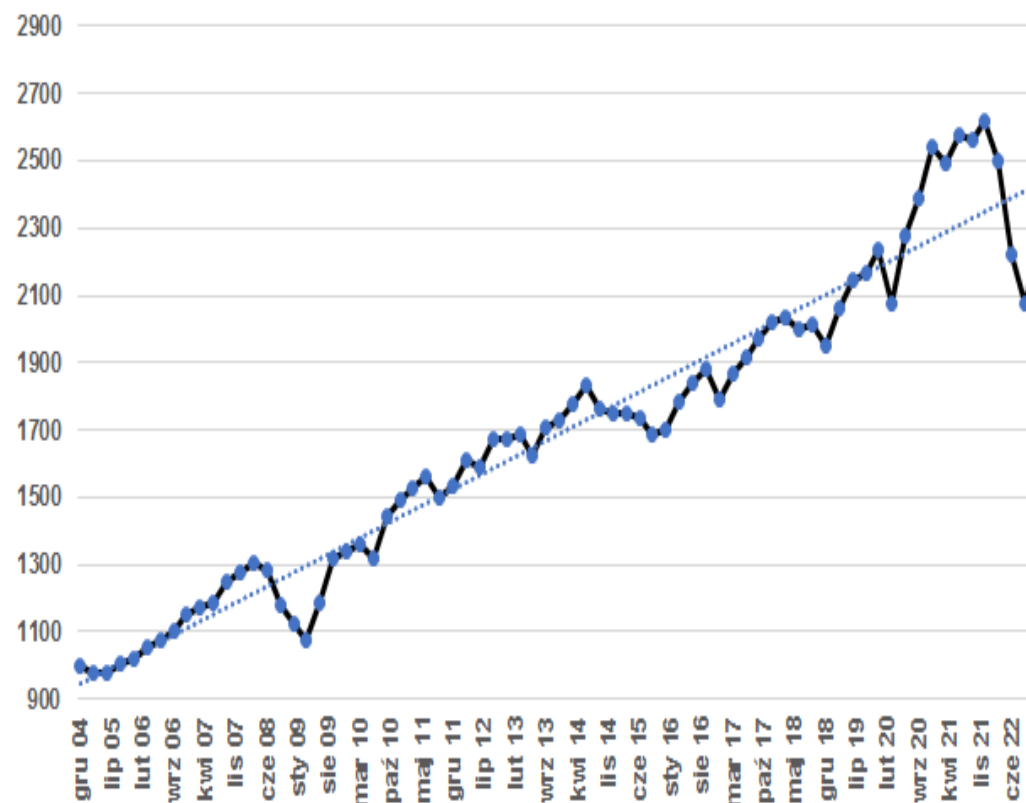
For many countries, the weakening of their currencies relative to the US dollar has made the inflation fight harder.
(exchange rates vis-à-vis US dollar, percent change)



Source: Haver Analytics and IMF staff calculations.
Note: As of October 4, 2022.

INDEKS CEN AKTYWÓW GLOBALNYCH (ICAG)

- Indeks Cen Aktywów Globalnych (ICAG) jest stworzonym przez OPTI TFI syntetycznym odzwierciedleniem zachowania wartości zdywersyfikowanego portfela aktywów na rynkach światowych.
- W skład indeksu wchodzi: akcje globalne odwzorowywane przez indeks MSCI World (udział 30%), złoto (10%), FTSE World Government Bonds Index (25% udział, obligacje skarbowe), Bloomberg Barclays Global Aggregate TR Index (25%, obligacje korporacyjne) i Bloomberg Barclays Global Aggregate High Yield Index (10%, obligacje high yield). Łączny udział obligacji wynosi zatem 60% akcji 30% i złota 10%. Indeks jest zatem zbliżony do portfela funduszy zrównoważonych. Wagi są stałe i zostały przyjęte arbitralnie.
- Początkowa wartość indeksu wyniosła 1000 punktów i jest wyliczana co kwartał. Punkt startowy wyznaczono na grudzień 2004 (jest to okres między kryzysem dotcomów z roku 2000, a kryzysem finansowym z roku 2008).
- Indeks zawiera reinwestycje wszystkich dochodów, a jego wynik jest wyrażony w USD z uwagi na sposób konstrukcji subindeksów.
- Na koniec IV kwartału 2022 wartość indeksu wyniosła 2242 punktów (+8% qoq i -14% ytd). Od początku roku wszystkie składniki portfela przyniosły straty. **Jest to najgorszy rok od początku odczytów indeksu** słabszy nawet niż kryzysowy 2008 (wtedy straty wyniosły -12%). Najlepszą lokatą okazało się złoto, które straciło jedynie 3%. Największe straty ponieśli inwestorzy na rynku akcyjnym (-17%) jednak był to wynik niewiele gorszy o indeksu obligacji skarbowych (-16,6%) i typu investment grade (-14,9%). Zaskakująco najlepiej wśród obligacji poradziły sobie obligacje HY (-11,6% ytd).



Indeks	3M	12M	36M	60M	YTD
ICAG	8.0%	-14.4%	4.5%	10.9%	-14.4%

OCZEKIWANIA INWESYCYJNE NA 2023

Aktywa	--	-	0	+	++	Komentarz
Akcje USA					●	Płytsza recesja i zakończenie podwyżek stóp procentowych powinny wspierać amerykańskie akcje. W pozytywnym scenariuszu możliwe dwucyfrowe wzrosty. Wzrost realizowany głównie przez branże tradycyjne.
Akcje EUROPA			●			Atrakcyjne wyceny ale dużo problemów uzasadniających wysoka premię za ryzyko. Dłuższe wychodzenie z inflacji i tym samym podwyższone stopy procentowe obniżają dynamikę potencjalnych wzrostów 2023 ale tworzą szanse na rok 2024 przy poprawie makro i poluzowaniu regulacyjnym w bankach i sektorze usług publicznych
Akcje Polska					●	Jest bardzo tanio co wynika z wysokich stóp procentowych i ryzyka geopolitycznego / regulacyjnego. Jakakolwiek poprawa pod tym względem może wywołać dynamiczne wzrosty podczas gdy wydaje się, że nie ma już miejsca na znaczące spadki
Akcje EM			●			Stopy procentowe pozostaną na podwyższonym poziomie co ogranicza potencjał wzrostów. Ryzyko zadłużenia niektórych państw oraz dodatkowe ryzyko Chin. Ciekawym kierunkiem może okazać się Azja Płd-Wsch orz Indie gdzie inwestorzy mogą relokować część kapitału z Chin.
OS USA					●	Wzrosty cen pod oczekiwane w drugiej połowie 2023 w odpowiedzi na poluzowanie monetarne
OS EUROPA	●					Dłuższe od oczekiwań utrzymywanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie spowodowane dłuższymi procesami inflacyjnymi będzie ograniczać spadki rentowności
OS POLSKA	●					Dłuższe od oczekiwań utrzymywanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie spowodowane dłuższymi procesami inflacyjnymi będzie ograniczać spadki rentowności. Dodatkowe ryzyko rosnącego zadłużenia i extra wydatków fiskalnych w roku wyborczym. Zmniejszająca się przejrzystość finansów publicznych
OS EM	●					Rosnące zadłużenie, wysoka inflacja i niski wzrost gospodarczy tworzą ryzykowny układ i presję na utrzymywanie wysokich rentowności obligacji w roku 2023
OB. KORP IG					●	Najbezpieczniejszy segment rynku w krótkim terminie, ciekawe rentowności i niskie ryzyko będące pochodną silnej pozycji bilansowej największych globalnych korporacji.
OB. KORP HY		●				Rynek nadal nie wycenia głębokiej recesji i ryzyka zmniejszenia płynności. Sytuacja w segmencie HY nie jest zła ale może pojawić się dodatkowa zmienność w 2023 w powodu istotnych potrzeb dotyczących refinansowania i recesji na rynkach
OB. KORP Polska			●			Ryzyko stóp procentowych w Polsce oraz koncentracja sektorowa są równoważone przez wysoki poziom marży kredytowej. Sytuacja płynnościowa banków dobra, pytania o kondycję deweloperów (dlatego preferowany dług z zapadalnością w 2023)
SUROWCE METALE			●			Słabnące marko na rynkach rozwiniętych będzie równoważone przez odbudowę popytu w Chinach. Rynek po istotnych spadkach w drugiej połowie 2022 może zachować się relatywnie dobrze także dzięki konieczności odbudowywania zapasów
ZŁOTO					●	Przy spadającej inflacji w USA i obniżających się stopach procentowych złoto może okazać się najlepszym aktywem w 2023 roku. Rosnące zaangażowanie banków centralnych, które równoważą bilanse po stratach na OS
SUROWCE ENERGIA	●					Spadek cen wynikający z obniżenia popytu spowodowanego spowolnieniem gospodarczym

OCZEKIWANIA SEKTOROWE

Aktywa	--	-	0	+	++	Komentarz
SEKTOR FINANSOWY					●	Pomimo oczekiwanego zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych wyniki pozostaną wysokie, lekkie obniżki stóp procentowych mogą pomóc w wycenach, pozytywny wpływ inflacji, zdolność do wypłat wysokich dywidend
DOBRA KONSUMPCYJNE POWTARZALNE					●	Wysokie dywidendy i powtarzalne przepływy finansowe dają duże bezpieczeństwo w warunkach niepewności makro. Słabnięcie presji kosztowej może pozwolić na poprawę marż i wysoką dźwignię operacyjną przy wyższej niż w poprzedniej dekadzie inflacji
MEDYCZNY					●	Silne trendy strukturalne (starzejące się społeczeństwa, rosnące wydatki publiczne służbę zdrowia), wysokie marże i przepływy pieniężne tworzą ciekawy mix wycen, dywidend i wzrostu. Bezpieczne przy trudnym makro
SUROWCE				●		Ewentualne przyspieszenie po COVID w Chinach może wspierać wyniki, sektor nawet przy obecnych niższych cenach surowców. Sektor wyceniany nisko, wysokie dywidendy, relatywnie niskie zadłużenie, niektóre surowce (miedź, aluminium, lit) będą beneficjentami strukturalnych trendów (elektryfikacja, OZE, inwestycje w infrastrukturę).
PRZEMYSŁ				●		Trudne makro (wstrzymane inwestycje przy wysokich stopach procentowych) tworzą ryzyko w krótkim terminie ale w średnim ciekawe trendy strukturalne (energetyka, automatyzacja, przemysł zbrojeniowy) dają szansę na szybkie tempo poprawy wyników.
TECHNOLOGICZNY			●			Po silnych spadkach nastąpiło urealnienie wycen jednak nadal nie są one mocno atrakcyjne. Z drugiej strony silna ekspozycja na trendy cyfryzacji powinna ograniczać już dalsze spadki. Duże spółki mają nominalnie wysokie wyniki i dużą zdolność do realizowania przejęć co powinno prowadzić do konsolidacji branży
TELCO			●			Bezpieczne na spowolnienie makro plus niskie wyceny. Wysokie zadłużenie może ograniczać zdolność dywidendową przy wysokich stopach procentowych. Kluczowe dla wyników będzie możliwość przełożenia inflacji wyniki co związane jest z decyzjami regulatorów
KONSUMPCJA DYSKREJOJONALNA			●			Trudne makro w 2023 oraz niepewna sytuacja globalnego konsumenta mocno ograniczają możliwości wzrostu szczególnie w segmentach luksusu, turystyki i automotive.
PALIWA I WYDOBYCIE		●				Po silnym roku wzrost w kolejnym może być wyzwaniem bez poprawy cen ropy. Wyróżnić mogą się spółki, które przechodzą szybką zieloną transformację, stopy dywidend mniej atrakcyjne niż w bankach lub surowcach
SEKTOR UŻYTECZNOŚCI PUBLICZNEJ	●					Duże ryzyko regulacyjne i podatkowe. Dodatkowo konieczność realizowania wysokich nakładów inwestycyjnych przy wysokim zadłużeniu będzie wpływać na zdolność do wypłat dywidend
NIERUCHOMOŚCI	●					Ryzyko cen nieruchomości na świecie, wysokie zadłużenie sektora, konieczność dostosowania wycen do nowego poziomu stóp procentowych

OPTI Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

ul. Złota 59

00-120 Warszawa

Kontakt

dr Tomasz Bursa

Wiceprezes Zarządu, CIO

Doradca Inwestycyjny

tomasz.bursa@optitfi.pl

+48 502 948 774

KOMENTARZ INWESTYCYJNY OPTITFI

Zastrzeżenie prawne

OPTI TFI S.A. dołożyło należytych starań, aby zamieszczone informacje były rzetelne i oparte na miarodajnych źródłach, jednak ryzyko wszelkich decyzji podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale, w szczególności decyzji inwestycyjnej, ponosi wyłącznie osoba podejmująca decyzję. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej.



KOMENTARZ INWESTYCYJNY OPTITFI