



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

Perspektywy rynkowe

**SCENARIUSZE DLA RYNKÓW
NA II PÓŁROCZE 2023 ROKU**

Data sporządzenia: czerwiec 2023 r.

Patrząc na drugą połowę roku 2023, przede wszystkim **podtrzymujemy pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych**. Liczymy bowiem na dalszy **wyraźny spadek inflacji** i perspektywę obniżania stóp procentowych.



Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, banki centralne i rynek długu	3
Strategia rynkowa	6
Globalne obligacje korporacyjne	8
Globalne rynki akcji	10
Krajowy rynek akcji	12
Podsumowanie	15
Słowniczek	18
Informacja prawna	20



Wprowadzenie



Jacek Babiński

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Świetne efekty naszego pozytywnego nastawienia na obligacje skarbowe – to najważniejszy inwestycyjny efekt pierwszego półrocza 2023 r. Dobrze zapracowało także wiele strategii mieszanych i akcyjnych. Tym niemniej skala i gwałtowność wzrostów kursów akcji wiosną 2023 r. zdecydowanie przekroczyła nasze ostrożne oczekiwania. W strefie realnej gospodarki okazały się bardziej odporne na efekty gwałtownie podwyższanych stóp procentowych, jednak skala spowolnienia była bardzo duża. Ale co się odwlecze...

Przypomnijmy sobie **nastroje z końca jesieni i początku zimy 2022 roku...** Tragiczna wojna w Ukrainie, inflacja, eskalujący strach o efekty kryzysu energetycznego... I to nie tylko koszmarnie szybujących cen energii, ale nawet podstawowe dylematy dostępności owej energii, np. węgla czy gazu... Do tego podniesione i rosnące stopy procentowe i narastający niepokój o skalę możliwego osłabienia gospodarczego. Biorąc choćby tylko to pod uwagę, okoliczności **nie skłaniały do zbyt optymistycznych przemyśleń...**

„Sądzymy, że 2023 r. będzie z dużym prawdopodobieństwem rokiem hamowania aktywności gospodarczej oraz kontynuacji konfliktu za naszą wschodnią granicą” – pisaliśmy w poprzednim wydaniu „Perspektyw rynkowych” przygotowanym w grudniu 2022 r. No i kolejne miesiące i kwartały trend hamowania potwierdzały, aczkolwiek zaskakiwać mogła dzielność, z jaką niektóre gospodarki i sektory broniły się przed gwałtownym osłabianiem i recesją. Generalizując, można powiedzieć, że w pierwszej połowie 2023 roku przemysł – np. w Europie i Polsce – coraz bardziej słabł, ale koniunkturę podtrzymywała dobra sytuacja na rynku pracy i usług. Tym, co **uratowało gospodarkę przed znacznie poważniejszym załamaniem, a rynki akcji – przed bessą, były gwałtowne spadki cen surowców energetycznych**, w tym szczególnie – **gazu**, oraz **operacje płynnościowe i przejściowe zwiększenie bilansu amerykańskiego Fed** (te były kluczowe dla zapobieżenia olbrzymim perturbacjom, który wyniknęłyby z kryzysu banków regionalnych). W efekcie – **relatywna odporność gospodarek na efekty walki z inflacją (przez gwałtowne podnoszenie stóp procentowych w latach 2022 – 2023)** to bodaj **największe zaskoczenie pierwszej połowy 2023 roku**.

Wspomniane mało optymistyczne nastroje gospodarcze nie przesłoniły nam, pod koniec roku 2022, perspektyw na zarabianie pieniędzy w roku 2023.

„(...) Inwestycyjny punkt widzenia często różni się od gospodarczego. Uczestnicy rynków finansowych z natury wybierają myślenie w przód, poza najbliższe miesiące, a do tego dość szybko przyzwyczajają się i przechodzą do codzienności uwzględniając nowe czynniki ryzyka. Choć zachowanie ostrożności pozostaje naszym domyślnym trybem działania, to wierzymy, że 2023 rok ma wszelkie szanse, by okazać się lepszym okresem inwestycyjnym niż 2022 rok” – zauważyliśmy we wspomnianych „Perspektywach rynkowych” z końca roku 2022.

Biorąc pod uwagę ówczesne informacje i prognozy, **nasz podstawowy „call” (typ) inwestycyjny wiąaliśmy z rynkiem obligacji skarbowych**. Mieszanina grożącego gospodarkom osłabienia i nadzieje na hamowanie inflacji – to było przesłanką za skoncentrowaniem naszej uwagi właśnie na tej klasie aktywów.

„Widzimy duże szanse na uspokojenie w notowaniach instrumentów dłużnych, co z kolei ułatwi „wydobywanie” rentowności z portfeli obligacyjnych. Już dziś sądzymy, że jest to dobry moment na konstruowanie portfeli o wysokiej dochodowości” – zauważyliśmy we wspomnianym opracowaniu w grudniu 2022.

Pod koniec 2022 r. ścieżka dalszych zmian stóp procentowych głównych banków centralnych była tematem zażartych dyskusji na rynku. Z jednej strony – wysoka inflacja sugerowała ruchy w górę, ale z drugiej – obawy o skalę osłabienia gospodarczego skłaniały już do rozważania przyszłej perspektywy kończenia cyklu podwyżek, a potem – ewentualnych obniżek. My zakładaliśmy, że – w krótkim terminie – górą nadal będą właśnie rozwiązania krótkoterminowe bazujące na obligacjach zmiennokuponowych (dostosowujących okresowo kupon / odsetki do zmieniających się parametrów rynkowych, w tym – np. rosnących stóp). Ale jednocześnie, w opisywanym materiale pisaliśmy, że „zaryzykujemy tezę,



że w skali całego 2023 roku lepiej wypadną jednak strategie obligacyjne oparte o obligacje stałokuponowe” (czyli te, których cena rośnie wraz ze spadkiem oczekiwań i danych inflacyjnych oraz w rytm wzrostu nadziei na obniżanie stóp procentowych w przyszłości). Połączenie tych dwóch elementów naszej strategii **przyniosło znakomite rezultaty**. Dwunastomiesięczne wyniki rzędu nawet kilkunastu procent mówią same za siebie.

Mimo dość pesymistycznej oceny perspektyw gospodarczych, w grudniu 2022 roku patrzyliśmy także na długoterminowe szanse rynku akcji.

„Odmiana na plus może nadejść także na rynkach akcyjnych. Jednakże w przypadku akcji, polskich czy zagranicznych, droga do wzrostów zdaje się być bardziej skomplikowana niż przy obligacjach. Spodziewamy się kapryśnej i zmiennej koniunktury. (...) Jesteśmy na takim etapie zniechęcenia do polskich akcji, że o ryzykach można rozpisywać się na wiele stron, a wymienianie pozytywów przychodzi już dużo trudniej. I właśnie taki fatalny sentyment może być kluczowym argumentem za akumulowaniem obecnie akcji. Może się okazać, że niewiele trzeba, żeby tchnąć w poczynania inwestorów więcej optymizmu. Historycznie to okresy dużego pesymizmu i niepewności były najkorzystniejsze do powiększania, bądź budowania pozycji w akcjach. 2023 rok jawi nam się więc jako okres na zakupy walorów z myślą o długoterminowym utrzymywaniu ich w portfelu” – konstatowaliśmy w grudniu 2022.

Pierwsze miesiące roku potwierdzały nasze oczekiwania – koniunktura była wówczas faktycznie **„kapryśna i zmienna”**. Dobry start w nowy rok, ale zaraz potem – **załamanie**. Wiosną – **powrót optymizmu i wzrostów**. Wzrostów, które wsparte były udaną (na razie) akcją „urzędowego” ratowania regionalnych banków amerykańskich i banku Credit Suisse. Paradoksalnie, mimo rosnących gwałtownie stóp procentowych, to przejściowe operacje płynnościowe np. amerykańskiego Fed przyczyniły się do poprawy nastrojów na rynkach akcji. To, wraz ze wspomnianą zaskakującą odpornością części gospodarek i sektorów na efekty wysokich stóp sprawiło, że wzrosty na rynkach akcji **przekroczyły nasze oczekiwania**. Oczywiście, oznaczało to także, że **dobrze zapracowało także wiele strategii mieszanych i akcyjnych**. Niemniej, z perspektywy czasu, zapewne byliśmy zbyt zachowawczy wobec rynków akcji. Panujący na nich momentami hurraoptymizm sprawił, że im bliżej lata, tym bardziej rynki akcji odrzucały ryzyko pojawienia się rachunku gospodarczego za podwyższone gwałtownie stopy procentowe.

W połowie 2023 roku rynki wydawały się nie przyjmować i nie przejmować sygnałami hamowania koniunktury i ostrzeżeniami bankierów centralnych. Co my z kolei **uważamy za bardzo ryzykowne... Dlaczego? I jak widzimy sytuację w połowie roku 2023 i scenariusze na drugie półrocze? Między innymi o tym – w tym wydaniu „Perspektyw rynkowych”**.

Zapraszamy do lektury!

- Dotychczasowy przebieg roku 2023 **potwierdził nasze oczekiwania odreagowania na rynku polskich obligacji skarbowych**. Sprawdziło się założenie, że szczyt rentowności przypadał na IV kwartał 2022 r.
- Dzięki temu, w pierwszym półroczu **świetnie zapracował nasz call obligacyjny** (potocznie o nastawieniu w odniesieniu do obligacji) – byliśmy nastawieni pozytywnie na rynek papierów dłużnych i to się sprawdziło.
- Gospodarki okazały się – na razie – **generalnie odpornejsze od oczekiwań** na efekty walki z inflacją i podnoszenia stóp procentowych.
- **Rynki akcji** w czasie pierwszego półrocza były w większości **mocniejsze od oczekiwań**. Sprawdziło się częściowo oczekiwanie zmiennej koniunktury (*mocne wahania i spadki indeksów zimą*), ale wiosna przyniosła generalnie mocne wzrosty indeksów większości interesujących nas rynków akcji.
- Tym samym **na próbę wystawiona została stara maksyma „nie walcz z Fedem”**. Indeksy rynków akcji rosły bowiem mimo spektakularnego tempa i skali wzrostu stóp procentowych (USA, strefa euro). Pamiętajmy jednak, że bilans Fed przejściowo wzrósł w pierwszej połowie 2023 roku. Można postawić tezę, że to płynnościowe i ratunkowe operacje banków centralnych i władz finansowych *de facto* uratowały także rynki akcji przestraszone olbrzymimi problemami regionalnych banków amerykańskich i banku Credit Suisse.

Makroekonomia, banki centralne i rynek długu



Dariusz Kędziora

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi



Łukasz Tokarski

Zastępca Dyrektora Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi, Zarządzający portfelem



Tomasz Pawluć

Zarządzający portfelem, Zespół Zarządzania Instrumentami Dłużnymi

Pierwsze półrocze 2023 r. potwierdziło skuteczność naszego nastawienia prezentowanego w grudniu 2022 r. Pozytywne nastawienie do rynku obligacji skarbowych sprawdziło się zarówno w odniesieniu do strategii krótko-, jak i długoterminowych. Wg nas w najbliższych miesiącach drugiego półrocza 2023 r. inflacja będzie cały czas szybko spadać, co powinno sprzyjać obligacjom. Wraz ze spodziewanymi postępami w spadku inflacji, ich ceny powinny rosnąć, a rentowności – spadać. Musimy mieć jednak świadomość, że wkraczamy w końcówkę „łatwej” fazy dezinflacji. Rok 2024 oraz kolejne lata mogą być wyzwaniem dla banków centralnych w kontekście walki z nadmiernie wysoką inflacją. Dlatego w czwartym kwartale 2023 r. kluczowa będzie weryfikacja faktycznych postępów w obniżaniu inflacji oraz aktualizacja prognoz na kolejne kwartały i lata. To będzie oznaczało konieczność większej selekcji papierów.

„Według nas, rynek prawdopodobnie będzie oscylował między scenariuszem miękkiego i twardego lądowania w gospodarce” – pisaliśmy w „Perspektywach rynkowych” na pierwsze półrocze 2023 r. I faktycznie – w pierwszej połowie 2023 roku na rynkach obserwowaliśmy przechodzenie od scenariusza „hard landing” (twardego lądowania – jako efektu m.in. zaostrzenia polityki pieniężnej) do „soft landing” (miękkiego lądowania – w nadziei na odporność gospodarek na te wysokie stopy procentowe). Na przełomie zimy i wiosny – przez

rynki przeszła jeszcze fala strachu o ewentualny szerszy kryzys bankowy (gdy w kłopoty popadły banki regionalne w USA). Pod koniec pierwszego półrocza 2023 r. na rynku znowu wyceniany był „soft landing” (spadek inflacji bez recesji). Naszym zdaniem, to **bardzo optymistyczne założenie**.

Patrząc na gospodarki pod koniec pierwszego półrocza 2023 r., szerszej recesji faktycznie nie ma, ale też **trudno mówić o dobrych perspektywach**. Dotychczasowa odporność gospodarek na wysokie stopy procentowe była bodaj największym zaskoczeniem pierwszego półrocza 2023 roku. Musimy mieć jednak świadomość, że nadal jest cały szereg czynników wspierających scenariusz recesyjny. To, co cały czas utrzymuje dobrą koniunkturę w szeregu gospodarek, to siła sektora usługowego i sytuacja rynków pracy. Otwartym pytaniem pozostaje, na ile jest to późny etap cyklu, a na ile zachodzą zmiany strukturalne, których ekonomiści nie oszacowują (prawdopodobnie mają miejsce oba te zjawiska). **Odrzucany scenariusz „twardego lądowania” jest cały czas realny i ryzyko to trzeba uwzględnić patrząc na kolejne kwartały**. Z naszej, polskiej perspektywy, istotna jest zwłaszcza koniunktura w Europie – ta w roku 2023 r. wygląda blado, a prognozy na rok 2024 też mocarne nie są. Zresztą dane – bazujące na konsensusie prognoz zebranych przez wywiadownię gospodarczą Bloomberg – mówią same za siebie. Warto mieć na uwadze, że prognozy te były publikowane (zwyczajowo)

PKB – Produkt Krajowy Brutto*

Wzrost PKB	2023	2024
Polska	0,9%	2,8%
Stany Zjednoczone	1,3%	0,7%
Strefa euro	0,6%	1,0%
Chiny	5,0%	5,2%
Kraje rozwijające się	4,3%	4,2%
Kraje rozwinięte	1,1%	1,1%

* Opis znajdują Państwo w słowniczku na końcu Perspektyw rynkowych. Podobnie jak inne trudniejsze definicje.

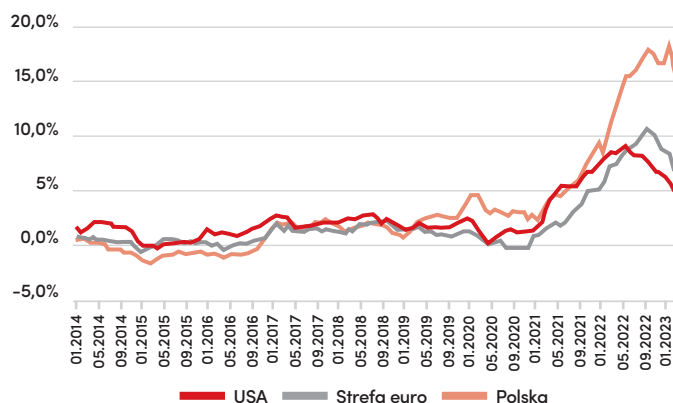
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

w kwietniu 2023 r., a od tego czasu pojawiło się **sporo nowych ostrzegawczych sygnałów**, skłaniających do **ostrożności w ocenie szans koniunktury** – zwłaszcza w Europie, ale też USA. To na tych dwóch obszarach podwyżki stóp procentowych przybrały w tym czasie najbardziej spektakularny charakter.

Ale zobaczymy, jak wyglądają podstawowe parametry opisu-
jące sytuację makroekonomiczną. **Pierwsze półrocze 2023 r. zdominował temat inflacji i walki z nią prowadzonej przez banki centralne.** Musimy tu przypomnieć, że to oczywiście pochodna kilku koszmarnych zjawisk, które – niczym tsunami – w poprzednich latach dręczyły światową gospodarkę. Zaczęło się od szoku, jakim była pandemia. Zamykanie biznesów, całych gospodarek i izolowanie państw doprowadziło do załamania globalnych łańcuchów dostaw. To szybko wywołało olbrzymie napięcia, ograniczenia podaży i wzrost cen szeregu towarów. Największe konsekwencje miało niezwykle restrykcyjne podejście władz chińskich, które – chcąc ratować się przed szerzeniem katastrofalnych zakażeń – wprowadziły drakońskie obostrzenia i ograniczenia aktywności biznesowej. Pandemia nie zdążyła jeszcze wygasnąć, gdy – za sprawą także jak najbardziej umyślnego działania – w bardzo szybkim tempie zaczął się rozwijać kryzys energetyczny. Był on jednak tylko preludium do dramatycznego zwrotu w sytuacji globalnej, jakim była inwazja Rosji na Ukrainę w lutym 2022 roku. Nałożenie na siebie tych kilku procesów i wydarzeń sprawiło, że w roku 2022 **świat zaczął wpadać w niebezpieczną spiralę inflacji**. To z kolei, zmusiło **banki centralne do bardziej gwałtownych działań**. W efekcie, do kaskady wszystkich wspomnianych nieszczęść dołożyło się gwałtowne podnoszenie stóp procentowych. Ich efekty zaczęły być coraz bardziej widoczne **w pierwszej połowie 2023 roku**. Z jednej strony faktycznie przyczyniały się do tłumienia inflacji, ale z drugiej – wyraźnie ograniczały aktywność gospodarczą (droższy i ograniczony kredyt, wyższe koszty finansowania, mniej pieniędzy w portfelach konsumentów, kurcząca się podaż pieniądza, raportowana w ankietach niższa aktywność i słabsze oczekiwania – zwłaszcza w przemyśle).

Pierwsza połowa roku 2023 przejdzie do historii ekonomii jako czas kontynuacji zapoczątkowanego w 2022 r. gwałtownego zaostrzania polityki pieniężnej głównych banków centralnych świata – **FED-u i EBC**. W efekcie, w nieco ponad rok, czołowe obszary gospodarcze **przeszły od długiej epoki taniego pieniądza do wielkiego znaku zapytania, jakim jest czas nominalnie**

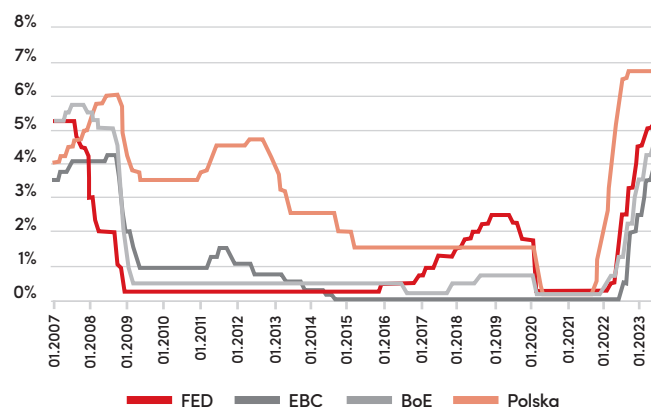
Inflacja (CPI) w USA, strefie euro i Polsce



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

wysokich stóp procentowych. Nominalnie, bo przez dłuższy czas te stopy procentowe, mimo wspomnianego (i widocznego bardzo wyraźnie na wykresie: Zmiany stóp procentowych) ich podnoszenia, pozostawały niższe od bieżącej inflacji (rocznej). Końcówka drugiego kwartału 2023 r. przyniosła pewien przełom w tej kwestii – stopy procentowe amerykańskiego FED nabrały **charakteru realnego**, lokując się powyżej bieżącej stopy inflacji. To także dotyczyło rentowności krótkoterminowych

Zmiany stóp procentowych Banków Centralnych



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Zmiany kursów wybranych walut (stan na 30.06.2023 r.)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.06.2023 r.				stopa zwrotu - w latach kalendarzowych					
				6 M	12 M	5 Y	10 Y	2022	2021	2020	2019	2018	2017
WALUTY													
euro	dolar	1,09	%	1,91	4,05	-6,63	-16,15	-5,85	-6,93	8,94	-2,22	-4,48	14,15
dolar	jen	144,31	%	10,06	6,33	30,29	45,56	13,94	11,46	-4,94	-0,98	-2,66	-3,65
euro	złoty	4,43	%	-5,39	-5,66	1,39	2,50	2,14	0,58	7,20	-0,82	2,67	-5,15
dolar	złoty	4,06	%	-7,11	-9,33	8,59	22,24	8,42	8,09	-1,61	1,53	7,26	-16,79
frank	złoty	4,54	%	-4,08	-3,29	20,15	28,95	6,98	4,82	7,64	2,90	6,73	-13,08

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

papierów rządowych. Do takiej sytuacji daleko było tymczasem np. w Polsce, choć i tu w drugim kwartale 2023 r. zobaczyliśmy gwałtowną poprawę.

Dla koniunktury gospodarczej i możliwości spadku tempa inflacji **olbrzymie znaczenie ma siła rynku pracy**. Bez osłabienia rynku pracy nie ma szans na trwałe obniżenie inflacji do celu. Może to oznaczać, iż banki centralne będą raczej stabilizować stopy na relatywnie wysokim poziomie. FED i EBC wydają się być zdeterminowane do ograniczania inflacji do celu. W kolejnych kwartałach i w roku 2024 zderzymy się bowiem z efektami czynników inflacjogennych – np. podwyżek wynagrodzeń, które przyhamują spadek inflacji.

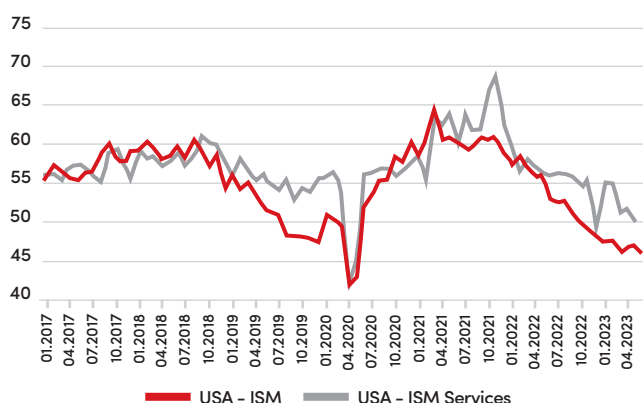
Warto także zwrócić uwagę na **strukturę koszyka inflacyjnego**. Na rynkach rozwiniętych usługi stanowią połowę tego koszyka, dobra – 25%, żywność – 15% a energia – 10%. Dezinflację widzimy w cenach energii i żywności. Wyraźny spadek inflacji na poziomie producenta (PPI) spycha ceny dóbr w dół. To, co wciąż pozostaje problemem, to ceny usług. Inflacja w tym seg-

mentie kotwicz się na wysokim poziomie. W efekcie, w perspektywie roku 2024, możemy mieć sytuację, w której połowa koszyka inflacyjnego rośnie w tempie 4–5% rocznie. A to oznacza, że **dalsze spowolnienie inflacji może być trudne**. Wniosek – dopiero gdy dynamika cen usług spadnie, możliwy będzie trwały spadek ogólnego wskaźnika inflacji.

Jednocześnie widzimy także **ryzyko dla koniunktury gospodarczej** w scenariuszu, w którym któryś z banków centralnych „przesadzi” z zaostrzaniem polityki pieniężnej. Pierwszym kandydatem do takiego scenariusza jest niestety EBC (Europejski Bank Centralny), który uporczywie goni stopami procentowymi wskaźnik inflacji bazowej. Wzrost gospodarczy w strefie euro jest słaby, a inflacja w tym regionie nie jest historią zbyt wysokiego popytu.

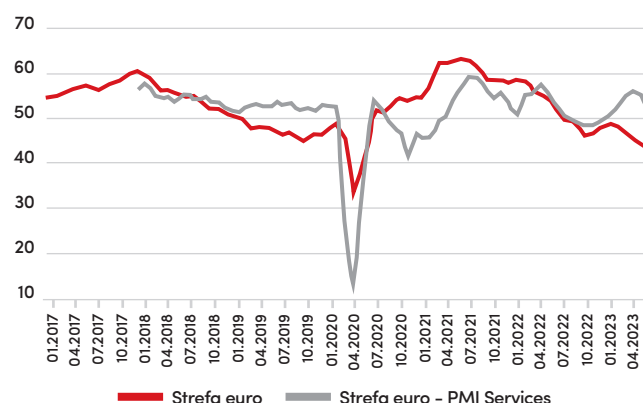
Patrząc na gospodarkę **pod koniec pierwszego półrocza 2023**, można było skonstatować, że szerszej recesji (jeszcze?) faktycznie nie ma (choć jej elementy widoczne były już wcześniej np. w Niemczech), ale – tak jak nadmieniliśmy wcześniej – **trudno też mówić o dobrych perspektywach**. Dotychczasowa

Wskaźnik ISM dla przemysłu i usług w USA (dane w pkt.)



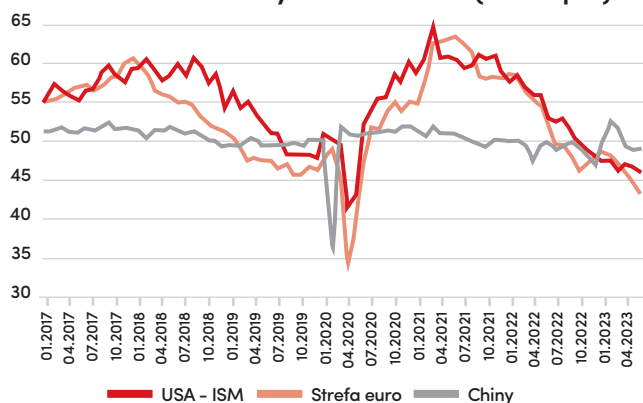
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Wskaźnik PMI dla przemysłu i usług w strefie euro (dane w pkt.)



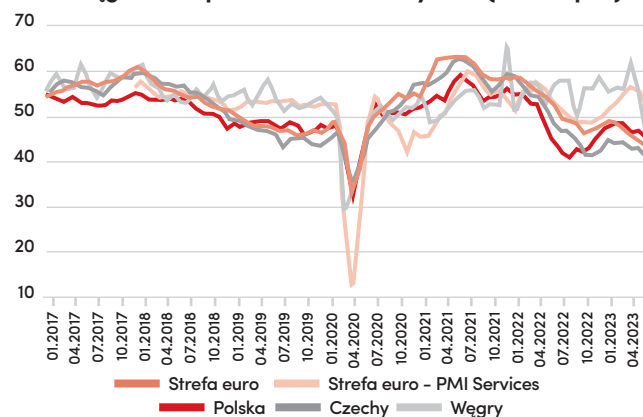
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Wskaźnik PMI w Chinach w porównaniu do wskaźnika PMI strefy euro i ISM w USA (dane w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Wskaźnik PMI dla przemysłu i usług w Polsce, Czechach i na Węgrzech w porównaniu do strefy euro (dane w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

odporność gospodarek na wysokie stopy procentowe była bodaj największym zaskoczeniem pierwszego półrocza 2023. To skłoniło część obserwatorów i rynku (potocznie o inwestorach) do „obstawiania” – naszym zdaniem – zbyt optymistycznego scenariusza, w którym gospodarkom – „jakoś się upiecze”. To znaczy zakładania, że mimo – twardych i niekorzystnych dla koniunktury – faktów (nominalnie bardzo wysokie stopy procentowe, spadająca, ale nadal wysoka inflacja) gospodarki unikną głębszego spowolnienia i recesji. Tymczasem, naszym zdaniem, musimy mieć świadomość, że **nadal „w grze” jest cały szereg czynników wspierających scenariusz recesyjny:**

- Restrykcyjna polityka pieniężna (pozytywne realne stopy procentowe w USA), opóźnienie w oddziaływaniu na realną gospodarkę okazuje się dłuższe niż się wszyscy spodziewali, ale nie można zakładać, że go nie ma...

- Kurczenie się podaży pieniądza.
- Słabość koniunktury w przemyśle i handlu międzynarodowym.
- Wyczerpywanie się dodatkowych oszczędności finansowych zgromadzonych (głównie przez konsumentów amerykańskich) za sprawą ograniczenia możliwości wydawania pieniędzy w czasie pandemii i „lockdownów” COVID-owych.
- Rozczarowujące „ożywienie” z Chin.

To, co cały czas utrzymuje dobrą koniunkturę w szeregu gospodarek, to siła sektora usługowego i sytuacja rynków pracy. Otwartym pytaniem pozostaje, na ile jest to późny etap cyklu, a na ile zachodzą zmiany strukturalne, których ekonomiści nie oszacowują (prawdopodobnie mają miejsce oba te zjawiska).

Strategia rynkowa

„Od lat inwestorzy obligacyjni nie byli w tak dobrej sytuacji” – zauważaliśmy we wspomnianych „Perspektywach rynkowych” z grudnia 2022 r.

Jak już zauważyliśmy, w pierwszej połowie roku 2023 rynek zdążył wycenić **kilka diametralnie różnych scenariuszy makroekonomicznych:** od miękkiego lądowania, przez akcelerację aktywności gospodarczej do twardego lądowania wzmocnionego jeszcze przez potencjalny kryzys bankowy. Ostatecznie półrocze kończymy ponownie wyceniając miękkie lądowanie, a więc łagodny powrót inflacji w okolice celów banków centralnych bez skutków ubocznych w postaci głębszej recesji. Pomimo tej rozpiętości wycenianych scenariuszy **klasa instrumentów dłużnych zachowywała się bardzo pozytywnie, zgodnie z naszymi założeniami z początku roku.**

Jeśli chodzi o drugą połowę roku 2023, to **zakładamy kontynuację dotychczasowych trendów.**

- W warunkach **odwróconej krzywej dochodowości** – gdy obligacje o krótszym terminie do wykupu mają wyższą rentowność niż obligacje o dłuższym terminie do wykupu – strategię dłużne krótkoterminowe cechuje **relatywnie najwyższa bieżąca rentowność** w stosunku do innego charakteru rozwiązań dłużnych.
- Stanowiący punkt odniesienia do dochodowości dla większości obligacji o zmiennym oprocentowaniu **WIBOR 6M** wyniósł na koniec pierwszego półrocza 2023 roku 6,92%. Marże na większości skarbowych obligacji o zmiennym kuponie pozostają istotnie dodatnie, znacząco powyżej średnich historycznych.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.06.2023 r.)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.06.2023 r.				stopa zwrotu – w latach kalendarzowych					
				6 M	12 M	5 Y	10 Y	2022	2021	2020	2019	2018	2017
RYNEK PIENIĘŻNY													
USA	USDLIBOR 3 M	5,55	bps	77,81	326,03	320,97	527,23	455,82	-2,93	-167,00	-89,93	111,34	69,64
Euro	EUROLIBOR 3 M	3,58	bps	144,50	377,20	389,80	335,90	270,40	-2,70	-16,20	-7,40	2,00	-1,00
Polska	WIBOR 3 M	6,80	bps	-12,00	-15,00	520,00	417,00	448,00	233,00	-150,00	-1,00	0,00	-1,00
OBLIGACJE													
USA 10 Y	rentowność (yield)	3,84	bps	-3,81	82,38	97,66	135,10	236,47	59,69	-100,43	-76,67	27,88	-3,89
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	2,39	bps	-17,90	105,60	209,00	66,40	274,80	39,20	-38,40	-42,70	-18,50	21,90
Polska 10 Y	rentowność (yield)	5,78	bps	-108,60	-115,00	255,40	143,60	319,10	243,60	-88,30	-70,60	-47,80	-33,00
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3084,54	%	3,23	1,41	9,42	30,24	-15,44	-0,95	9,81	14,23	-2,25	6,48
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	277,01	%	2,03	-0,01	-5,76	10,78	-13,94	-1,02	2,64	6,25	-1,14	2,42
US HY	ICE BofAML US High Yield	1477,58	%	5,41	8,87	16,98	52,92	-11,22	5,36	6,17	14,41	-2,27	7,48
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	320,41	%	4,36	8,83	7,04	40,33	-11,47	3,35	2,76	11,29	-3,63	6,75

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.



- Przedstawiony scenariusz stanowi oszacowanie przyszłych wyników w oparciu o aktualne warunki rynkowe i nie jest dokładnym wskaźnikiem. Uzyskany wynik będzie się różnił w zależności od funkcjonowania rynku i okresu posiadania inwestycji. Wysoką opłacalnością w naszej opinii w dalszym ciągu cechują się inwestycje w **obligacje polskich emitentów denominowane w EUR i USD**, nabywane **przy równoczesnym zabezpieczeniu ryzyka walutowego**.

Jednocześnie fakt, iż mało kto już realnie obstawia ryzyko głębokiej recesji, stwarza według nas okazje również dla **obligacji długoterminowych**.

- Zauważaliśmy już, że jednym z największych zaskoczeń pierwszej połowy roku była odporność gospodarek na wysokie stopy procentowe. Natomiast nie ulega wątpliwości, iż koniunktura gospodarcza i system finansowy są w tym momencie **podatne na ewentualne kolejne szoki** (jak chociażby bankructwa amerykańskich banków z pierwszej połowy roku), których **teraz nie jesteśmy w stanie przewidzieć**. Nawet jeśli aktualnie nie widać mocnych przesłanek do gwałtownej zapaści gospodarczej, to **sytuacja ta może się szybko zmienić** i warto na taką ewentualność być przygotowanym.
- Wracając do perspektyw dla **obligacji stałoprocentowych** pewnym wyzwaniem dla oczekiwanych stóp zwrotu jest wspomniana już **odwrócona krzywa dochodowości** oraz **skala wycenionych obniżek stóp**. W naszej ocenie jednak, długoterminowe stopy procentowe znajdują się cały czas na historycznie wysokich poziomach i – w przypadku pogorszenia się perspektyw gospodarczych – **mają miejsce na spadek**. Tłumaczy to więc, dlaczego krzywa od dłuższego czasu ma kształt odwrócony i jest wg nas bardzo prawdopodobne, że sytuacja ta utrzyma się do momentu rozpoczęcia cyklu obniżek stóp. W przypadku recesji, której **ryzyko cały czas widzimy**, banki centralne będą zmuszone do dużo większych ruchów niż to obecnie jest wycenione.

Wydaje się, że – na razie – banki centralne cały czas wolą „dmuchać na zimne” – jako swój priorytet traktując zapewnienie, iż inflacja zostanie sprowadzona (i pozostanie) w celu. W rezultacie jednak, może to prowadzić do sytuacji, w której stopy procentowe będą **podniesione za wysoko** (lub utrzymane na restrykcyjnym poziomie **zbyt długo**). Już wcześniej sygnalizowaliśmy, że pierwszym kandydatem do popełnienia takiego błędu wydaje się być **Europejski Bank Centralny (EBC)**. A to dlatego, że dane gospodarcze wydają się już wskazywać na istotne spowolnienie gospodarcze w strefie euro. Upatrujemy więc **okazji do budowania długich pozycji na eurowej krzywej dochodowości**.

Beneficjentem dalszych spadków inflacji w drugiej połowie roku powinny być też **rynki obligacyjne Europy Środkowo-Wschodniej**.

- Proces szybkiej dezinflacji oraz mocnych walut lokalnych sprzyja **napływowi kapitału do tego regionu**. Czym bliżej jednak końca roku, tym bardziej będziemy zbliżać się do momentu ostatecznej weryfikacji, czy spadek inflacji będzie na tyle głęboki, by sprowadzić ją do poziomu celów inflacyjnych poszczególnych banków centralnych.
- W rezultacie, im bliżej końca roku, dużo większą rolę w generowaniu stóp zwrotu na strategiach obligacyjnych powinna odgrywać **selekcja rynków, na których inwestujemy. W międzyczasie** kluczowym wydaje się, aby na rynkach w regionie **utrzymywać pozytywne nastawienie do ryzyka stopy procentowej**, ale wykorzystywać też przebieg reakcji rynku w wycenie obniżek stóp procentowych do **taktycznego redukcji ekspozycji**.

Jeśli chodzi o sektor **obligacji korporacyjnych**, pierwsze półrocze 2023 przyniosło **powrót aktywności na rynku w Polsce**.

- Bardzo wielu emitentów podjęło **skuteczne próby refinansowania** zapadającego w najbliższym czasie długu. Obserwowaliśmy niewidziane od dawna **emisje listów zastawnych** na rynku pierwotnym, a do spektrum dostępnych na rynku instrumentów dołączyły **pierwsze emisje bankowych papierów typu senior non-preferred**.
- To ożywienie odbyło się na nowych, wyższych niż wcześniej, poziomach marż kredytowych. Jest to **sytuacja korzystna dla inwestorów**. Wyższej rentowności inwestycji nie towarzyszy bowiem na razie wzrost ryzyka, ani jego kosztów.
- Sytuacja ekonomiczno-finansowa większości przedsiębiorstw pozostaje bardzo dobra i wykazały się one **niespotykaną wręcz odpornością** na zawirowania związane z podwyżkami stóp. Musimy mieć jednak świadomość, że dotychczas mieliśmy do czynienia z realnie (czyli – uwzględniając inflację) ujemnymi stopami. Spadek inflacji sprawia, że sytuacja ulega zmianie – stopy zaczynają mieć charakter realnie dodatnich. A to może mieć konsekwencje dla finansowania (kredytu).
- Dawno nie obserwowaliśmy na rynku zdarzeń związanych z brakiem terminowej spłaty obligacji i w bezpośredniej przyszłości **nie widzimy radykalnego wzrostu zagrożenia stratami z tego tytułu**.
- Dlatego oczekujemy, że – w warunkach podwyższonych marż kredytowych – druga połowa 2023 **może być bardzo dobrym okresem dla inwestycji w obligacje korporacyjne denominowane w PLN**.

Globalne obligacje korporacyjne



Karol Ciuk

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

W pierwszej połowie roku inwestycja w globalne obligacje korporacyjne przyniosła inwestorom zyski, choć stopy zwrotu w zależności od ratingu kredytowego były zróżnicowane. Na notowania wpływały zarówno okresy większej awersji do ryzyka, jak i jej podwyższonej akceptacji. Z perspektywy czasu widać jednak, że pierwsza połowa roku 2023 przyniosła wyraźnie lepsze wyniki niż cały rok 2022.

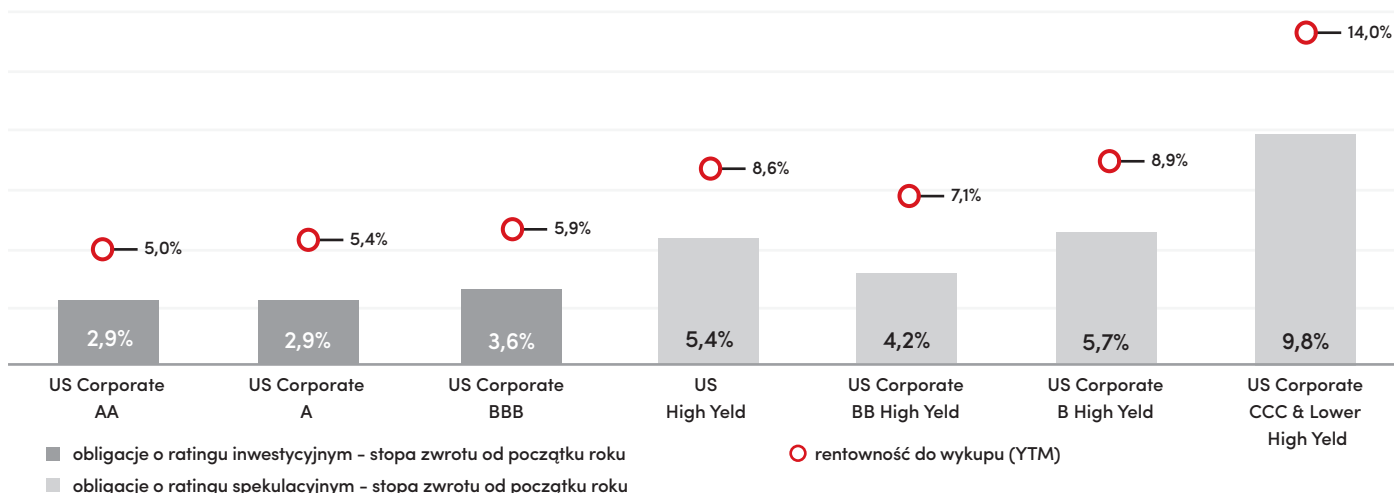
Wysoka rentowność po zeszłorocznej bessie oraz wyhamowanie dynamiki wzrostu rentowności, którą mogliśmy wtedy obserwować to powód, dla którego **ta ciekawa klasa aktywów zaczęła odzyskiwać swój blask i zainteresowanie inwestorów**. Widać to także po napływach do globalnych funduszy inwestujących w szczególności w bezpieczniejszy dług korporacyjny (tzw. *investment grade*). Z drugiej strony, większość uczestników rynku wciąż obawia się **ryzyka recesji** i w związku z tym **podwyższonej liczby bankructw wśród przedsiębiorstw**.

Zanim jednak odniesiemy się do naszych oczekiwań na przyszłość, warto spojrzeć na notowania obligacji korporacyjnych w zależności od ratingu kredytowego w Stanach Zjednoczonych w pierwszej połowie roku. Jak możemy dostrzec na wykresie: Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych od początku roku to **dług o wyższym ryzyku**

kredytowym i ratingu spekulacyjnym przyniósł wyższe stopy zwrotu niż ten bezpieczniejszy o ratingu inwestycyjnym (tzw. *investment grade*). W zależności od ratingu stopy zwrotu z indeksów obligacji korporacyjnych o ratingu od AA do BBB wynosiły 2,9%-3,6%, a tych o ratingu spekulacyjnym od 4,2% do aż 9,8%. Podobne tendencje obserwowaliśmy na rynku europejskim, choć w tym przypadku stopy zwrotu były nieco niższe, w szczególności w segmencie o najwyższym ryzyku kredytowym.

W dalszym ciągu **atrakcyjnie wygląda obecna rentowność**, która po dynamicznym wzroście stóp procentowych (FED podwyższył stopę procentową już o 500 pb, a EBC o 400 pb) znajduje się **w górnym przedziale wahań z ostatnich lat**. To główny argument przemawiający za inwestycjami w globalny dług korporacyjny, bo rentowność ma zasadniczy wpływ na oczekiwane stopy zwrotu. Patrząc przez pryzmat

Stopy zwrotu i rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych od początku roku



Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA, stan na 30.06.2023 r.

rynku w Stanach Zjednoczonych i w Europie, widzimy, że dla obligacji *high yield* jest to obecnie 8,60% i 7,53% w amerykańskim dolarze i euro, czyli nieznacznie mniej niż na początku roku. Z kolei dla indeksów *investment grade*ów wynosi 5,59% i 4,42% i symbolicznie wzrosła. Warto wspomnieć, że – po zabezpieczeniu do polskiego złotego – rentowności są wyraźnie wyższe i wynoszą obecnie około 7% dla *investment grade* i blisko 10% w przypadku *high yield*. Bez wątpienia jest to wysoki dochód, który pozwala patrzeć na tę klasę aktywów z **optyризmem**, szczególnie z **perspektywy inwestorów długoterminowych**.

Krótkoterminowo, bardziej istotny wpływ na notowania mogą mieć **wahania spreadów kredytowych**, które odzwierciedlają **oczekiwania dotyczące ryzyka upadłości przedsiębiorstw** (tzw. *default rate*). Oczywiście, w przypadku bardziej ryzykownych obligacji, należy mieć na uwadze rosnące stopy bankructw. Według agencji ratingowej Fitch, w przypadku Stanów Zjednoczonych mogą one wzrosnąć do 4-5% na koniec 2023 roku z obecnego poziomu około 2,5% (za ostatnie 12 miesięcy). W tym scenariuszu różnica w stopach zwrotu między bardziej a mniej ryzykownymi instrumentami dłużnymi może się zawężać. Co ciekawe, od początku roku *spread*y kredytowe zawężyły się bardziej w przypadku obligacji *high yield* niż *investment grade*, gdzie pozostają zbliżone do poziomów z początku roku. Z jednej strony wynika to z różnicy sektorowej, bo wśród obligacji o wyższym ratingu szersza jest reprezentacja banków, a to sektor, który znalazł się

na świeczniku amerykańskich i europejskich inwestorów w marcu – w związku z problemami Silicon Valley Bank, First Republic Bank i Credit Suisse.

Jednak biorąc pod uwagę zawężenie *spread*ów kredytowych na *high yield*ach oraz prognozowany wzrost bankructw, to **obligacje o ratingu inwestycyjnym wydają się nam nadal bardziej atrakcyjne z perspektywy zysku do ryzyka**. Warto jednak zwrócić uwagę, że fundamentalnie rynek obligacji o wyższym ryzyku zdaje się być na razie dość odporny na wahania koniunktury. Zadłużenie przedsiębiorstw w USA, mierzone jako poziom długu względem zysku EBITDA, jest **najniższe od 11 lat**. Ponadto wiele przedsiębiorstw **zrefinansowało swoje zadłużenie** w trakcie pandemii, gdy stopy procentowe były bardzo niskie, a najbliższe duże spłaty zaciągniętych pożyczek przypadają dopiero w 2025 roku.

Podsumowując, **pierwsza połowa roku** przyniosła inwestorom na rynku globalnych obligacji korporacyjnych **pozytywne stopy zwrotu**, w szczególności w segmencie o wyższym ryzyku kredytowym. Jednak, biorąc pod uwagę obecne otoczenie makroekonomiczne i relatywnie większą atrakcyjność wycen obligacji o niższym ryzyku kredytowym, **w drugiej połowie roku preferujemy obligacje *investment grade* względem *high yield***. Jednocześnie zwracamy uwagę na **wciąż wysokie rentowności obligacji korporacyjnych**, niezależnie od segmentu rynku, co – w naszej ocenie – wspiera argument o **atrakcyjności tej klasy aktywów**.

Poziom rentowności dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie

	rentowność	zmiana od 31.12.2022 r.	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	średnia 3 lata	poziom indeksu	przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTM)	5,59%	0,07%	3,44%	2,43%	1,85%				6,16%
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTM)	4,42%	0,18%	1,80%	0,72%	0,25%				4,47%
amerykańskie obligacje High Yield (YTM)	8,60%	-0,41%	6,52%	5,98%	4,53%				9,63%
europejskie obligacje High Yield (YTM)	7,53%	-0,20%	4,90%	4,19%	2,81%				8,52%

Poziom spreadów kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie

Spread kredytowy (punkty bazowe) - OAS	poziom indeksu	zmiana od 31.12.2022 r.	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	średnia 3 lata	poziom indeksu	przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	130	-8	123	129	86				171
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	161	-6	131	119	83				226
amerykańskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	405	-76	415	418	301				644
europejskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	446	-52	420	430	285				668

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA, stan na 30.06.2023 r.

Globalne rynki akcji



Piotr Stopiński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych

Pierwsza połowa roku 2023 była na globalnych rynkach akcji niezwykle dynamiczna. Wystarczy spojrzeć na zachowanie indeksów! Od razu wyłania się: po pierwsze – kilka niespodzianek, a po drugie – pewna asymetria na poziomie sektorów.

O ile może zaskakiwać relatywna **moc rynku japońskiego**, o tyle odchylenie od wyniku nie jest tak wyraźne, jak w przypadku **rozdzielenia sektorowego**. Zwycięzcami pierwszej połowy roku wydają się sektory cykliczne, ale te, w których istotną rolę odgrywają **duże firmy technologiczne z USA** – technologia, telekomunikacja (media) oraz konsument cykliczny (*ang. consumer discretionary*). W przypadku wspomnianych indeksów regionalnych różnica między najlepszym a najgorszym wyniosła zaledwie kilka punktów procentowych. A w przypadku sektorów, które zyskały najwięcej, przewaga do tych, które zyskały najmniej, wynosi prawie 40 punktów procentowych!

Stopy zwrotu w I połowie 2023 r.

Indeksy (wszystkie w USD)	Od początku 2023 r. do 30.06.2023 r.
MSCI WORLD	15,4%
MSCI US	17,1%
MSCI EUROPE	13,8%
MSCI JAPAN	12,6%

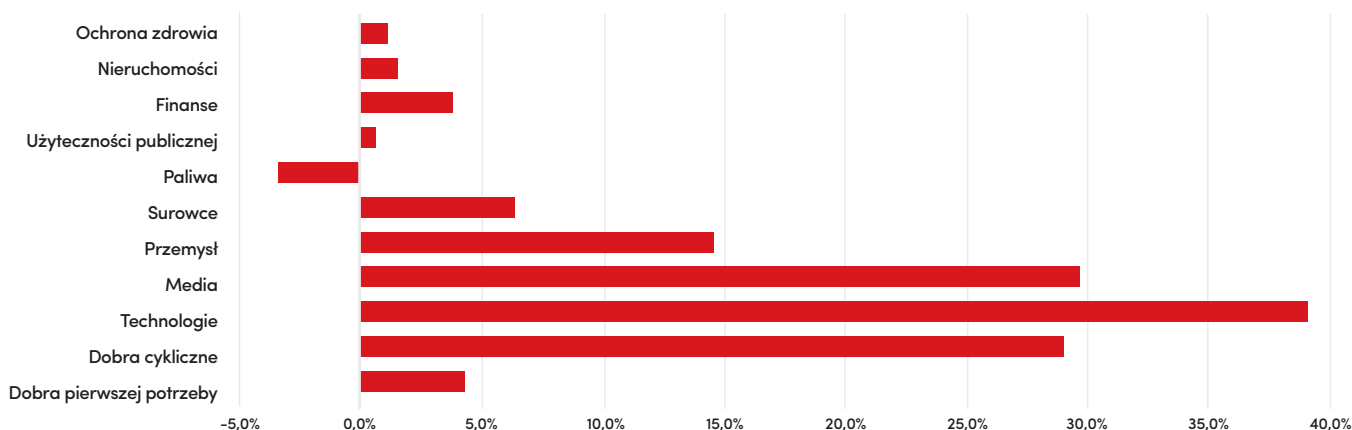
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Ta **asymetria** prowadzi do **stonowanego podejścia na drugą połowę roku**. Zdajemy sobie sprawę z mocnego wpływu nowych wydarzeń w świecie technologii – czyli fascynacji rozwojem sztucznej inteligencji, a przez to na potencjalnie wyższe nakłady inwestycyjne w niektórych sektorach. Natomiast wydaje nam się, że – o ile nic nie zdusi rozwoju gospodarczego w drugiej połowie roku (tzw. nieoczekiwane zdarzenie z końca rozkładu prawdopodobieństwa, *ang. 6-sigma event*), to **szerszy rynek musi być wsparty odreagowaniem właśnie z pozostałych 8 sektorów**, które wypadły zdecydowanie słabiej w stosunku do tych 3 silnie technologicznie umocowanych – wspomnianych powyżej.

Ogląd szerokiego rynku pozostaje prawie bez zmian. Nasze wskaźniki dynamiki rynkowej sugerują brak przełamania negatywnego trendu, natomiast wydaje się, że następuje ich stabilizacja. **Krótkoterminowo możliwa jest większa korekta**, po tym jak ekstaza, jaką wywołała tematyka sztucznej inteligencji opadnie, a rynek skupi się na realnych korzyściach w najbliższej przyszłości. **Kluczem do dalszych wzrostów jest brak recesji**, tj. gwałtownego spadku wydatków konsumenckich bądź wstrzymania inwestycji.

Niemniej jednak przyjmujemy, że rynek za bardzo skupił się na scenariuszu łagodnego przejścia przez zmiany makroeko-

Stopy zwrotu od początku 2023 roku



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Blisko ostatecznego dna w zamówieniach
ISM Manufacturing (lagged 1 mc) vs ISM New Orders



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

nomiczne (tzw. *soft landing*), które nastąpiły w rzeczywistości po pandemii koronawirusa. Kluczowe zmiany to: środowisko pro-inflacyjne, mocniejsze ceny surowców niż w poprzedniej dekadzie oraz wysokie zatrudnienie, a przez to wyraźna presja na płace w obliczu odbicia sektora usług. Skłania nas to do **bardziej defensywnego pozycjonowania** oraz sprawia, że powinniśmy brać **potencjalnie turbulencje (tj. z ang. *hard-landing*)** jako bardziej prawdopodobny scenariusz. Taki obraz sytuacji prezentowaliśmy w poprzedniej edycji naszych Perspektyw rynkowych i – szczególnie teraz, po wzrostach indeksów – utrzymujemy go. **Średnioterminowo widzimy przestrzeń do wzrostów, ale scenariusz ten jest obciążony ryzykiem.** Warunkiem jego realizacji byłoby m.in. to, że polityka monetarna nie byłaby wyraźnie zaostrzana, a rynek skupiłby się bardziej na „kiedy” niż „czy” dojdziemy do celu inflacyjnego – tzn. kiedy giełda zacznie widzieć potencjał na obniżki stóp procentowych. Podkreślamy jednak – **scenariusz ten jest obciążony ryzykiem.**

Giełda sugeruje wyraźnie, że **dołek oczekiwań za nami** i powinniśmy oczekiwać wyższych zysków firm niż na początku roku.

Krótko- i średnioterminowe oczekiwania rynkowe

Scorecard	Dynamika I pochodna	Tempo II pochodna
Wycena MSCI WORLD vs historia	0 – na średniej	0
ISM MANUFACTURING (Indeks SIM dla przemysłu USA)	-1	0
M2 Supply YoY change (zmiana podaży pieniądza M2 r/r)	-1	0
TOTAL	-2	0
	Mid-term negative*	Short-term bottoming**

* dane wskazują na kontynuację negatywnych dynamik.

** tempo zmian w krótkim terminie spada, możliwa stabilizacja trendów.

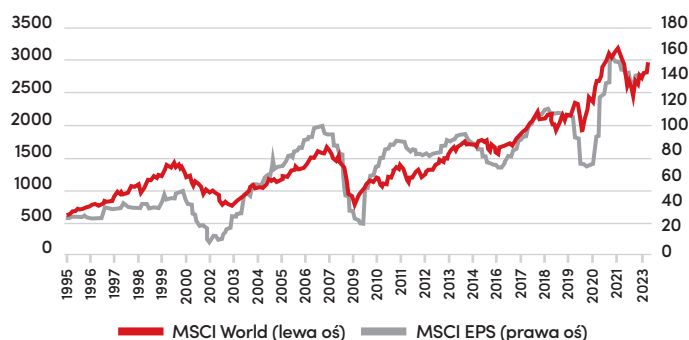
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Porównanie sektora ISM Services oraz ISM Services Employment



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Notowania MSCI World na tle zmiany EPS



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Niemniej jednak **kluczem do takiego scenariusza jest brak pogorszenia się zatrudnienia w sektorze usług.**

W dobie relatywnie wysokich stóp procentowych i z perspektywą podwyższonej inflacji przez najbliższe kwartały, inwestor powinien patrzeć **nie tylko na wycenę, ale również na to, co może być mu wypłacone w formie dywidendy.** Prosty założeniem jest, że jeśli firmom rośnie zysk, nawet tylko poprzez efekt inflacji, to przy zdrowym bilansie (tzn. niskim zadłużeniu), tak samo powinna rosnąć dywidenda na akcję. Z innej strony, **firmy o stabilnej polityce dywidendowej, tj. takiej, która opiera się o wypłatę stałej części zysków, mogą relatywnie lepiej zachowywać się w drugiej połowie roku zyskując w oczach inwestorów – oferując bardziej przewidywalne modele biznesowe niż sektory cykliczne, które mocno zapracowały w pierwszej połowie 2023 roku.**

Wiele okazji inwestycyjnych na giełdach ucieka klasycznym podziałom regionalnym, branżowym czy nawet bardziej skomplikowanym. Stąd, również w tym roku, preferujemy **niebenchmarkowe strategię akcyjne, tj. oparte o wybór spółek nieskrępowany indeksem odniesienia poprzez sektor czy region.**

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata

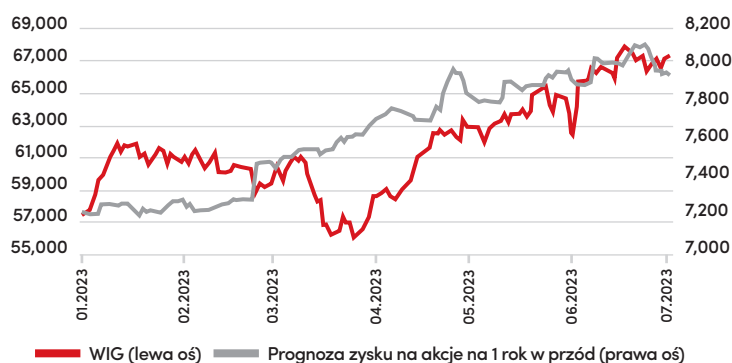
Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

Pierwsze półroczne 2023 r. okazało się bardzo udanym okresem dla inwestorów na krajowym rynku akcji. Stopa zwrotu z szerokiego indeksu WIG liczona od początku roku do dnia 30 czerwca 2023 r. wyniosła +17,1%. Niewiele gorszy wynik za ten sam okres odnotował indeks WIG20 agregujący spółki o najwyższej kapitalizacji +15,1% (włącznie z dywidendami). Warto zaznaczyć, że jest to zauważalnie lepszy wynik od tego, który uzyskał globalny indeks rynków rozwijających się, do których warszawski parkiet nadal najczęściej jest zaliczany przez inwestorów zagranicznych. Wynik indeksu MSCI Emerging Markets za wyżej wspomniany okres to +5%.

Pierwsza połowa 2023 r. zdecydowanie **nie należała jednak do nudnych**, a zmienność nie opuszczała inwestorów. Z globalnych wydarzeń największy wpływ na rynki miał **kryzys wokół regionalnych banków w Stanach Zjednoczonych**. Jednak z uwagi na bardzo szybką interwencję zarówno banków centralnych po obu stronach oceanu, jak i instytucji rządowych, problem z płynnością sektora bankowego został **szybko zażegnany**. Ze spraw lokalnych, największe znaczenie miał **wyrok TSUE (Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej)** w sprawie walutowych kredytów hipotecznych oraz spekulacja nt. wprowadzenia podatku od nadmiarowych zysków (z ang. *windfall tax*). W pierwszym przypadku, większość wątpliwości została już rozwiana – zgodnie z oczekiwaniami, wyrok okazał się **niekorzystny dla banków**, co będzie wiązało się z koniecznością **zawiązania dodatkowych rezerw** w wysokości, według oczekiwań analityków, ok. 70 mld PLN. Z drugiej strony, instytucje nadzorujące rynek wydały wstępne opinie, że zawiązywanie tych rezerw będzie mogło być rozłożone w czasie (okres kilka lat). To – mając na uwadze relatywnie silną pozycję kapitałową krajowych banków – powinno według nas pozwolić relatywnie bezpiecznie zaabsorbować oczekiwane straty. W przypadku wprowadzenia nowego podatku, który miałby dodatkowo obciążyć np. spółki wydobywcze, czy rafinerijne, **nadal nie ma jasności**. Ze strony rządu dochodzą informacje, że prace trwają, jednak nie znamy możliwego terminu ich zakończenia, czy nawet potencjalnego kształtu tego rozwiązania. Nie jest wykluczone, że do **wyborów parlamentarnych**, kwestia ta nie zostanie rozstrzygnięta.

Wzrosty krajowego rynku, jakie miały miejsce w pierwszym półroczu bieżącego roku, były również związane z **bardziej optymistycznym postrzeganiem perspektyw wyników spółek**. Do końca pierwszego półrocza prognozowany na jeden rok w przód zysk na akcje dla agregatu rynkowego jakim jest WIG wzrósł o ok. 10%, co jest jednoznacznie pozytywną zmianą, choć nieco niższą od dynamiki zmian samego indeksu. Oznacza to,

WIG podąża za prognoząmi zysków



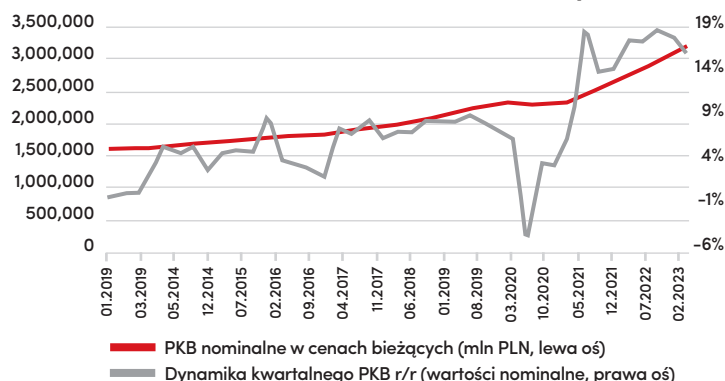
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

że analitycy, m.in. na skutek napływających danych makroekonomicznych, **bardziej optymistycznie zaczęli podchodzić do perspektywy wyników notowanych przedsiębiorstw w średnim terminie**.

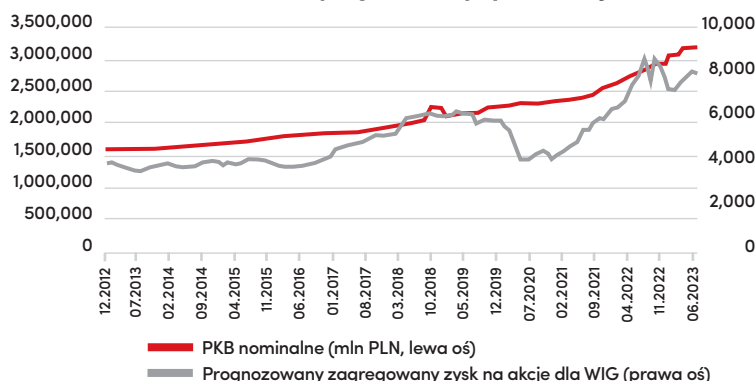
Dziś dość nieintuicyjnie możemy stwierdzić, że obecna nominalna (tj. nieskorygowana o wskaźnik inflacji) dynamika wzrostu gospodarczego jest najwyższa w ostatnich dwóch dekadach. Dynamiki PKB prezentowane w mediach nie wyglądają zbyt imponująco, gdyż są **skorygowane o inflację**, co z perspektywy konsumenta jest właściwą miarą. Inaczej należy jednak patrzeć na wzrost gospodarczy z punktu widzenia inwestora giełdowego. Spółki notowane na giełdzie, jak wszystkie aktywa, powinny być traktowane w kategoriach nominalnych, a tutaj **obraz jest kompletnie inny**, co widać na wykresie: PKB w Polsce w wartościach nominalnych. W ostatnich ośmiu kwartałach – za sprawą wysokiej inflacji – nominalny poziom Produktu Krajowego Brutto regularnie wzrastał w tempie dwucyfrowym, nieobserwowanym od ponad 20 lat, przekraczając w ubiegłym roku wartość 3 bilionów złotych. W kontekście



PKB w Polsce w wartościach nominalnych



PKB w Polsce vs prognozowany zysk na akcje



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

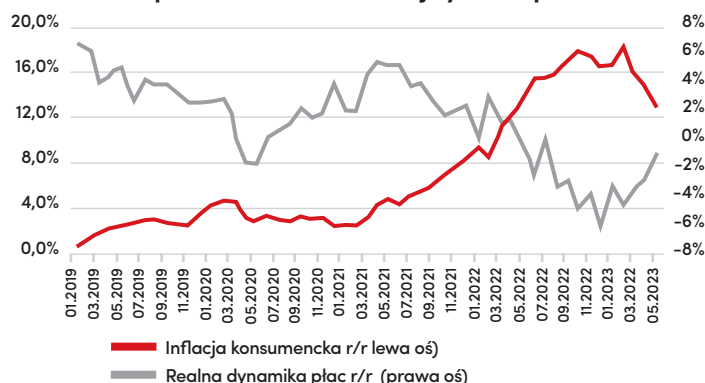
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

dynamik rocznych, w tym roku zobaczyliśmy wartości przekraczające 15% wzrost. Oczywiście, w okresie przyspieszającej inflacji i rosnących obaw o to, że dynamika cen wymknie się spod kontroli, **wzrasta poziom niepewności**. To nie sprzyja rynkom akcji i trudno wtedy oczekiwać podwyższonych stóp zwrotu z ryzykownych aktywów. Sytuacja kompletnie zmienia się w momencie wyhamowywania tempa inflacji. Szereg czynników, w tym m.in. złagodzenie efektów cenowych kryzysu energetycznego i spadek podaży pieniądza (w tym – załamanie kredytu), przełożył się na **spadek dynamiki inflacji** oraz korektę średnioterminowych stóp procentowych. To z kolei technicznie pozytywnie wpłynęło na podniesienie wycen dla spółek giełdowych przez analityków domów maklerskich. Innym, według nas – bardziej istotnym, zjawiskiem jest stabilizacja marż w spółkach.

Pamiętajmy, że giełda jest wycinkiem istotnej części gospodarki, gdzie zjawiska inflacyjne, generalnie szkodliwe dla koniunktury, z czasem przekładają się jednak na wzrost przychodów spółek oraz proporcjonalny wzrost marż w średnim terminie. Na wykresie PKB w Polsce vs prognozowany zysk na akcje możemy dostrzec, że zagregowane zyski na akcje spółek wchodzących w skład indeksu WIG podążają faktycznie za poziomem nominalnym Produktu Krajowego Brutto, natomiast sam rynek akcji podąża za oczekiwanymi zyskami, na co zwracaliśmy uwagę w pierwszej części materiału. W świetle stabilizacji rynku pracy, dynamiki cen oraz braku materializacji scenariusza kryzysu energetycznego **rynek akcji wchodzi w okres korzystania z „renty inflacyjnej”**, gdzie wzrost cen jest przekładany na marże oraz wpływa na poprawę wyników spółek w tempie nie niższym niż inflacja. Przy zachowaniu stałych wskaźników wycen dla spółek oczekiwana w średnim i długim terminie stopa zwrotu z akcji powinna być w naszej ocenie zbliżona do dynamiki nominalnego PKB, co sprawia, że **obserwowane obecnie dwucyfrowe stopy zwrotu nie są czymś fundamentalnie nieuzasadnionym**.

Czynnikiem makroekonomicznym, który **pozytywnie zaskoczył analityków** w pierwszym półroczu, była **siła nabywcza kon-**

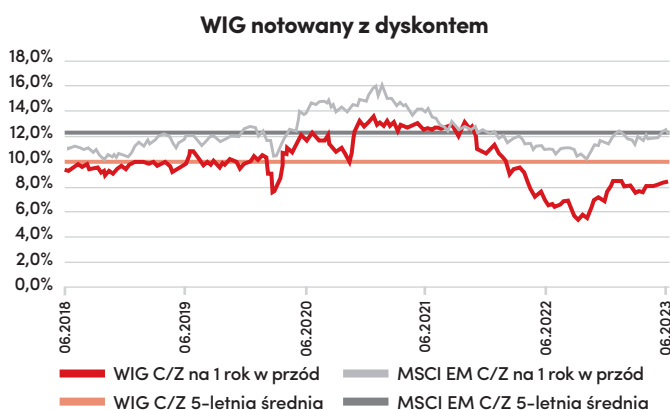
Stopniowa odbudowa realnej dynamiki płac



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

sumenta. Pomimo, że od lutego sprzedaż detaliczna w cenach stałych (uwzględniających inflację) odnotowuje wartości ujemne, to jednak spadek ten jest niższy od wcześniejszych założeń. Dodatkowo, spadek zakupów widoczny jest głównie w ramach dóbr trwałego użytku jak np. AGD czy meble. Sprzedaż produktów pierwszej potrzeby, jak np. żywność i odzież czy usług zachowuje się względnie stabilnie. Co więcej, zakładając **utrzymanie się silnych trendów dezinflacyjnych**, przy **nadal silnym rynku pracy**, można zakładać, że, jeszcze w trakcie drugiego półrocza 2023 roku, możemy powrócić w Polsce do **długoterminowego trendu pozytywnej dynamiki realnego wzrostu płac**. To tym bardziej może wspierać konsumpcję prywatną. Innymi czynnikami, które będą miały również pozytywny wpływ na to zjawisko w przyszłości będą m.in. podniesienie świadczenia 500+ do kwoty 800 PLN miesięcznie, zapowiadana podwyżka płacy minimalnej o ok. 20% w 2024 r. oraz zapowiadane jeszcze na drugą połowę bieżącego roku podwyżki płac w sferze budżetowej. Wszystkie te wydarzenia sprawiają, że **oczekiwania spółek, nastawionych na konsumenta**, co do kształtowania się przychodów oraz zysków, w krótkim i średnim terminie są relatywnie pozytywne.

Pomimo ww. pozytywnych czynników dla krajowego rynku akcji, **podstawowym zagrożeniem pozostaje globalna koniunktura gospodarcza oraz ewentualne zmaterializowanie scenariusza „twardego lądowania”**, który obecnie nie jest dyskutowany przez globalny rynek akcji. Jedną z przesłanek do „twardego lądowania” jest utrzymująca się **silnie restrykcyjna polityka monetarna największych banków centralnych**. Z jednej strony, część banków centralnych, nadal w klasyczny sposób, będzie podnosiła stopy procentowe – tak może być w przypadku EBC. Z drugiej, nawet bez podwyżek stóp procentowych, **należy spodziewać się silnego ograniczania skali bilansów przez amerykański Fed czy wspomniany Europejski Bank Centralny**, co w naturalny sposób **będzie redukowało płynność w globalnym systemie finansowym**. Ta redukcja płynności będzie miała **wpływ zarówno na realną sferę gospodarki, jak i może mieć istotnie negatywny wpływ na aktywa finansowe, w tym akcje**. Mając na uwadze relatywnie wysokie stopy zwrotu indeksów odnotowane od października 2022 r., **w naszej ocenie, światowe rynki akcji, są podatne na korektę spadkową**. W takim przypadku, **krajowy rynek akcji, również nie uniknąłby przeceny**.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Pomimo wzrostów rynku akcji obserwowanych od początku roku, **poziom wycen nadal można uznawać jako atrakcyjny**. Klasyczny wskaźnik „cena do zysków prognozowanych na 12 miesięcy wpród”, dla WIG wynosi ok. 8,5, co jest wartością istotnie niższą od średniej za ostatnie 5 lat, która wynosi blisko 10. Ponadto krajowy rynek akcji **notowany jest również z dyskontem do innych rynków rozwijających się**, które są reprezentowane przez indeks akcji MSCI EM. Obecnie dyskonto to wynosi ok. 30%, podczas gdy średnie dyskonto za ostatnie 5 lat wynosiło ok. 19%. Oznacza to, że **potencjał do zmniejszenia niedowartościowania krajowego rynku akcji względem innych rynków rozwijających się, nadal pozostaje relatywnie wysoki**.

Choć wiele aspektów przemawia na korzyść krajowego rynku akcji, to **nie należy jednak zapominać o czynnikach ryzyka**.

Niezmiennie w naszej ocenie podstawowym z nich może być postrzeganie scenariusza „miękkiego lądowania” gospodarki globalnej jako scenariusza bazowego. **Skutki podwyżek stóp procentowych na realną gospodarkę najczęściej obserwujemy z opóźnieniem 9 miesięcy**. Oznacza to, że **obecnie nie dostrzegamy jeszcze pełnego spektrum wpływu ostatnich podwyżek** wykonanych przez FED i EBC, do maja bieżącego roku. Co więcej, mając na uwadze retorykę Jerome Powell’a, przewodniczącego FED, **nie można wykluczyć, że obecny cykl podwyżek wcale nie zakończył się w maju, a cykl podwyżek EBC cały czas trwa pomimo wyraźnej słabnącej gospodarki strefy euro**. Z tego względu ryzykiem pozostaje **wystąpienie głębszej dekonunktury gospodarczej**, niż to obecnie prognozuje rynek. W takim przypadku prawdopodobnym byłoby **obniżenie prognozowanych wyników spółek oraz powrót większej zmienności na rynek akcji**. Co więcej, przykładem szoku w realnej gospodarce, który był spowodowany przez bezprecedensowe tempo oraz skalę podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, był kryzys płynności w bankach regionalnych w marcu bieżącego roku. Niestety, nadal należy liczyć się z **możliwością wystąpienia innych negatywnych skutków restrykcyjnej polityki monetarnej w przyszłości**. Kolejnym czynnikiem ryzyka, który w coraz mniejszym stopniu pojawia się w analizach, to **konflikt militarny za naszą wschodnią granicą**. Mimo, że wiele osób prywatnych oraz inwestorów „przyzwyczaiło” się już do tej sytuacji, to nie należy zapominać, że wojna ma charakter dynamiczny. Nie można wykluczyć różnego typu prowokacji m.in. politycznych, które mogą szybko **zmienić postrzeganie naszego regionu Europy Środkowo-Wschodniej** na negatywne, przez inwestorów zagranicznych.

Podsumowując, nadal **pozostajemy pozytywnie nastawieni do krajowego rynku akcji w średnim i dłuższym terminie**. Na jego korzyść przemawia **atrakcyjna wycena oraz relatywnie dobre perspektywy wzrostu gospodarczego**, które finalnie przekładają się na **pozytywne dynamiki zysków notowanych spółek**. Z drugiej strony, mając na uwadze dobre stopy zwrotu z indeksów akcyjnych w Polsce, czy na rynkach zachodnich oraz biorąc pod uwagę czynniki ryzyka ciężące nad globalną gospodarką (m.in. „twarde lądowanie gospodarki”, ograniczanie skali bilansów przez banki centralne) nie wykluczamy, że – **w krótkim terminie – rynki akcji mogą poddać się korekcie spadkowej**. W przypadku jednak realizowania się nawet tego negatywnego scenariusza makroekonomicznego zakładamy, że **może być to bardzo dobra okazja do budowania ekspozycji na krajowy rynek akcji**, z jeszcze większym potencjałem dla przyszłych stóp zwrotu. Ale **konkretne decyzje będą każdorazowo zależały od analiz**. Działamy w bardzo zmiennym, niepewnym otoczeniu. Żywiłowe wzrosty części indeksów akcyjnych w pierwszym półroczu **nie zmieniają naszego ostrożnego podejścia**.



Podsumowanie



Jacek Babiński

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Spadająca, ale nadal wysoka inflacja i jednocześnie coraz mocniej tłumiące ją banki centralne. W efekcie – wysokie, a nawet może jeszcze podwyższane stopy procentowe. Sygnały wyraźnie słabnącej koniunktury w przemyśle i ze sporym opóźnieniem, ale jednak, słabnących usług. W tym wszystkim – dotychczas zaskakująco mocny rynek pracy. I oczekiwanie na odłożone w czasie, ale bardzo prawdopodobne, negatywne efekty skumulowanych podwyżek stóp z lat 2022 – 2023. Z realnym, choć chwilowo uśpionym, ryzykiem twardego lądowania gospodarek włącznie. I na tym tle – momentami zadziwiający optymizm części rynków akcji w pierwszym półroczu 2023. To tylko część bagażu, z jakim rozpoczęliśmy drugą połowę roku. Wbrew bieżącym modom, nie zmieniamy jednak naszych głównych tez inwestycyjnych. W perspektywie drugiego półrocza 2023, pozytywnie patrzymy na obligacje skarbowe, w tym także polskie. A ewentualną akumulację akcji starannie wybranych spółek rozważymy przy korektach.

Niewątpliwie rok 2023 jest czasem trudnym dla kierujących się zdrowym rozsądkiem inwestorów. Inflacja spadała, ale nadal była bardzo wysoka. Stopy procentowe kluczowych banków centralnych rosły i – w chwili gdy przygotowujemy nasze „Perspektywy rynkowe” – mogą jeszcze rosnąć. Wskaźniki koniunktury w przemyśle – zwłaszcza w ważnej dla nas zachodniej Europie – ostrzegają, że jest coraz słabiej. Tymczasem akcje, po zimowej „nerwówce” i huśtawce, wiosną i z początkiem lata drożały, momentami niesione wręcz zadziwiającym optymizmem inwestorów, którzy jakby nie chcieli widzieć wcześniej wspomnianych zagrożeń. Stare powiedzenie giełdowe by „nie walczyć z Fed'em” wystawione zostało na ciężką próbę. Na próbę wystawione zostało i nasze przekonanie, że czas tak trudny dla gospodarek nie jest zbyt szczęśliwym momentem na agresywne zwiększanie zaangażowania w akcje.

Ale **pozostaliśmy i pozostajemy przy swoim zdaniu**. Nasze główne tezy inwestycyjne z początku roku 2023 – pozostają **bez zmian**. Wbrew obecnej „modzie”, nie skreślamy niesympatycznego dla wszystkich nas, ale – naszym zdaniem – **nadal realnego scenariusza „hard landingu” – twardego lądowania**. Obawiamy się, że gospodarki, zwłaszcza tak mało elastyczne, jak te zachodnioeuropejskie, mogą w pewnym momencie nie wytrzymać warunków narzucanych przez Europejski Bank Centralny. Ten bowiem, spóźniony w walce z inflacją, i chyba przestraszony jej uporczywością, ewidentnie rzucił się w pościg za znikającym za horyzontem celem inflacyjnym.

Twarde lądowanie jest więc dla nas nie jakimś wydarzeniem z gatunku science-fiction, ale **realnym ryzykiem. Realnym scenariuszem**. Zresztą obawiamy się, że bez takiego gospodarczego „przesilenia”, bez pogorszenia sytuacji na rynkach pracy, bardzo trudno będzie myśleć o trwałym sprowadzeniu inflacji do celów banków centralnych. Bo mocny rynek pracy i presja płacowa na dłuższą metę utrudnią spadek inflacji. A skoro za realne uznajemy ryzyko „hard landingu” to z wielką ostrożnością podchodzimy do tych aktywów, które do podtrzymania notowań potrzebują przyspieszającego wyraźnie wzrostu gospodarczego. Czyli do rynku akcji, którego niemal euforyczne zachowanie – w naszym odczuciu – cokolwiek klóci się zarówno z sytuacją bieżącą, jak – i co ważniejsze – z możliwymi scenariuszami rozwoju sytuacji. Jeśli uznajemy ryzyko twardego lądowania za realne, to nie moglibyśmy ze spokojnym sercem zwiększać zaangażowania w akcje tam, gdzie nie jest to wpisane w filozofię danego rozwiązania inwestycyjnego. Z jednej strony – **obawiamy się korekt na rynkach akcji**, ale z drugiej – jeśli się wydarzą, będziemy analizowali je pod kątem ewentualnego kupowania starannie przebranych i wybranych tańszych akcji na długi czas. Czekamy spokojnie na korekty i okazje do długoterminowych zakupów.

Nadal uważamy, że jest to czas na inwestowanie w obligacje, ale mamy świadomość, że np. za pół roku to zdecydowane nastawienie może nie być już tak aktualne, bo **kończy się najłatwiejsza faza dezinflacji**. Inflacja, po spadku do np. 4-5% rocznie, może zakotwiczyć tam na dłużej, wahać się wokół tych poziomów lub nawet ponownie zacząć rosnąć.

Takie otoczenie byłoby już znacznie **trudniejsze dla strategii stałokuponowych**. Ale to – na razie – **perspektywa wybierająca poza horyzont tej edycji „Perspektyw rynkowych” Pekao TFI**.

Reasumując:

- Uważamy, że ryzyko twardego lądowania (*ang. „hard landing”*), choć chwilowo „niemodne”, jest jak najbardziej realnym scenariuszem i ryzykiem. Mamy wrażenie, że na rynku nie docenia się negatywnych dla koniunktury, **odłożonych w czasie, efektów gwałtownych podwyżek stóp procentowych** z lat 2022 – 2023. Patrząc na drugie półrocze 2023 roku nadal jesteśmy nastawieni **pozytywnie na obligacje skarbowe**. Zarówno tym papierom, jak i rozwiązaniom je wykorzystującym, według nas, służyć powinna perspektywa dalszego spadku inflacji. I związane z nimi oczekiwania na obniżki stóp procentowych.
- Na globalnym rynku obligacji korporacyjnych, biorąc pod uwagę obecne otoczenie makroekonomiczne i relatywnie większą atrakcyjność wycen obligacji o niższym ryzyku kredytowym, **w drugiej połowie roku preferujemy obligacje *investment grade* (o ratingu inwestycyjnym) względem *high yield***.
- **Bardzo ostrożnie i defensywnie podchodzimy do rynków akcji**. Widzimy **ryzyko korekt, czyli – mówiąc wprost – spadków kursów**. Korekty takie – ale na wybranych rynkach i w wybranych sektorach – moglibyśmy wykorzystać do **selektywnych zakupów akcji** – do akumulacji na długi termin. Wyceny **na polskim rynku akcji** uważamy za bardziej korzystne od wycen na zachodnich parkietach. Preferujemy **strategie defensywne i dywidendowe**. Kluczem będzie **selekcja**.

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykami. Istotne rodzaje ryzyk funduszy/subfunduszy Pekao TFI: stopy procentowej, rynku akcji, cen instrumentów kredytowych, koncentracji, kontrahenta, walutowe, dźwigni finansowej, płynności, operacyjne. Dla konkretnych funduszy/subfunduszy mogą występować specyficzne ryzyka właściwe tylko dla tych funduszy/subfunduszy. Opis ryzyk danego funduszu/subfunduszu znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz Dokumentie zawierającym kluczowe informacje.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.06.2023)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.06.2023 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2022	2021	2020
WALUTY												
euro	dolar	1,09	%	2,06	0,65	1,91	4,05	-6,63	-16,15	-5,85	-6,93	8,94
dolar	jen	144,31	%	3,57	8,62	10,06	6,33	30,29	45,56	13,94	11,46	-4,94
euro	złoty	4,43	%	-2,08	-5,28	-5,39	-5,66	1,39	2,50	2,14	0,58	7,20
dolar	złoty	4,06	%	-4,03	-5,86	-7,11	-9,33	8,59	22,24	8,42	8,09	-1,61
frank	złoty	4,54	%	-2,39	-3,72	-4,08	-3,29	20,15	28,95	6,98	4,82	7,64
SUROWCE												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	70,64	%	3,75	-6,65	-11,99	-33,21	-4,73	-26,84	4,25	58,68	-20,54
miedź	tona (Londyn)	8315,50	%	2,80	-7,53	-0,67	0,70	25,50	23,19	-13,87	25,17	25,79
złoto	uncja (Londyn)	1919,35	%	-2,21	-2,54	5,23	6,20	53,23	55,47	-0,28	-3,64	25,12
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	92,95	%	0,93	-4,25	-11,75	-16,76	24,17	-2,88	13,75	27,05	-3,50
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	766,06	%	-5,03	-8,30	1,86	4,69	44,10	47,30	-10,27	-10,87	22,50
RYNEK PIENIĘŻNY												
USA	USDLIBOR 3 M	5,55	bps	2,87	35,27	77,81	326,03	320,97	527,23	455,82	-2,93	-167,00
Euro	EUROLIBOR 3 M	3,58	bps	11,40	53,90	144,50	377,20	389,80	335,90	270,40	-2,70	-16,20
Polska	WIBOR 3 M	6,80	bps	0,00	1,00	-12,00	-15,00	520,00	417,00	448,00	233,00	-150,00
OBLIGACJE												
USA 10 Y	rentowność (yield)	3,84	bps	19,41	36,91	-3,81	82,38	97,66	135,10	236,47	59,69	-100,43
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	2,39	bps	11,00	10,00	-17,90	105,60	209,00	66,40	274,80	39,20	-38,40
Polska 10 Y	rentowność (yield)	5,78	bps	-26,40	-28,30	-108,60	-115,00	255,40	143,60	319,10	243,60	-88,30
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3084,54	%	0,28	-0,21	3,23	1,41	9,42	30,24	-15,44	-0,95	9,81
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	277,01	%	-0,42	0,46	2,03	-0,01	-5,76	10,78	-13,94	-1,02	2,65
US HY	ICE BofAML US High Yield	1477,58	%	1,63	1,63	5,41	8,87	16,98	52,92	-11,22	5,36	6,17
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	320,41	%	0,53	1,66	4,36	8,83	7,04	40,33	-11,47	3,35	2,76
AKCJE												
USA – szeroki rynek	S&P 500	4450,38	%	6,47	8,30	15,91	17,57	63,72	177,06	-19,44	26,89	16,26
USA – duże spółki	DJIA	34407,60	%	4,56	3,41	3,80	11,80	41,76	130,77	-8,78	18,73	7,25
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	5362,31	%	8,67	3,86	5,23	10,50	39,19	137,42	-12,03	28,34	4,96
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	14537,80	%	7,94	3,18	2,50	6,01	18,99	102,15	-14,48	28,27	4,63
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	1088,33	%	2,41	2,27	10,85	16,49	37,71	110,48	-10,64	24,91	-1,99
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	651,70	%	1,99	-0,43	5,67	6,44	14,57	104,05	-23,99	22,85	4,78
Niemcy	DAX	16147,90	%	3,09	3,32	15,98	26,32	31,22	102,88	-12,35	15,79	3,55
Wielka Brytania	FTSE250	18416,76	%	-1,64	-2,70	-2,31	-1,34	-11,59	33,47	-19,71	14,61	-6,38
Japonia	NIKKEI 225	33189,04	%	7,45	18,36	27,19	25,75	48,80	142,66	-9,37	4,91	16,01
Emerging Markets	MSCI EM	989,48	%	3,23	-0,08	3,46	-1,12	-7,48	5,23	-22,37	-4,59	15,84
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1497,17	%	3,17	-0,93	3,17	1,15	9,75	59,40	-17,19	-2,65	22,75
Greater China	45% MSCI China 10/40	1879,19	%	3,10	-10,30	-6,62	-18,94	-29,00		-23,29	-21,36	28,10
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2440,05	%	11,00	11,22	14,65	19,55	-1,49	-23,44	-0,07	-13,13	-15,97
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	191,72	%	3,41	4,77	2,13	-0,28	-24,36	-44,91	-37,05	19,66	-11,02
Rosja	RTSI \$	982,94	%	-6,87	-1,39	1,27	-26,92	-14,84	-22,93	-39,18	15,01	-10,42
Węgry	BUX	50505,73	%	6,86	19,35	15,33	28,71	39,80	165,48	-13,66	20,63	-8,76
Czechy	PX	1275,15	%	-1,66	-5,72	6,11	1,87	19,82	45,19	-15,73	38,84	-7,93
Brazylia	BOVESPA	118087,00	%	9,00	15,91	7,61	19,83	62,29	148,83	4,69	-11,93	2,92
Indie	S&P BSE SENSEX	64718,56	%	3,35	9,71	6,37	22,07	82,70	233,67	4,44	21,99	15,75
Chiny	SHCOMP	3202,06	%	-0,08	-2,16	3,65	-5,78	12,45	61,79	-15,13	4,80	13,87
Polska – szeroki rynek	WIG	67283,22	%	8,02	14,80	17,09	25,59	20,25	50,36	-17,08	21,52	-1,40
Polska – duże spółki	WIG20	2060,38	%	8,76	17,16	14,98	21,49	-3,52	-8,25	-20,95	14,26	-7,73
Polska – średnie spółki	mWIG40	4852,03	%	6,64	7,73	16,79	19,23	14,98	74,73	-21,49	33,07	1,75
Polska – małe spółki	sWIG80	21701,30	%	3,38	7,18	24,03	25,55	71,02	85,22	-12,76	24,60	33,64

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Prognozy makroekonomiczne												
WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 kw.)						
2023	2024		2023	2024		2023	2024		2023	2024		
Polska	0,9	2,8	Polska	12,5	6,4	USDPLN	4,08	4,05				
Stany Zjednoczone	1,3	0,7	Stany Zjednoczone	4,1	2,6	EURPLN	4,60	4,58				
Strefa Euro	0,6	1,0	Strefa Euro	5,4	2,5	CHFPLN	4,65	4,45				
Chiny	5,0	5,2	Chiny	1,2	2,2	GBPPLN	5,23	5,20				
Kraje rozwijające się	4,3	4,2	Kraje rozwijające się	5,9	4,9							
Kraje rozwinięte	1,1	1,1	Kraje rozwinięte	5,5	3,1							

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2023 r.

Słowniczek

Cykl koniunkturalny – zmiany ogólnego poziomu aktywności gospodarczej (stanu gospodarki) zachodzące w miarę systematycznie w długim okresie obserwacji. Na cykl koniunkturalny składają się z reguły cztery kolejne fazy: ożywienie, boom, spowolnienie, recesja.

EPS – (ang. *earnings per share*) – jeden z bardziej popularnych wskaźników stosowanych przy analizie notowanych na giełdzie spółek, określający udział zysku przypadającego na jedną akcję. Jest on liczony jako podzielenie zysku netto danego okresu przez liczbę wyemitowanych akcji.

ISM oraz **PMI** – ISM to wskaźnik wyprzedzający obrazujący aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych. Jest on ogłaszany przez amerykański Institute for Supply Management. Jego europejski odpowiednik nosi nazwę PMI. Jak interpretować jego wartość? Wartość wskaźnika powyżej 50 oznacza rozwój gospodarczy, natomiast wartość poniżej 50 oznacza dekoniunkturę gospodarczą.

Inflacja bazowa – miara wzrostu cen prezentująca kształtowanie się inflacji po wyłączeniu zmian uznawanych za pozostające poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Najpopularniejsze wyłączenie obejmuje ceny żywności i energii.

Inflacja CPI (CPI ang. *consumer price index*) – to najpopularniejszy wskaźnik inflacji i deflacji – pokazujący zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, obliczany na podstawie średniej ważonej cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe.

Kontrakty FRA – instrument pochodny, którego przedmiotem jest umowa pomiędzy dwoma kontrahentami (np. między klientem korporacyjnym a bankiem), w ramach której ustalają oni wysokość stopy procentowej, która będzie obowiązywała w przyszłości dla danej kwoty (np. depozytu, kredytu) wyrażonej w walucie transakcji dla z góry określonego okresu. Kontrakty FRA oznaczane są w następujący sposób:

„FRA NxM”

N – różnica pomiędzy datą zawarcia kontraktu a datą jego rozpoczęcia (w miesiącach),

M – różnica pomiędzy datą rozpoczęcia kontraktu a datą jego wygaśnięcia (w miesiącach),

Przykład: kontrakty FRA 3x6 oznacza WIBOR 3M za trzy miesiące.

PKB (Produkt krajowy brutto) – przedstawia sumę wartości dóbr i usług finalnych wytworzonych na terenie danego państwa w określonej jednostce czasu (najczęściej w ciągu roku). Wzrost realnego produktu krajowego brutto stanowi miarę wzrostu gospodarczego.

Obligacje high yield (obligacje wysokodochodowe) – potocznie o korporacyjnych dłużnych papierach wartościowych, które przynoszą wyższe oprocentowanie, ponieważ mają niższy rating kredytowy (poziom spekulacyjny) niż obligacje o ratingu inwestycyjnym.

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

Presja inflacyjna – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może on wynikać np. ze wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych, to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

Rating obligacji – ocena wiarygodności kredytowej będącej miarą ryzyka związanego z inwestycją w papiery dłużne emitenta. Rating nadawany jest przez agencję ratingową na podstawie oceny ryzyka ekonomicznego, politycznego i społecznego. Głównymi agencjami ratingowymi są: Fitch, Moody's i S&P.

	Rating
Rating inwestycyjny	AAA
	AA+
	AA
	AA-
	A+
	A
	A-
	BBB+
	BBB
	BBB-
Rating nieinwestycyjny	BB+
	BB
	BB-
	B+
	B
	B-
	CCC
	CC
	C
	D
Emitent w upadłości	D

Źródło: Bloomberg, rating S&P

Sektory cykliczne – definiowane są jako te, które podążają za trendami w całej gospodarce. W konsekwencji sprawia to, że ceny akcji wchodzących w nie spółek są wrażliwe na zmiany tempa aktywności gospodarczej. Sektory cykliczne to np. samochodowy, lotniczy, hotelarski, reklamowy.

Senior non-preferred – klasyfikacja dotyczy stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym. W przypadku upadłości instytucji kredytowej (np. banku), wierzytelności wynikające z emisji papierów dłużnych mogą być klasyfikowane jako wierzytelności „nadrzędne” (tzw. senior preferred debt) albo jako wierzytelności „podrzędne” (tzw. senior non-preferred debt), przy czym te ostatnie będą miały niższy stopień uprzywilejowania niż te pierwsze.

Spread kredytowy – w uproszczeniu spread kredytowy jest interpretowany jako różnica rentowności pomiędzy wskazanym instrumentem dłużnym, a instrumentem nieobciążonym ryzykiem (co ważne, o podobnym terminie zapadalności). Na rynku obligacji eurowych za instrument nieobciążony ryzykiem (wolny od ryzyka) uznawana jest np. niemiecka obligacja skarbową, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska.

Spirala płacowa (płacowo-cenowa) – wzrost cen wymuszony przez podwyżki płac, które z kolei były umotywowane podwyżkami cen.

Wskaźnik cena/wartość księgowa (z ang. P/BV) – wskaźnik informujący o bieżącej wycenie przez rynek wartości księgowej, czyli różnicy pomiędzy aktywami bilansowymi a zobowiązaniami ogółem, danej spółki giełdowej. W największym skrócie wskaźnik informuje inwestorów, ile trzeba obecnie zapłacić na giełdzie za majątek firmy. Jeżeli P/BV spółki A wynosi 0,80 znaczy to, że jedną złotówkę jej majątku można kupić za 80 groszy.

Wskaźnik cena/zysk (z ang. P/E) – jeden z najpopularniejszych wskaźników oceny atrakcyjności akcji spółki. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.



Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej.

Inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa funduszu/subfunduszu, a nie aktywów, w które inwestuje fundusz/subfundusz, gdyż te są własnością funduszu/subfunduszu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego.

Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku.

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

UWAGA! Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz mogących ulec zmianie obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu. Historyczne wyniki inwestycyjne nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. .

Jest to materiał reklamowy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy zapoznać się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekaotfi.pl. Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl.

Informacje na temat połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy i subfunduszy znajdują się na www.pekaotfi.pl.

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

Data sporządzenia komentarza: 22.06.2023 r.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

TFI ROKU

PRESTIŻOWA NAGRODA DLA PEKAO TFI



Statuetka „Byki i Niedźwiedzie”

Pekao TFI zostało uhonorowane prestiżową nagrodą „Byki i Niedźwiedzie” w kategorii „TFI roku” przyznaną przez Gazetę Giełdy i Inwestorów „Parkiet” za 2022 r.

www.pekaotfi.pl | 801 641 641 lub (+48) 22 640 40 40*

(opłata wg cennika operatora)

*dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych

Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej ani doradztwa podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. **Jest to materiał reklamowy.** Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 02-674 Warszawa, ul. Marynarska 15, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 52111 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.



Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Marynarska 15
02-674 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych