



# Perspektywy rynkowe

Komentarz rynkowy  
na rok 2020

Data sporządzenia: 10 grudnia 2019 r.



**Pekao TFI**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

## Wprowadzenie

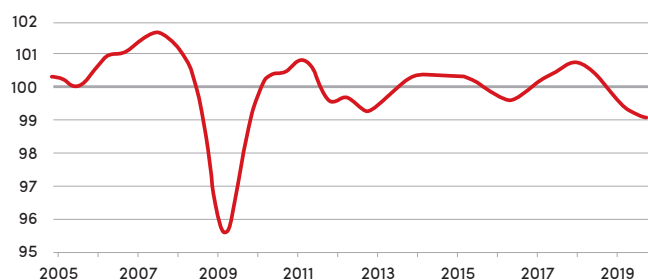


### Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu  
odpowiedzialny za Pion  
Zarządzania Aktywami

W nowy 2020 rok inwestorzy wchodzą w znacznie lepszych nastrojach niż rok temu. Taki optymizm ma swoje uzasadnienie, gdyż sytuacja w ostatnich 12 miesiącach wyraźnie się poprawiła. Działania podjęte przez główne banki centralne na świecie w minionym roku błyskawicznie przełożyły się na poprawę koniunktury rynkowej. I to pomimo niesprzyjających jeszcze fundamentów gospodarczych. Dodatkowo, biorąc pod uwagę nadchodzące w przyszłym roku wybory prezydenckie w USA oraz skomplikowaną sytuację gospodarki chińskiej (zmiana modelu rozwoju gospodarczego z napędzanego inwestycjami na oparty na konsumpcji), rozmowy handlowe pomiędzy USA a Chinami dają nadzieję na długo oczekiwane zawieszenie broni. Także inne czarne scenariusze, które jeszcze niedawno spędzały sen z powiek inwestorom, takie jak np. Brexit bez podpisanej umowy, nie wydają się być obecnie zbyt prawdopodobne. Wreszcie światowa gospodarka, po kilkunastu miesiącach stałego spowalniania, wykazuje oznaki stabilizacji, a w niektórych obszarach nawet poprawy. Wskaźnik OECD Total Composite Leading Indicator znajduje się wprawdzie na poziomach najniższych od 2009 r., ale widoczne są oznaki jego stabilizacji.

OECD Total Composite Leading Indicator

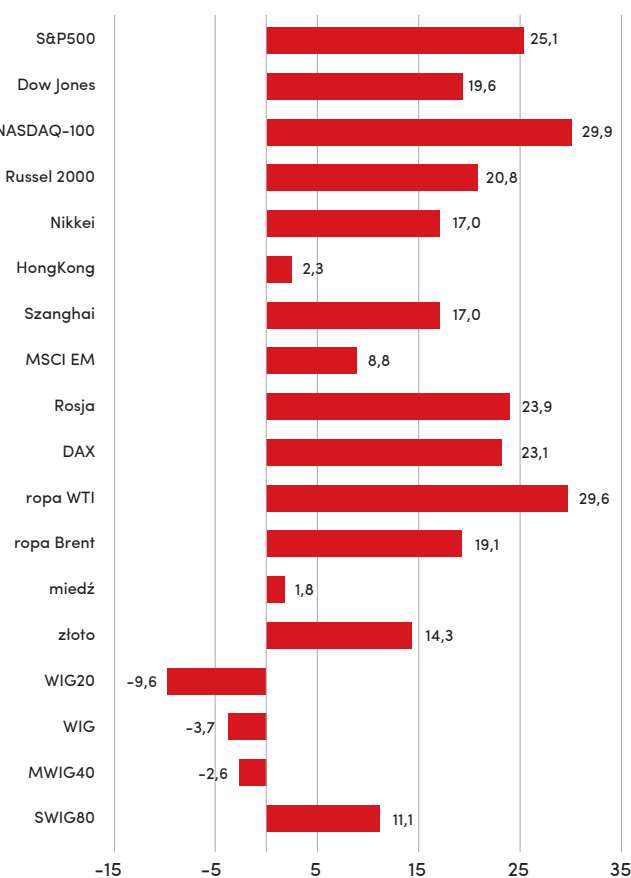


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

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.

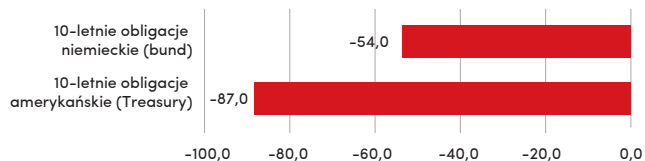
Takie otoczenie jest zazwyczaj korzystne dla inwestorów i spodziewamy się, że tym razem nie będzie inaczej. Punkt wejścia w rynek dla większości klas aktywów jest jednak znacznie mniej korzystny niż rok temu. W naszej ocenie wyceny na większości rynków są stosunkowo wysokie, a w niektórych przypadkach ekstremalne (ujemne rentowności na rynkach obligacji). Rozkręcająca się z każdym miesiącem stymulacja monetarna na świecie oraz splot korzystnych wydarzeń ograniczających ryzyka dla rynków finansowych sprawiły, iż rynki bardzo agresywnie zdyskontowały nadchodzącą poprawę (wykres poniżej).

Zmiany głównych indeksów giełdowych i cen surowców (%) w okresie 31.12.2018 - 16.12.2019



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

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



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Bardzo mocny 2019 rok oraz fakt, iż rynki zdyskontowały już optymistyczny scenariusz, bardzo wysoko zawiesza

poprzeczkę dla inwestorów na 2020 rok. Sprawia też, że stopy zwrotu osiągnięte w nadchodzącym roku będą najprawdopodobniej znacznie niższe niż w minionym. Co prawda ryzyka zostały w dużej mierze ograniczone, jednakże uwzględnienie tego stanu rzeczy przez rynki w wycenach sprawia, że wszelkie wydarzenia, podważające obowiązujący obecnie optymistyczny konsensus inwestorów, mogą powodować gwałtowne korekty. Pomimo to, zakładamy jednocyfrowe dodatnie wzrosty dla większości klas aktywów, preferując jednak bardzo selektywne podejście i relatywne pozycjonowanie w ramach danych klas aktywów.

## Makroekonomia, banki centralne i rynek długu



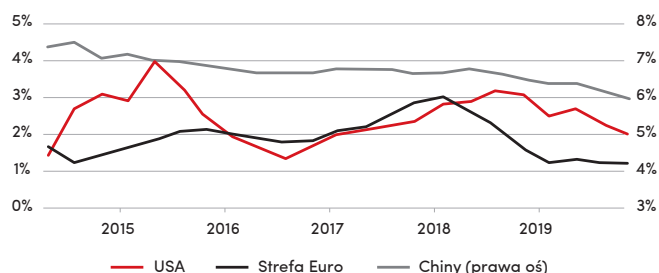
**Radosław Cholewiński, CFA**

Z-ca Dyrektora Zespołu  
Zarządzania Instrumentami  
Dłużnymi, Zarządzający portfelem

### Gospodarka globalna

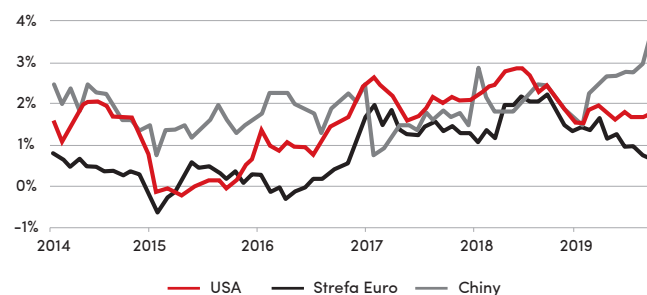
Mijający rok charakteryzował się dalszym spowolnieniem wzrostu gospodarczego w głównych gospodarkach, czemu towarzyszyło wyraźne wyhamowanie inflacji (wyjątkiem są tu Chiny). Okoliczności te skłoniły Rezerwę Federalną (Fed) w USA do obniżek stóp procentowych łącznie o 75 punktów bazowych (pb.), a Europejski Bank Centralny (ECB) do wznowienia programu luzowania ilościowego.

#### Dynamika PKB



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

#### Inflacja CPI

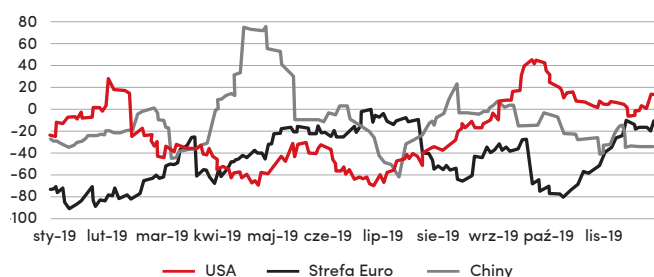


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

W IV kwartale 2019 r. pojawiły się jednak symptomy stabilizacji koniunktury w gospodarce światowej. Spadek wskaźników koniunktury wyraźnie wyhamował, a w przypadku niektórych krajów i sektorów gospodarki wskaźniki koniunktury zaczęły notować wręcz wzrosty. Jednocześnie tzw. indeksy zaskoczeń, mierzące w sposób syntetyczny różnicę między publikowanymi danymi makroekonomicznymi a oczekiwaniami analityków, odnotowały istotną poprawę.

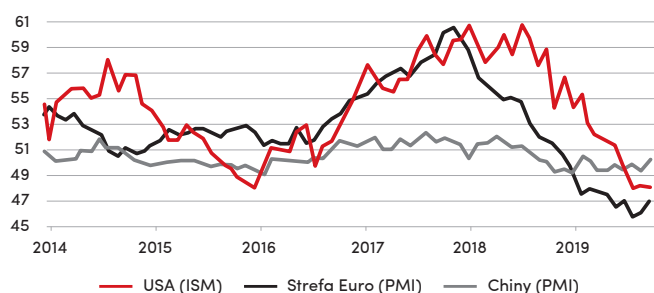
Oznacza to, że dane przestały negatywnie zaskakiwać i pogorszenie koniunktury zostało już przynajmniej częściowo odzwierciedlone w prognozach analityków. Prognozy te na tle tegorocznych wyników głównych gospodarek wydają się w istocie dość zachowawcze: konsensus oczekiwań analityków ankietowanych przez serwis Bloomberg zakłada wzrost PKB w USA w 2020 r. o 1,8%, a w strefie euro o 1,0%. Tymczasem średnie tempo wzrostu PKB w pierwszych trzech kwartałach 2019 r. kształtowało się na poziomie odpowiednio 2,4% r/r w USA i 1,2% w strefie euro.

**Indeksy zaskoczeń**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

**Wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu**

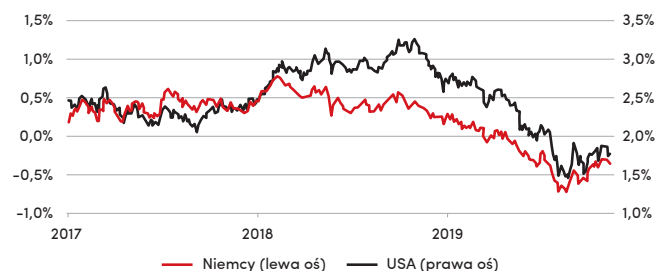


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Ogłoszenie punktu zwrotnego, po jednej czy dwóch seriach lepszych danych, jest obarczone bardzo dużym ryzykiem. Przesłanki, że w 2020 r. koniunktura w gospodarce światowej ulegnie poprawie, wydają się jednak mieć solidne podstawy. Oprócz wspomnianych wskaźników koniunktury i indeksów zaskoczeń wskazać można na co najmniej kilka czynników. Po pierwsze, w 2019 r. doszło do istotnego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed i ECB. Znalazło to odzwierciedlenie w bezprecedensowym spadku rentowności obligacji skarbowych, odpowiednio po ok. 100 pb. dla USA i Niemiec licząc od tegorocznych szczytów

do końca listopada. Z pewnym opóźnieniem (mowa o 4-6 kwartałach) powinno to przełożyć się na odbicie wzrostu gospodarczego. Po drugie, analiza cykli koniunkturalnych i długości trwania obecnego spowolnienia (przynajmniej od początku 2018 r.) sugeruje, że przełom 2019 i 2020 r. powinien wyznaczyć dołek aktywności gospodarczej.

**Rentowność obligacji 10-letnich**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

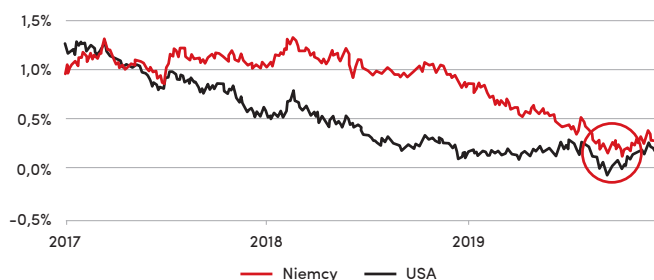
Głównymi czynnikami ryzyka dla nakreślonego tu scenariusza odbicia wzrostu w gospodarce pozostają konflikty handlowe i tzw. twardy Brexit. Ich materializacja skutkowałaby prawdopodobnie dalszym spowolnieniem wzrostu gospodarczego i skutecznie oddalałaby perspektywę jego odbicia. Wówczas należałoby spodziewać się dalszej reakcji ze strony głównych banków centralnych.

Jeśli jednak powyższe czynniki ryzyka nie zaskoczą odbicia wzrostu w 2020 r., wówczas banki centralne USA i strefy euro będą mogły skupić się na obserwacji napływających danych, nie zmieniając w tym czasie parametrów polityki monetarnej. Jest też prawdopodobne, że dyskusja wokół stymulacji wzrostu gospodarczego w strefie euro przesunie się w kierunku działań fiskalnych (przede wszystkim zwiększenia wydatków publicznych). Rolą ECB przestałoby być wówczas projektowanie dalszych niestandardowych działań w zakresie polityki monetarnej, a stałoby się zapewnienie, aby poziom stóp procentowych w strefie euro pozostał niski.

Brak zmian stóp procentowych przez główne banki centralne, w połączeniu z perspektywą stabilizacji, a następnie odbicia koniunktury gospodarczej, sugeruje, że w naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla rynku obligacji skarbowych w USA i w Niemczech jest trend boczny (większość wzrostów i spadków zatrzymuje się na podobnym poziomie) z ryzykiem bardziej (niewielkiego) wzrostu stóp procentowych niż ich spadku.

W przeciwieństwie do 2019 r., 2020 nie będzie zatem rokiem jednego kierunku na rynku długu i w miarę zbliżania się do punktu zwrotnego w realnej gospodarce może mu towarzyszyć spora zmienność. Można też zakładać, że zapoczątkowane w IV kw. 2019 r. tzw. „stromienie krzywych dochodowości” (słowniczek str. 16) na rynkach bazowych będzie kontynuowane, jeśli tylko oczekiwania na ożywienie gospodarcze utrwalią się.

**Spread obligacji 10Y-2Y**

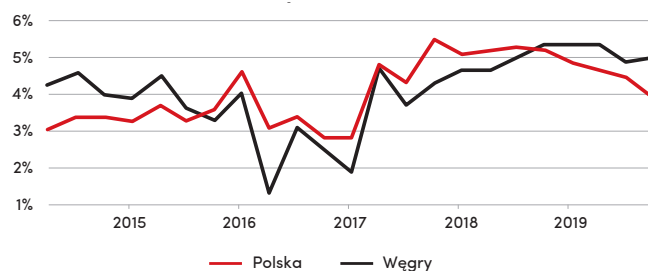


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

## Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej

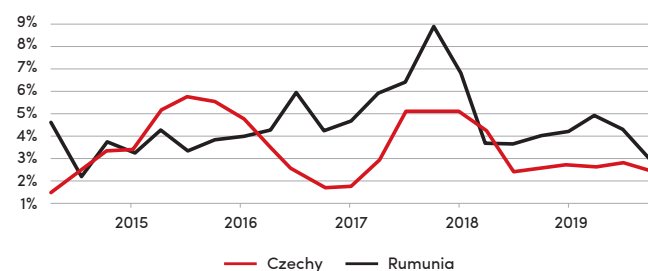
Spowolnienie gospodarcze, które w Europie Zachodniej trwa od 2018 r., dopiero w ostatnich miesiącach 2019 r. zaczęło przekładać się na koniunkturę w regionie państw Europy Środkowo-Wschodniej. Występuje przy tym istotne zróżnicowanie między poszczególnymi krajami: w najsilniej powiązanych z gospodarką niemiecką Czechach gospodarka wyhamowała najszybciej, w dość szybkim tempie hamuje też gospodarka Rumunii, z kolei relatywnie silna pozostaje gospodarka Węgier, gdzie wciąż działa impuls fiskalny (obniżki podatków), a polityka pieniężna jest silnie ekspansywna. Polska sytuuje się pośrodku; tempo wzrostu PKB spowolniło do 3,9% r/r w III kw. 2019 r., a negatywne impulsy płynące z eksportu były równoważone przez silny popyt wewnętrzny. We wszystkich krajach regionu inflacja pozostawała natomiast na relatywnie wysokim poziomie; w Polsce, Czechach i na Węgrzech nawet wzrosła w porównaniu z 2018 r. W tej sytuacji banki centralne Polski, Węgier i Rumunii nie zmieniły stóp procentowych. Natomiast bank centralny Czech podniósł na początku 2019 r. stopy o 25 pb. ze względu na utrzymujący się silny wzrost płac i ryzyko utrwalenia się wysokich oczekiwań inflacyjnych.

**Dynamika PKB**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

**Dynamika PKB**



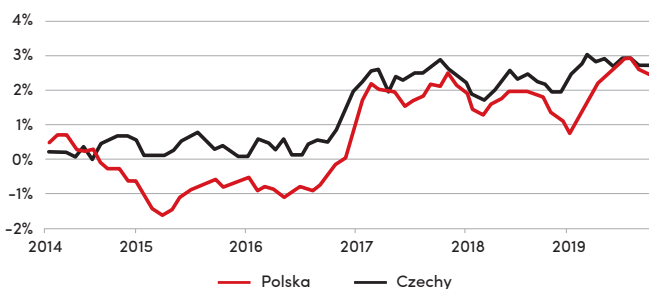
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Jeśli w 2020 r. koniunktura w gospodarce światowej poprawi się, będzie to prawdopodobnie najbardziej sprzyjać gospodarce Czech, ze względu na jej silnie proeksportowy profil powiązany z cyklem koniunkturalnym gospodarki niemieckiej. W pozostałych krajach regionu stopniowe wygasanie dotychczasowej stymulacji fiskalnej może oddziaływać w kierunku wolniejszego tempa wzrostu PKB. W Polsce problemem pozostaje też niska dynamika inwestycji, która wyraźnie uwydatniła się już w 2019 r., czemu sprzyjały cykl wydatkowania środków unijnych oraz ograniczenie wydatków inwestycyjnych przez samorządy. Utrzymanie się tych tendencji może oznaczać, że w kolejnych kwartałach 2020 r. tempo wzrostu PKB w Polsce będzie się stopniowo poprawiać w ślad za lepszą koniunkturą w Europie Zachodniej, jednak powrót do rocznych dynamik rzędu 5% notowanych w latach 2017-2018 nie nastąpi szybko.

Wolniejszemu wzrostowi gospodarczemu w Europie Środkowo-Wschodniej na przełomie 2019 i 2020 r. będzie towarzyszyć, co dość nietypowe, dalszy wzrost inflacji, z uwagi na silne efekty bazowe z ubiegłego roku (załamanie cen na rynkach surowcowych) oraz wciąż napiętą sytuację na rynku pracy w regionie. Jest jednak mało prawdopodobne, że ten wzrost inflacji spowoduje reakcję

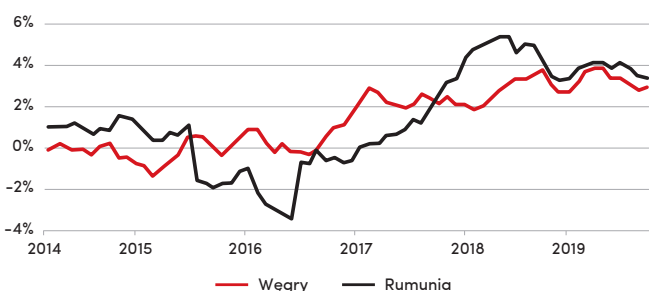
ze strony banków centralnych ze względu na jego częściowo statystyczną naturę i oczekiwanie, że wcześniejsze spowolnienie gospodarcze spowoduje obniżenie inflacji w dalszej części 2020 r. Z tego powodu w krajach regionu, w tym w Polsce, można zakładać stabilizację stóp procentowych.

**Inflacja CPI**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

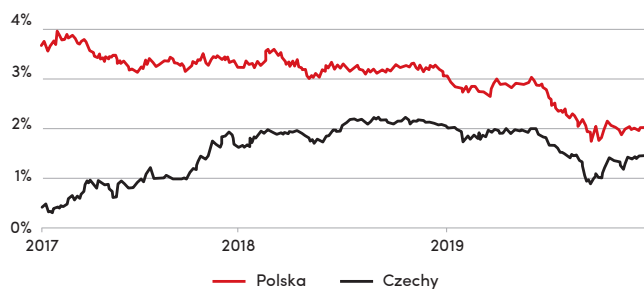
**Inflacja CPI**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Z punktu widzenia rynku długu oznacza to, podobnie jak na rynkach bazowych, że rentowności utrzymają się w trendzie bocznym, któremu może towarzyszyć pewna zmienność. Kluczowa będzie tu sekwencja zdarzeń i ich globalny kontekst. Jeśli wzrost inflacji w Polsce czy innych krajach regionu nastąpi po tym, jak w gospodarce światowej zacznie się już ożywienie, może on spowodować przejściowy wzrost rentowności. Jeśli jednak odbicie w gospodarce światowej nastąpi w dalszej części 2020 r., to wyższa inflacja w Europie Środkowo-Wschodniej będzie traktowana przez uczestników rynku jako zjawisko przejściowe, a większa waga będzie przykładana do lokalnych danych o wzroście gospodarczym.

**Rentowność obligacji 10-letnich**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

**Rentowność obligacji 10-letnich**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Nakreślony tu scenariusz oznacza, że stopy zwrotu z instrumentów dłużnych będą w 2020 r. w większym stopniu determinowane przez ich poziom rentowności niż przez same zmiany rentowności. Jest to zgoła odmienna sytuacja niż w 2019 r., gdzie wysokie stopy zwrotu z obligacji wynikały przede wszystkim ze spadku rentowności. Inwestorzy powinni więc przykładać dużą wagę do poziomu rentowności instrumentów w portfelu.

W zmiennym otoczeniu, bez wyraźnego trendu, kluczowe wydaje się też elastyczne reagowanie na zmiany rynkowe i aktywne podejście do zarządzania ryzykiem stopy procentowej.

## Globalne obligacje korporacyjne

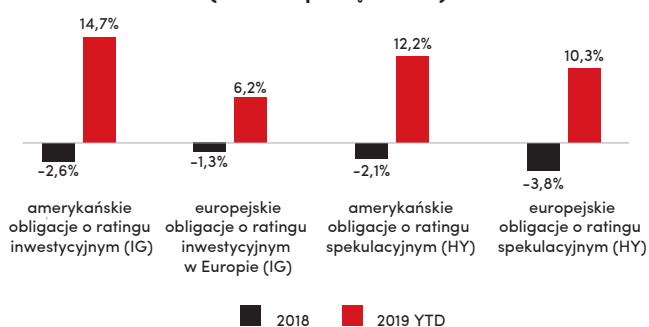


**Karol Ciuk, CFA, CAIA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Strategiami Globalnymi,  
Zarządzający portfelem

Rok 2019 okazał się być bardzo sprzyjający dla globalnych obligacji korporacyjnych, zarówno tych o ratingu inwestycyjnym (tzw. investment grade), jak i spekulacyjnym (high yield). Główne indeksy reprezentujące te grupy instrumentów dłużnych od początku stycznia do końca listopada 2019 zyskiwały w tempie dwucyfrowym, co dość dobrze wpisywało się w szerszy pozytywny trend panujący także na rynkach ryzykownych aktywów (akcje) i bezpieczniejszych (obligacje skarbowe). Z tej perspektywy, podobnie jak przy innych klasach aktywów, możemy stwierdzić, że mało prawdopodobne jest powtórzenie równie dobrych wyników w 2020 roku. Nie oznacza to jednak, że okres wzrostów jest za nami, choć uważamy, że ich dynamika nie będzie już tak imponująca i szeroka, a selekcja spośród różnych segmentów obligacji korporacyjnych może okazać się bardzo istotna.

**Stopy zwrotu globalnych obligacji korporacyjnych w 2018 i 2019 r. (YTD - od początku roku)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, indeksy Bloomberg Barclays na 6 grudnia 2019 r. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Rok 2019 był wyjątkowo udany dla obligacji o ratingu inwestycyjnym (tzw. investment grade). Stopy zwrotu (na 6 grudnia 2019) sięgnęły 14,7% od początku roku dla amerykańskich obligacji o ratingu inwestycyjnym. Podobnie w dwucyfrowym tempie zyskiwały obligacje o ratingu spekulacyjnym (tzw. high yield), które w Europie zyskały 10,3%, a w USA 12,2%. Na tym tle nieco słabiej wypadły europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym zyskując w opisywanym okresie 6,2%. Analizując stopy zwrotu dla europejskich aktywów warto jednak zwrócić uwagę na dodatkowy zysk wynikający z hedgingu (zabezpieczenia kursu) waluty. Gdybyśmy w 2019 r. zabezpieczyli kurs euro do amerykańskiego dolara, wynik byłby ok. 2,5 - 3 pkt procentowe wyższy (w przypadku obligacji europejskich).

Udany rok 2019 to z jednej strony efekt spadku rentowności obligacji skarbowych (Tabela 1, str. 8) w odpowiedzi na „gołębnie” podejście banków centralnych (FED i EBC), co stanowiło istotne wsparcie dla wycen papierów korporacyjnych, a z drugiej spadku spread’ów kredytowych, czyli w dużym uproszczeniu zmniejszenia różnicy w oprocentowaniu w odniesieniu do papierów skarbowych, w wyniku ograniczenia obaw o wejście globalnej gospodarki w recesję (także dzięki wsparciu ze strony banków centralnych) i w związku z tym niższemu prognozowanemu współczynnikowi bankructw (z ang. tzw. default rate) na kolejne lata.

Spread’y kredytowe, które odzwierciedlają poziom ryzyka inwestycji w obligacje korporacyjne, po spadku w 2019 roku są niskie, w relacji do historycznych średnich dla obligacji o ratingu inwestycyjnym (Tabela 2 na str. 8 wskazuje średnie spread’y za ostatnie 3 lata i obecne poziomy)

Wynika to z większej chęci inwestorów do akumulacji długu wyższej jakości (np. obligacje najbardziej wiarygodnych emitentów) w 2019 roku. W związku ze wsparciem ze strony europejskiego banku centralnego i wznowieniem programu QE, które obejmuje także zakup obligacji korporacyjnych (CSPP - Corporate Sector Purchase Programme), ten segment rynku w Europie ma według nas nieco większy potencjał niż obligacje o ratingu inwestycyjnym w Stanach Zjednoczonych. Z drugiej strony, po bardzo dobrym roku, wyceny długu o ratingu inwestycyjnym są wysokie, a na tym tle nieco lepiej prezentuje się segment obligacji o ratingu spekulacyjnym (high yield). W tym przypadku spread'y kredytowe są blisko historycznych średnich wskazując, że wyceny są bliskie neutralnym poziomom (w przypadku długu o ratingu inwestycyjnym spread'y są powyżej średniej). Stabilizacja sytuacji makroekonomicznej i utrzymanie gołębiego nastawienia banków centralnych w naszej ocenie

wpłyne pozytywnie na segment obligacji high yield i ich potencjał wzrostu wynikający z wysokiej rentowności, która uwzględniając koszty hedgingu do złotego, przekracza 5 punktów procentowych w Europie i Stanach Zjednoczonych.

Podsumowując, przed nami nieco bardziej wymagający rok, choć wciąż z potencjałem do wzrostów. Na horyzoncie cały czas są ryzyka, jak wybory prezydenckie w USA, napięcia handlowe między USA i Chinami oraz ewentualny powrót obaw o wzrost gospodarczy. Niemniej oczekujemy wsparcia ze strony banków centralnych lub - w razie potrzeby - impulsu fiskalnego, a w związku z tym odsunięcia w czasie ryzyka recesji, co powinno stanowić wsparcie dla inwestycji w obligacje korporacyjne. W zależności od ratingu kredytowego i kraju, stopy zwrotu będą jednak znacznie bardziej zróżnicowane niż w 2019 roku.

Tabela 1. Rentowności wybranych obligacji korporacyjnych i skarbowych w USA i Europie

Rentowność	poziom indeksu	zmiana od 2018-12-31	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	× średnia 3 lata	× poziomy indeksu	Przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTW)	2,87%	-1,33%	3,52%	3,39%	2,77%	×	×	2,77% - 4,37%	4,37%
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTW)	0,52%	-0,78%	0,84%	0,86%	0,23%	×	×	0,23% - 1,41%	1,41%
amerykańskie obligacje high yield (YTW)	5,58%	-2,37%	6,08%	6,02%	5,31%	×	×	5,31% - 8,12%	8,12%
europejskie obligacje high (YTW)	3,39%	-1,57%	3,59%	3,60%	2,68%	×	×	2,68% - 5,14%	5,14%
2-letnie obligacje skarbowe USA (rentowność)	1,59%	-0,90%	1,95%	1,86%	1,09%	×	×	1,09% - 2,96%	2,96%
10-letnie obligacje skarbowe USA (rentowność)	1,79%	-0,89%	2,47%	2,45%	1,46%	×	×	1,46% - 3,24%	3,24%
2-letnie niemieckie obligacje skarbowe (rentowność)	-0,63%	-0,02%	-0,66%	-0,64%	-0,95%	×	×	-0,95% - -0,49%	-0,49%
10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (rentowność)	-0,31%	-0,55%	0,22%	0,34%	-0,71%	×	×	-0,71% - 0,77%	0,77%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg indeksów Bloomberg Barclays na 6 grudnia 2019 r. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Tabela 2. Poziomy spread'y kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie

Spread kredytowy (punkty bazowe) - OAS	poziom indeksu	zmiana od 2018-12-31	średnia 3 lata	mediana 3 lata	minimum 3 lata	× średnia 3 lata	× poziomy indeksu	Przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym	103	-50	113	113	85	×	×	85 - 157	157
amerykańskie obligacje high yield	372	-154	370	367	303	×	×	303 - 537	537
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym	101	-50	110	111	73	×	×	73 - 162	162
europejskie obligacje high yield	327	-168	336	342	219	×	×	219 - 514	514

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg indeksów Bloomberg Barclays na 6 grudnia 2019 r. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.



## Globalne rynki akcji



**Jacek Babiński, CFA**

Wiceprezes Zarządu  
odpowiedzialny za Pion  
Zarządzania Aktywami



**Andrzej Kubacki, CFA**

Dyrektor Zespołu  
Zarządzania  
Akcjami

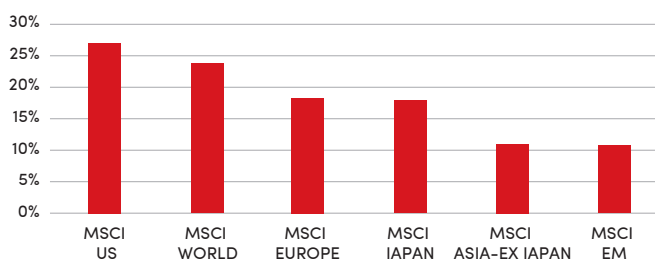


**Piotr Stopiński, CFA**

Z-ca Dyrektora  
Zespołu Zarządzania  
Akcjami

Rok 2019 był dobrym rokiem dla inwestorów na globalnych rynkach akcji. Większość giełd najprawdopodobniej zamknie rok z dwucyfrową stopą zwrotu. Od początku roku najlepsze stopy zwrotu osiągnęły indeksy akcji rynków rozwiniętych (co najlepiej widać po zachowaniu indeksu MSCI World), w szczególności - akcje amerykańskie. Giełda amerykańska od lat pozostaje liderem hossy, dzięki strukturze spółek, w której dominują firmy technologiczne, ale też biznesy defensywne, korzystające na spadku stóp procentowych i relatywnie mniej ekspozowane na globalny handel. Pozostałe rynki rozwinięte również odnotowały dobre wyniki, jednak z racji swojej kompozycji (ekspozycja na globalny handel oraz spółki cykliczne w przypadku rynków europejskich i Japonii) zachowywały się wyraźnie słabiej od lidera.

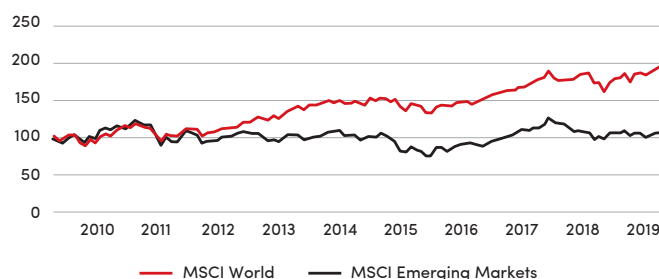
**Stopy zwrotu w USD dla głównych indeksów**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (dane na 05.12.2019). Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Rynki rozwijające się zaczęły rok podobnie jak rozwinięte. W miarę upływu czasu jednak zdecydowanie mocniej odczuły spowolnienie chińskiej gospodarki oraz powiązaną z tym niepewność, potęgowaną przez przeciągającą się „wojnę handlową” pomiędzy USA a Chinami. W drugiej połowie roku rynki rozwijające się pozostawały w trendzie bocznym, podczas gdy rynki rozwinięte powróciły do wzrostów. Kolejny wykres obrazuje, jak ich słabsze zachowanie się względem rynków rozwiniętych, wpisuje się w trend trwający od 2011 r.

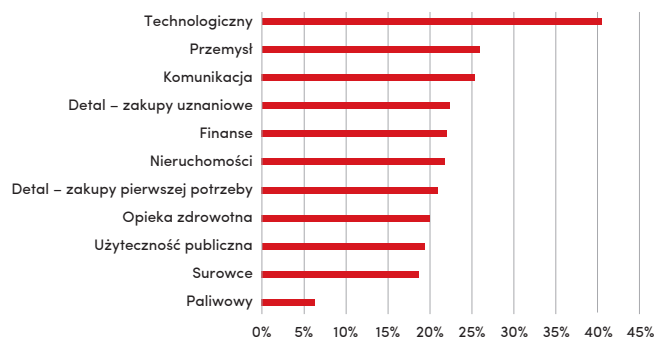
**Porównanie indeksu MSCI World do indeksu MSCI Emerging Markets**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (dane na 05.12.2019). Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

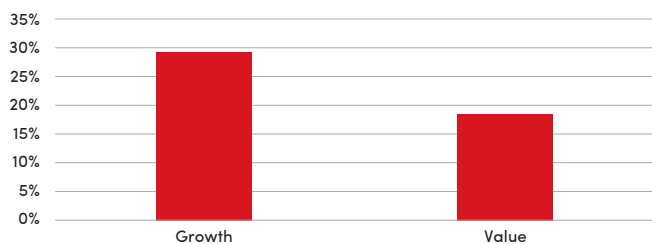
Wśród globalnych sektorów najwyższą stopę zwrotu osiągnął sektor technologiczny, a najniższą sektor energetyczny. Co ciekawe, nie było sektora z ujemną stopą zwrotu. Jednocześnie, po raz kolejny w tym cyklu, spółki wzrostowe były lepsze od spółek typu „value” (słowniczek str. 16), choć tutaj zaważyła pierwsza połowa roku, bo już jesienią szala zaczęła się przechylać na korzyść „value”.

**Stopy zwrotu spółek w ujęciu sektorowym**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (dane na 05.12.2019). Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

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



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (dane na 05.12.2019). Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Poniżej bieżące poziomy wskaźnika cena/zysk dla głównych indeksów giełdowych w porównaniu do 10-letnich średnich. Uwagę zwraca dosyć wysoka wycena indeksu spółek amerykańskich. Rynek europejski i japoński nie jest szczególnie drogi w kontekście długoterminowych średnich. Z podobną sytuacją mamy do czynienia w wypadku rynków rozwijających się, które oferują najbardziej atrakcyjny, w stosunku do reszty indeksów, poziom wyceny, przy nieznacznie lepszym oczekiwanym wzroście zysków. W tym kontekście można odnieść wrażenie, że rynek nie wycenia możliwej poprawy wyników w regionach innych niż USA, co daje pole do pozytywnego zaskoczenia w sytuacji, gdyby poprawa w sektorze wytwórczym miała faktycznie miejsce.

Indeks (wyrażony w USD)	P/E (prognozowana wartość za 12 miesięcy)	10-letnia średnia P/E	Oczekiwany przez analityków wzrost EPS (w ciągu 12 miesięcy)
MSCI WORLD	15,9	13,4	5,0%
MSCI EM	12,2	11,2	5,5%
MSCI US	17,2	15,3	5,0%
MSCI EUROPE	14,1	13,0	3,7%
MSCI JAPAN	13,6	13,6	5,0%
MSCI ASIA-EX JAPAN	13,0	12,9	7,0%
Średnia	14,3	13,2	5,2%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

## Rok 2020 rokiem rotacji

W nowy rok wchodzimy z umiarkowanie optymistycznym nastawieniem. Pomimo dużych wzrostów w 2019 roku oraz dosyć wysokich poziomów wycen, uważamy, że przy poprawiającej się płynności na rynkach finansowych oraz stabilizującej się gospodarce światowej, otoczenie będzie wspierać inwestowanie w akcje. Pozostajemy przy tym dosyć selektywni w wyborze preferowanych przez nas rynków i sektorów przeważając te, które znalazły się w ostatnich dwóch latach pod presją, a których sytuacja fundamentalna obecnie poprawia się. Jednocześnie niedoważamy te rynki, które były liderami i w których pozycjonowanie inwestorów jest relatywnie duże. W naszej ocenie, to właśnie umiejętna rotacja pomiędzy poszczególnymi rynkami i branżami, stanowić będzie klucz do osiągnięcia dobrego wyniku w 2020 r. i przez to będzie to zupełnie inny rok niż 2018 r. (kiedy co do zasady zdecydowana większość inwestycji w akcje przyniosła straty), a także rok 2019 (gdzie zdecydowana większość rynków przyniosła zyski).

W kontekście oczekiwanego przez nas wyhamowania trendu spadających rentowności, z potencjałem do ich niewielkiego wzrostu, logicznym wydaje się nam niedoważenie spółek wzrostowych (zwłaszcza technologicznych, gdzie pozycjonowanie inwestorów wydaje się obecnie nadmierne). Spółki te mocno skorzystały w ostatnich dwóch latach na trendzie spadających stóp procentowych, kosztem spółek z grupy „value”. Analogicznie, w kontekście rynków globalnych, przeważamy sektor finansowy, będący pod presją szybko spadających rentowności, charakteryzujący się przy tym wciąż niskim pozycjonowaniem. Spowalniająca gospodarka światowa wywierała presję na spółki i rynki cykliczne, uzależnione od kondycji sektora przemysłowego i handlu światowego. Poprawiająca się obecnie sytuacja gospodarcza i załagodzenie retoryki uczestników „wojen handlowych”, powinno wspierać w nadchodzącym roku zarówno wyniki spółek z wyżej wymienioną ekspozycją, jak i sentyment inwestorów. W ujęciu geograficznym, wśród naszych preferowanych rynków na 2020 r. znajdują się: Europa Zachodnia, Japonia i Korea Południowa (największa prognozowana poprawa zysków na 2020 r.). Niedoważamy natomiast rynek amerykański - jako defensywny i preferowany w czasach spowolnienia, jest on obecnie wysoko wyceniony i w mniejszym stopniu skorzysta na odwróceniu negatywnych trendów w gospodarce.

Jesteśmy neutralni w stosunku do rynków wschodzących. Zakładamy, iż kurs dolara amerykańskiego (USD) w 2020 r. nie będzie się już umacniał, co będzie wspierać te rynki, a przynajmniej przestanie ciążyć na osiąganych przez nie wynikach finansowych. Oczekujemy również stabilizacji w gospodarce chińskiej oraz w sektorze surowców. Z drugiej strony nie zakładamy, żeby USD miał się mocno osłabić, ani też by nastąpiło gwałtowne przyspieszenie

w gospodarce chińskiej. Mamy przy tym cały czas świadomość rosnącego zadłużenia w gospodarkach wschodzących oraz ich relatywnie małej płynności. Bierzymy również pod uwagę to, gdzie znajdujemy się w obecnym cyklu koniunkturalnym, w związku z czym oczekiwaną przez nas umiarkowaną poprawę w gospodarkach i giełdach światowych wolimy dyskutować

poprzez rynki i sektory krajów rozwiniętych. Oznacza to tyle, że to, co dzieje się na rynkach rozwijających się, pozycjonujemy poprzez firmy z rynków rozwiniętych, które osiągają stosunkowo dużo przychodów i zysków właśnie na rynkach rozwijających się. Do wyjątków należy rynek polski, który od lat znajduje się w stagnacji, a którego fundamenty w 2020 r. poprawiają się na kilku płaszczyznach.

## Akcje polskie



### Andrzej Kubacki, CFA

Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Akcjami



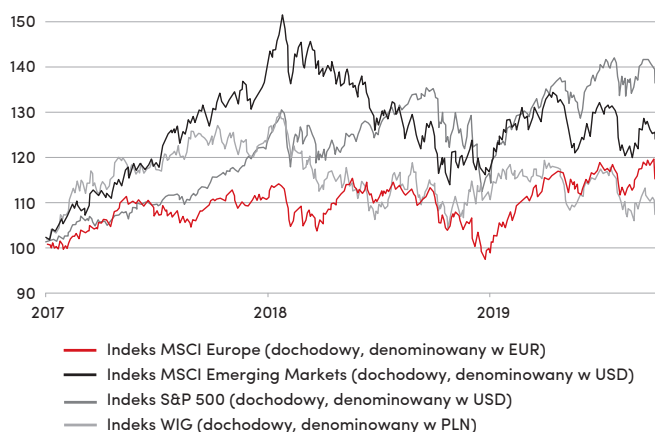
### Piotr Sałata, CFA

Zarządzający portfelem,  
Zespół Zarządzania Akcjami

W ubiegłym roku polska giełda była jednym z najstabszych rynków na świecie. Jest to efektem zarówno szeregu czynników specyficznych dla naszego rynku (np. związanych z reformą OFE) oraz pozycjonowania inwestorów globalnych. Podstawowy indeks polskiej giełdy WIG znajdował się pod presją rosnącego ryzyka dla sektora bankowego, w związku z jego ekspozycją na kredyty denominowane w CHF oraz niepewności odnośnie potencjalnej, przymusowej restrukturyzacji dwóch nierentownych banków. Swoje piętno odbiła także kulminacja odpływów z krajowych funduszy inwestycyjnych (wg naszych szacunków około 4 mld PLN w 2019 roku licząc na koniec listopada) przez co byliśmy zdani na łaskę kapitału zagranicznego, gdzie presję odpływów nasiliły zmiany w składzie indeksu MSCI EM (indeks giełd krajów z rynków wschodzących) dokładając kolejne ponad 2,5 mld PLN podaży akcji.

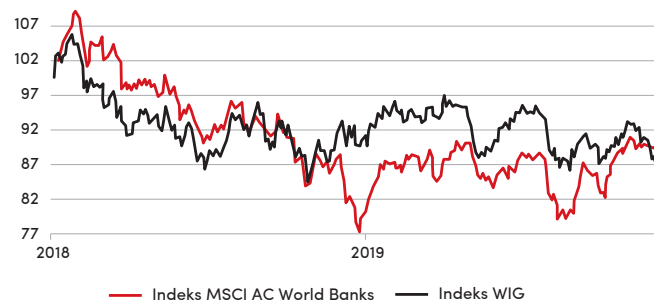
W ostatnich latach zaciera się tradycyjny uproszczony podział indeksów wg regionów. To, co dzisiaj w coraz większym stopniu tłumaczy stopy zwrotu dla poszczególnych rynków, to ich struktura w podziale na sektory. Nie inaczej jest w Polsce. Jak widać na wykresie, indeks WIG, z racji składu, jest silnie skorelowany z globalnym indeksem agregującym banki (MSCI AC World Banks Indeks). W rezultacie, słabość giełdy w Warszawie w ostatnich dwóch latach, to nie tylko kwestia wspomnianych wyżej ryzyk specyficznych, ale również pochodna unikania przez inwestorów zagranicznych sektorów klasyfikowanych jako *value* (w tym między innymi banków) oraz rotacji w kierunku spółek technologicznych, niezależnie od poziomu wycen.

Zmiany indeksów wybranych rynków akcji



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg (dane na 07.10.2019). Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

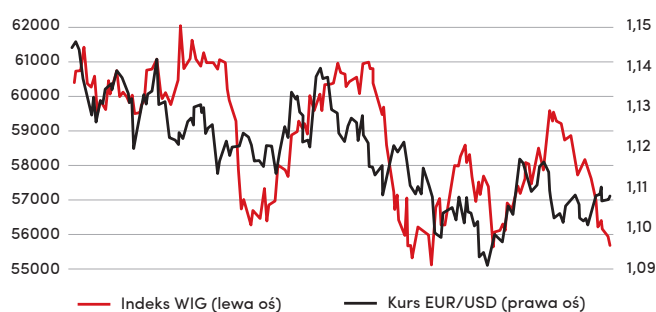
Indeks MSCI AC World Banks w porównaniu do indeksu WIG



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Kolejnym ważnym czynnikiem, tłumaczącym po części stopę zwrotu z indeksu WIG, jest jego silna korelacja z kursem pary walutowej EUR/USD. Silny dolar zwykle odbijał się negatywnie na zachowaniu rodzimego rynku. W 2020 r. oczekujemy stabilizacji lub nawet niewielkiego osłabienia USD względem Euro, co powinno wspierać rynki EM (rynki wschodzące), w tym Polskę.

**Kurs EUR/USD w porównaniu do indeksu WIG**



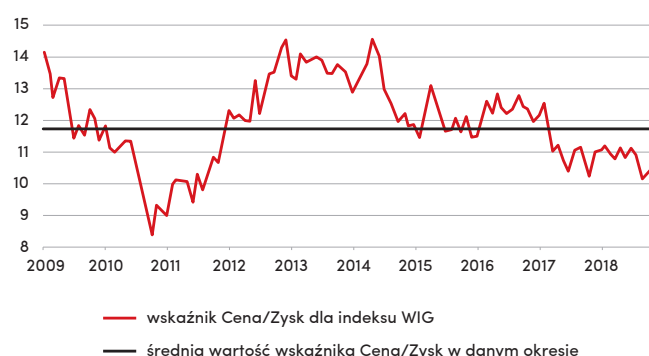
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Dosyć istotną zmianą na GPW w nadchodzącym roku jest wprowadzona już reforma systemu emerytalnego. Nowe środki z Pracowniczych Planów Kapitałowych (w pierwszych latach 2-3 mld PLN napływu w skali roku, według naszych szacunków) powinny pozytywnie wpłynąć zarówno na poziom wycen, jak i aktywności inwestorów na naszym rynku. Co ważne, w związku z tym, że napływ do PPK będzie stały w czasie, a więc niezależny od bieżącej koniunktury na giełdzie, powinien on skutecznie ograniczać potencjał spadku kursów w okresach dekoniunktury. Zwracamy przy tym uwagę na minimalny poziom alokacji w polskie akcje w ramach nowych IKE (powstałych w wyniku przekształcenia OFE). Jeśli bieżący projekt ustawy wejdzie w życie w niezmienionej postaci, powinno się to przełożyć na zakupy polskich akcji o wartości ponad 4 mld PLN w 2020.

Ponadto, od połowy 2019 r. obserwujemy stopniowe hamowanie tempa odpływów aktywów z TFI (co po części może być też efektem bardzo niskiej bazy). Obecnie szacujemy poziom zaangażowania klientów rodzimych TFI w akcje notowane na polskiej giełdzie na około 20 mld PLN, co oznacza niewiele ponad 500 PLN w przeliczeniu na jednego Polaka lub około 1,5% bazy depozytowej. Daje to nadzieję na osłabienie presji podażowej napędzanej umorzeniami funduszy inwestycyjnych lub - w pozytywnym scenariuszu - powrót rodzimego kapitału na parkiet w Warszawie.

Obecnie Polska, dzięki bardzo niskiej wycenie, wyróżnia się zarówno na tle rynków globalnych, jak i historycznej średniej (wykres poniżej). Dodatkowo atrakcyjność rodzimego rynku zwiększa obserwowana od sierpnia 2019 r. rotacja portfeli globalnych inwestorów w kierunku sektorów value, silnie reprezentowanych w indeksie WIG, a zwłaszcza w indeksie WIG20.

**Wskaźnik Cena/Zysk dla indeksu WIG**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość.

Podsumowując, oczekujemy, że ww. rotacja sektorowa będzie kontynuowana w 2020 r., co wraz ze stabilizacją kursu USD i potencjalnym powrotem kapitału na rynki wschodzące, a także czynnikami specyficznymi dla rynku polskiego (uruchomienie programu PPK), skłania nas do przeważania rynku polskiego w 2020 r.

## Podsumowanie



### Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu  
odpowiedzialny za Pion  
Zarządzania Aktywami

U podstaw naszego scenariusza na 2020 rok leży założenie, iż niekorzystne trendy w światowej gospodarce, z którymi mieliśmy do czynienia od początku 2018 roku, ulegną, przynajmniej tymczasowemu, wyhamowaniu. Działania stymulacyjne podjęte w zeszłym roku przez banki centralne oraz deeskalacja napięć geopolitycznych, pozwolą po raz kolejny wydłużyć, i tak rekordowo już długi, cykl koniunkturalny trwający od 2009 r. Nie zakładamy przy tym, żeby poprawa ta, bez istotnego wsparcia ze strony fiskalnej, miała mieć bardziej zdecydowany charakter, tak jak miało to miejsce w poprzednich wypadkach. Główną przeszkodą jest w naszej ocenie skomplikowana sytuacja gospodarki chińskiej, która od czasu kryzysu finansowego nieprzerwanie była głównym motorem światowego wzrostu gospodarczego. Deeskalacja w wojnie handlowej z USA oddala negatywny scenariusz, jednak problemem pozostaje nadmierny poziom zadłużenia i presja inflacyjna.

Otoczenie, w którym gospodarka światowa powoli wychodzi ze spowolnienia, a jednocześnie ustępują ryzyka geopolityczne, nie jest już tak korzystne dla obligacji skarbowych, jak miało to miejsce w mijającym roku. Dlatego w scenariuszu bazowym zakładamy, że wzrost cen spowodowany spadkiem rentowności (tzw. hossą na rentownościach) w 2020 r. nie powtórzy się. Jednocześnie strukturalna presja deflacyjna (ogólnie od wielu lat mieliśmy do czynienia ze spadkiem poziomów inflacji – często do poziomów poniżej zera) i brak wyraźnego przyspieszenia gospodarczego będą ograniczać ewentualny wzrost rentowności. W scenariuszu bazowym zakładamy trend boczny na tym rynku obligacji, z ryzykiem do potencjalnego wzrostu rentowności w przypadku implementacji impulsu fiskalnego o dużej skali w jednym lub więcej głównych bloków gospodarczych na świecie. Na bazie relatywnej przeważamy cały czas amerykańskie obligacje skarbowe, a niedoważamy emitentów ze strefy euro. W segmencie obligacji korporacyjnych przeważamy obligacje europejskich emitentów względem amerykańskich oraz obligacje o ratingu spekulacyjnym względem inwestycyjnego (ze względu na wyraźnie atrakcyjniejsze wyceny tych pierwszych).

Na rynkach akcyjnych oddalenie wariantu recesyjnego oraz wsparcie zapewnione przez banki centralne skłania nas do założenia umiarkowanie pozytywnego scenariusza. Dynamiczne wzrosty indeksów z 2019 r. zdecydowanie ograniczają jednak potencjał do dalszych wzrostów indeksów limitując go naszym zdaniem do kilku procent, czyli prognozowanego tempa wzrostu zysków. Dlatego szansa na dobre wyniki na rynkach akcyjnych upatrujemy raczej w umiejętniej rotacji pomiędzy sektorami i regionami, niż w prostym przeważaniu tych rynków. Przeważamy sektory i rynki, które znalazły się w ostatnich dwóch latach pod presją, a których sytuacja fundamentalna obecnie poprawia się (procykliczne rynki strefy euro i Japonii). Jednocześnie niedoważamy te rynki, które były liderami i w których pozycjonowanie inwestorów jest relatywnie duże (przede wszystkim defensywny rynek amerykański, który nie ucierpiał w ostatnich latach, ale jednocześnie w znacznie mniejszym stopniu skorzysta na odwróceniu negatywnych trendów). Preferowane przez nas sektory w 2020 to sektory cykliczne (poza technologicznym), dotknięte spowolnieniem w światowym przemyśle, a także sektor finansowy, będący dotąd pod presją trendów deflacyjnych i spadających rentowności obligacji skarbowych.

Biorąc pod uwagę przynajmniej tymczasowe odejście od restrykcyjnej polityki monetarnej przez główne banki centralne, głównym ryzykiem dla naszego scenariusza jest przede wszystkim ponowne zaognienie się sytuacji geopolitycznej. Zakładamy, iż w świetle nadchodzących wyborów prezydenckich w USA oraz skomplikowanej sytuacji gospodarki chińskiej dla obu stron optymalne jest tymczasowe zawieszenie broni w trwającym konflikcie (który zakładamy powróci po przyszłorocznych wyborach). Niemniej jednak w przypadku bardzo słabych notowań amerykańskiego prezydenta, w miarę zbliżania się do wyborów, może on teoretycznie przyjąć alternatywną strategię, polegającą na ponownym zaognieniu konfliktu i próbie przetrzucenia winy na stronę chińską. Taka eskalacja byłaby całkowicie wbrew obecnie obowiązującemu na rynkach finansowych optymistycznemu konsensusowi i z dużym prawdopodobieństwem szybko zakończyłaby trwający już ponad 10 lat cykl koniunkturalny.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 31.12.2019)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana – narastająco, do 31.12.2019						zmiana – w latach kalendarzowych		
				w 2019 r.	1M	6M	12M	5L	10L	2018	2017	2016
<b>WALUTY</b>												
euro	dolar	1,12	%	-2,10	1,75	-1,42	-2,10	-7,35	-21,77	-4,61	14,15	-3,21
dolar	jen	108,89	%	-0,70	-0,55	0,96	-0,70	-9,14	16,91	-2,69	-3,65	-2,70
euro	złoty	4,25	%	-0,82	-1,45	0,23	-0,82	-0,78	3,74	2,67	-5,15	3,37
dolar	złoty	3,80	%	1,66	-2,99	1,80	1,66	7,22	32,71	7,26	-16,79	6,74
frank	złoty	3,92	%	2,85	0,09	2,50	2,85	10,02	41,62	6,76	-13,08	4,67
<b>SUROWCE</b>												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	61,68	%	35,83	11,80	5,49	35,83	15,79	-22,28	-24,84	12,47	45,03
miedź	tona (Londyn)	6 219,00	%	4,26	6,05	3,77	4,26	-1,29	-15,67	-17,69	30,92	17,65
złoto	uncja (Londyn)	1 515,16	%	18,15	3,50	7,49	18,14	27,93	38,12	-1,58	13,09	8,56
Indeks surowców	Amex Gold Miners (EUR)	733,09	%	42,67	7,33	16,68	42,67	73,11	-17,49	-9,62	11,31	53,26
<b>RYNEK PIENIĘŻNY</b>												
USA	USDLIBOR 3 M	1,91	bps	-89,83	0,39	-41,05	-89,83	165,38	165,88	111,34	69,64	38,52
Euro	EUROLIBOR 3 M	-0,39	bps	-7,90	1,30	-4,30	-7,90	-46,60	-108,80	2,00	-1,00	-18,80
Polska	WIBOR 3 M	1,61	bps	-1,00	0,00	-1,00	-1,00	-35,00	-256,00	0,00	-1,00	1,00
<b>OBLIGACJE</b>												
USA 10 Y	rentowność (yield)	1,88	bps	-80,54	10,30	-12,63	-80,54	-29,24	-195,80	27,88	-3,89	17,49
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	-0,19	bps	-42,70	17,50	14,20	-42,70	-72,60	-357,20	-18,50	21,90	-42,10
Polska 10 Y	rentowność (yield)	2,12	bps	-70,60	11,30	-27,10	-70,60	-39,90	-414,00	-47,80	-33,00	69,00
<b>AKCJE</b>												
USA – szeroki rynek	S&P 500	3 221,29	%	28,50	2,56	9,50	28,50	56,46	188,88	-6,24	19,42	9,54
USA – duże spółki	DJIA	28 462,14	%	22,01	1,46	7,00	22,01	59,69	172,94	-5,63	25,08	13,42
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	4 281,49	%	26,51	2,59	7,19	26,51	43,71	220,86	-12,29	13,34	20,00
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	12 320,14	%	22,03	3,19	7,55	22,03	39,78	172,18	-12,86	7,84	31,74
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	898,18	%	26,92	2,21	8,98	26,92	39,63	117,96	-10,77	10,58	1,73
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	630,34	%	29,10	3,08	10,73	29,10	54,45	167,17	-12,88	18,10	0,52
Niemcy	DAX	13 249,01	%	25,48	0,10	6,86	25,48	35,12	122,39	-18,26	12,51	6,87
Wielka Brytania	FTSE250	21 936,26	%	25,34	5,40	12,71	25,34	36,37	135,70	-15,56	14,65	3,71
Japonia	NIKKEI 225	23 656,62	%	18,20	1,56	11,19	18,20	35,56	124,31	-12,08	19,10	0,42
Rynki Wschodzące	MSCI EM	1 118,42	%	15,80	7,54	6,03	15,80	16,95	13,03	-16,63	34,35	8,58
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1 474,06	%	20,11	6,40	6,89	20,11	38,52	81,88	-13,68	37,32	7,06
Greater China	MSCI China 10/40	2 612,57	%	19,73	8,65	7,92	19,73	22,99	-	-20,06	46,08	-2,00

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana – narastająco, do 31.12.2019						zmiana - w latach kalendarzowych		
				w 2019 r.	1M	6M	12M	5L	10L	2018	2017	2016
Ameryka Łacińska	MSCI EM Latin Am.	2 921,19	%	13,85	9,94	2,73	13,85	7,09	-29,04	-9,27	20,83	27,92
Europa Wsch. + B. Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	280,14	%	13,73	5,54	1,57	13,73	8,94	-27,92	-11,56	11,82	18,08
Rosja	RTSI \$	1 548,92	%	44,93	7,68	12,20	44,93	95,89	7,22	-7,42	0,18	52,22
Węgry	BUX	46 082,82	%	17,74	5,44	14,41	17,74	177,04	117,10	-0,61	23,04	33,79
Czechy	PX	1 115,63	%	13,08	3,23	7,09	13,08	17,84	-0,15	-8,50	16,99	-3,63
Brazylia	BOVESPA	115 645,30	%	31,58	6,85	14,54	31,58	131,26	68,61	15,03	26,86	38,93
Indie	S&P BSE SENSEX	41 558,00	%	15,22	1,87	5,49	15,22	51,12	137,95	5,91	27,91	1,95
Chiny	SHCOMP	3 040,02	%	21,90	5,85	2,05	21,90	-6,02	-7,24	-24,59	6,56	-12,31
Polska – szeroki rynek	WIG	57 832,88	%	0,25	0,58	-3,91	0,25	12,48	44,63	-9,50	23,17	11,38
Polska – duże spółki	WIG20	2 150,09	%	-5,56	-0,41	-7,63	-5,56	-7,16	-9,99	-7,50	26,35	4,77
Polska – średnie spółki	mWIG40	3 908,20	%	-0,03	3,22	-4,27	-0,03	12,19	66,58	-19,35	14,99	18,18
Polska – małe spółki	sWIG80	12 044,34	%	13,94	2,39	1,89	13,94	-0,53	8,60	-27,57	2,36	7,93

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

#### Prognozy makroekonomiczne

Wzrost PKB (%)	2020	2021
Polska	3,3	3,0
Stany Zjednoczone	1,8	1,8
Strefa Euro	1,0	1,2
Chiny	5,9	5,8
Kraje rozwijające się	4,5	4,7
Kraje rozwinięte	1,5	1,6

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

Kursy walutowe (x)	2020	2021
USDPLN	3,80	3,68
EURPLN	4,32	4,28
CHFPLN	3,92	3,76
GBPPLN	5,13	5,15

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

## Słowniczek

**„Stromienie krzywej dochodowości”** – krzywa dochodowości – najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast długi koniec – po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości – daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wystromienie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce, gdy spadną rentowności na krótkim końcu, lub wzrosną na długim. Linia staje się bardziej stroma.

**Spółki typu „value”** – najczęstszym podziałem spółek jest podział na „value” oraz „growth”. Spółki typu value charakteryzują się wysokim poziomem wypłacanej dywidendy. Wypłacają zyski regularnie, ich akcje nabywane są najczęściej przez inwestujących długoterminowo. Spółki typu growth to zazwyczaj młode firmy. Często też z dużym potencjałem do wzrostu. Rzadko wypłacają dywidendy. Ich strategia zazwyczaj polega na reinwestowaniu zysków, co przekłada się na dynamiczny rozwój. Po akcje spółek typu growth sięgają inwestujący z nastawieniem na wzrost cen akcji, a nie uzyskanie dywidendy.

**„Akcje defensywne”** – to takie, które w przypadku pogorszenia koniunktury gospodarczej zachowują się lepiej od całości rynku. W uproszczeniu akcje defensywne to np. spółki użyteczności publicznej, usług medycznych czy artykułów pierwszej potrzeby (żywność, lekarstwa itp.).

**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.

**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.

**Programy QE** – (ang. Quantitative easing) tłumaczone najczęściej jako „programy luzowania ilościowego”. W największym skrócie są to działania banków centralnych mające na celu dodatkowe dodrukowywanie pieniędzy (zwiększenie ich podaży) w celu przeciwdziałania niekorzystnym tendencjom w gospodarce.

**Indeks dochodowy** – indeks giełdowy, który oprócz kursów akcji uwzględnia również prawa poboru i dywidendy.

### Informacja prawna

Niniejszy materiał został sporządzony w celach informacyjnych i edukacyjnych. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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 oraz definicji informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku.

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

**UWAGA!** Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu, kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które są dostępne u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz Internecie na stronie [www.pekaotfi.pl](http://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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, postępująca 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: 10.12.2019 r.

[www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl)

CENTRUM OBSŁUGI KLIENTA

801 641 641 lub (+48) 22 640 40 40\*

(opłata wg cennika operatora)

\*dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych



**Pekao TFI**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych