



30
lat

Pekao TFI

MATERIAŁ REKLAMOWY



Perspektywy rynkowe

**SCENARIUSZE DLA RYNKÓW
NA II PÓŁROCZE 2022 ROKU**

Data sporządzenia: czerwiec 2022 r.

Druga połowa 2022 roku będzie naszym zdaniem **znacznie lepsza** pod względem inwestycyjnym, przynajmniej dla wybranych klas aktywów.

Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, banki centralne i rynek długu	3
Strategia rynkowa	7
Globalne obligacje korporacyjne	8
Globalne rynki akcji	11
Krajowy rynek akcji	13
Podsumowanie	15
Słowniczek	18
Informacja prawna	21

Wprowadzenie

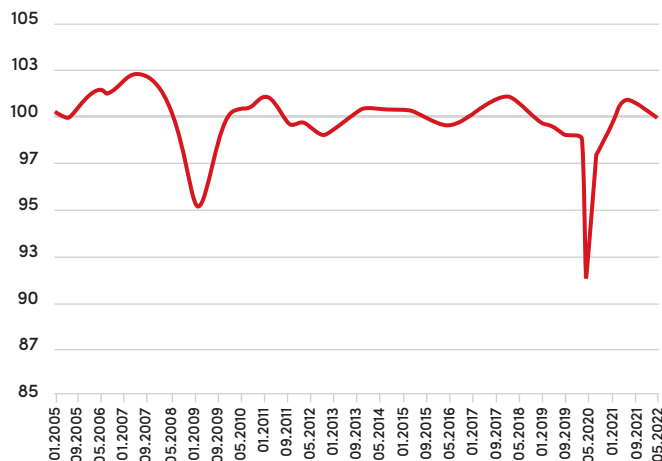


Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
 odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

W pierwszej połowie 2022 roku na rynkach finansowych nie pozostał już żaden ślad po dobrej koniunkturze z minionego roku. Do odmienianej przez wszystkie przypadki, rozpędzającej się do nienotowanych od dziesięcioleci poziomów inflacji dołączyła groza wojny w Europie. I to tuż przy polskiej granicy. Strach przed pandemią szybko ustąpił miejsca nie tylko obawom o utratę siły nabywczej pieniądza, ale również tym związanym z konfliktem zbrojnym. Jednocześnie wraz z rosnącą gwałtownie inflacją w pierwszej połowie 2022 roku kontynuowane było, stosunkowo łagodne jak na razie, spowolnienie gospodarcze (patrz wykres poniżej).

OECD Total Composite Leading Indicator



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2022 r.

OECD Total Composite Leading Indicator – opis znajdą Państwo w słowniku na końcu Perspektyw rynkowych. Podobnie jak inne definicje czy opisy indeksów.

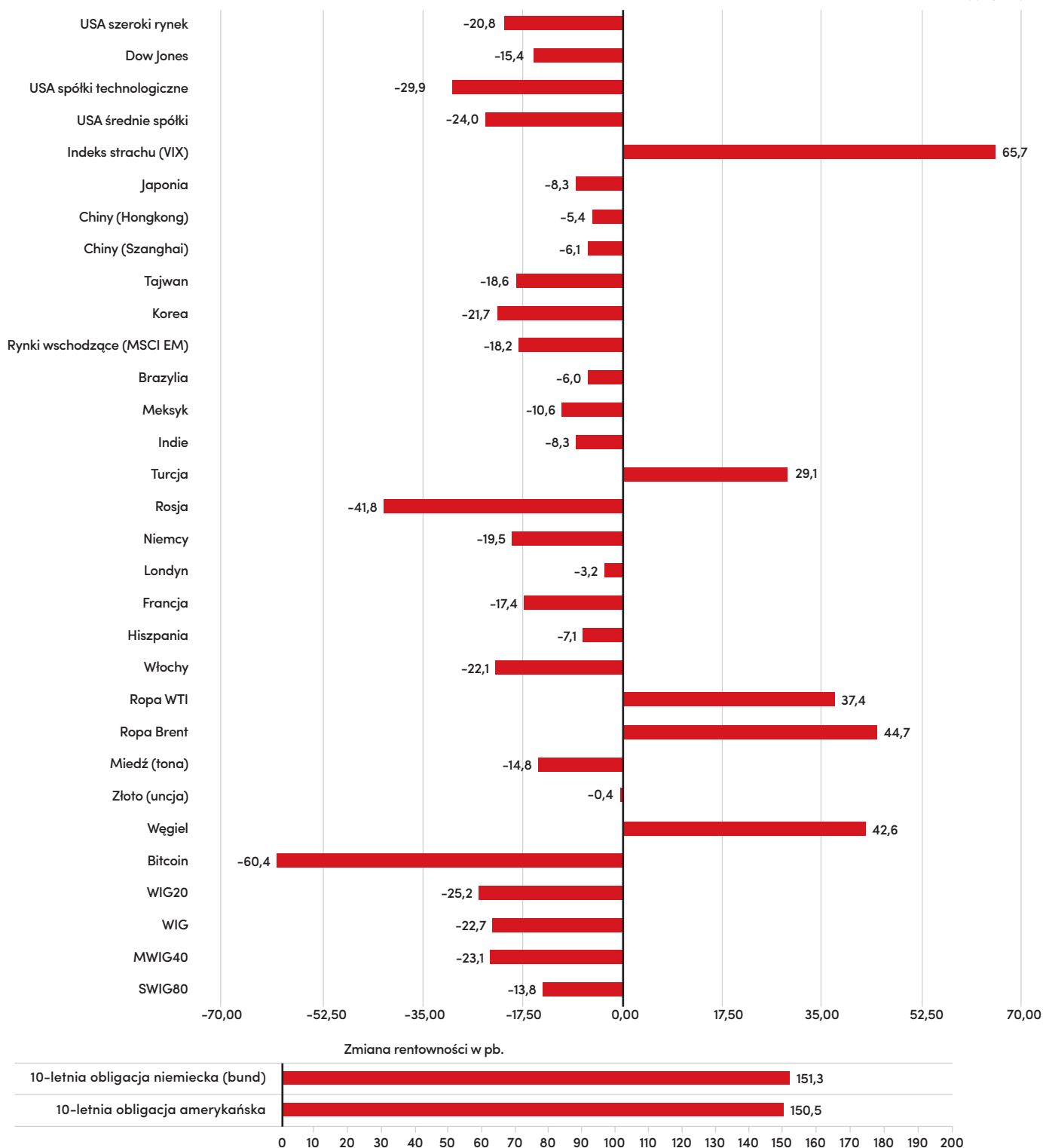
W konsekwencji otoczenie gospodarcze i polityczne okazało się być wysoce toksyczne dla większości klas aktywów. W istocie, tak źle dla rynków finansowych pierwszej połowy roku, jak w roku bieżącym, nie obserwowaliśmy od bardzo dawna (tabela Zmiany głównych indeksów giełdowych, cen surowców oraz rentowności obligacji, na str. 2). Rzadko się zdarza, że dotkliwe straty dotyczą jednocześnie inwestorów na rynkach akcyjnych, obligacji korporacyjnych oraz – uważanych w normalnych warunkach za znacznie bezpieczniejsze – obligacji skarbowych, w tym tych o bardzo krótkim okresie do wykupu. Dodatkowo wydzwięk wysoce negatywnych stóp zwrotu w ujęciu nominalnym, pogłębia inflacja. W niektórych krajach, w tym w Polsce, osiągnęła ona dwucyfrowe poziomy. Tym samym, jeśli ją uwzględnimy, to wynik z inwestycji w ujęciu realnym, czyli skorygowanym o inflację, jest jeszcze gorszy.

U progu drugiego półrocza 2022 roku sytuacja w gospodarce (nasilające się spowolnienie gospodarcze) oraz na rynkach finansowych (banki centralne na świecie rozpędzające się w zacieśnieniu polityki monetarnej oraz skutki wojny w Ukrainie) pozostaje trudna. W naszej ocenie pojawiają się już jednak pierwsze przesłanki wskazujące na to, że druga połowa 2022 roku będzie znacznie lepsza pod względem inwestycyjnym, przynajmniej dla wybranych klas aktywów.

Zapraszamy do lektury Perspektyw rynkowych na drugie półrocze 2022 roku.

Zmiany głównych indeksów giełdowych, cen surowców (%) oraz rentowności obligacji (w punktach bazowych) w okresie 31.12.2021 – 30.06.2022 r.

dane w %



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 30.06.2022 r.

Pamiętajmy, że co do zasady wzrost rentowności obligacji oznacza spadek ich ceny.

Makroekonomia, banki centralne i rynek długu



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

Sytuacja makroekonomiczna i polityka banków centralnych

Wysoka inflacja jest podstawowym problemem gospodarczym, z którym cały czas mierzą się inwestorzy i decydenci na całym świecie. Na przestrzeni ostatnich miesięcy inflacja rosła praktycznie wszędzie. Niewątpliwie istotnym czynnikiem odpowiadającym za coraz wyższe wartości inflacji była inwazja militarna Rosji na Ukrainę, która spowodowała gwałtowny skok cen surowców, szczególnie ropy, gazu i żywności. Natomiast nadmiernym uproszczeniem byłoby wskazywać czynniki geopolityczne jako jedyne odpowiadające za wysokie wzrosty cen na świecie. W dalszym ciągu mamy do czynienia z konsekwencjami nadmiernego stymulowania popytu i niedopasowaniem strony podażowej w gospodarce po okresie pandemii. Mówiąc wprost – producenci nie nadążają z zaspokajaniem potrzeb zgłaszanych przez kupujących.

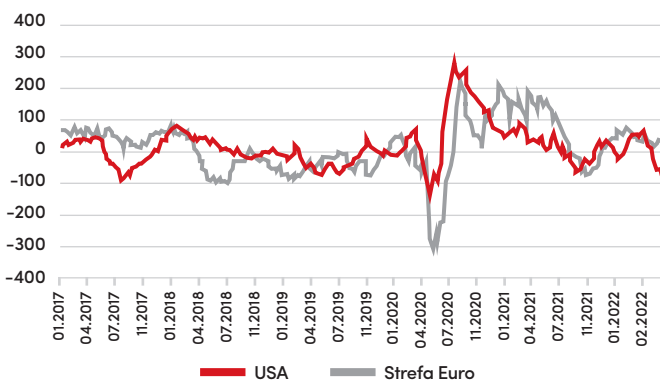
O ile trudno nam w tym momencie prognozować rozwój sytuacji po stronie podażowej (ilość wyprodukowanych dóbr i usług), o tyle obserwujemy ostatnio coraz więcej sygnałów świadczą-

cych o tym, iż strona popytowa (kupujący) poprzez ograniczenie aktywności zakupowej powinna wkrótce pomóc w walce z inflacją. Szczególnie gospodarka amerykańska w ostatnim czasie zaczęła „zaskakiwać” negatywnymi odczytami ekonomicznymi (potocznie o publikowanych danych).

Można więc z dużą dozą pewności stwierdzić, iż szczyt aktywności gospodarka globalna ma już za sobą. Pomimo wciąż bardzo dużych rozpiętości prognoz analityków, globalne spowolnienie gospodarcze zaczyna być faktem. W tym momencie najważniejszymi pytaniami, jakie stoją przed inwestorami, są te dotyczące potencjalnej recesji, a mianowicie kiedy ona nastąpi, jak będzie głęboka oraz jak długo potrwa?

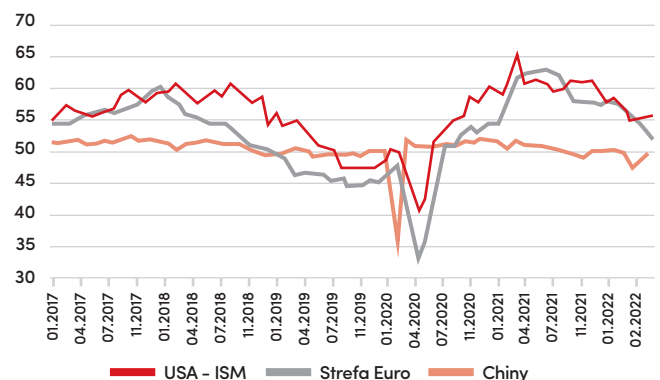
Na poziomie „miękkich” danych (tzw. dane wyprzedzające, które są najczęściej opracowywane na podstawie ankiet przeprowadzonych wśród przedsiębiorców) już dzisiaj możemy stwierdzić, iż gospodarka zmierza w stronę mocnego hamowania aktywności gospodarczej. To, na co musimy poczekać, by jednoznacznie stwierdzić jak „twarde lądowanie” nas czeka, to oficjalne tzw. „twarde” dane gospodarcze.

Globalny indeks zaskoczeń w danych makroekonomicznych



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Globalny indeks PMI w przemyśle, przykład „miękkich” danych

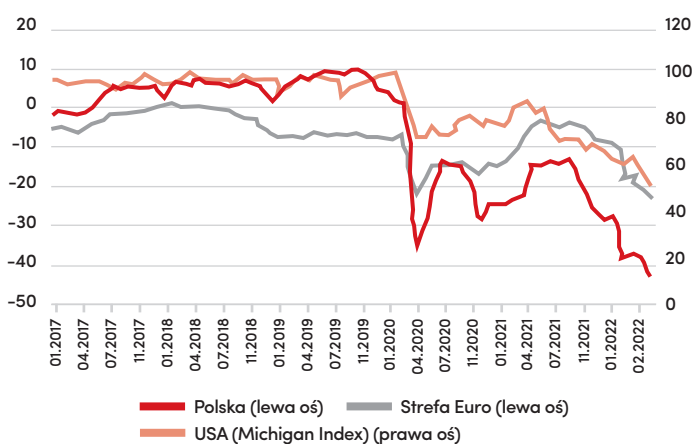


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Czynniki, które przemawiają za istotnym spowolnieniem gospodarczym, to w naszej ocenie przede wszystkim:

- gwałtowne zacieśnienie warunków finansowych w gospodarkach spowodowane przede wszystkim podwyżkami stóp procentowych, ale również przeceną na rynku akcji i obligacji (oszczędności i nadwyżki finansowe gospodarstw domowych, ale też i firm, które są ulokowane na rynkach finansowych np. w akcjach czy obligacjach, uległy znaczącej przecenie w wyniku spadku notowań – w konsekwencji przecenione, a więc mniejsze, zasoby finansowe ograniczają bieżące możliwości wydatkowania),
- konsolidacja finansów publicznych, szczególnie widoczna w USA (ograniczenie w 2022 roku hojnego wsparcia państwa z okresu pandemii Covid-19 skutkuje zmniejszeniem wydatków, mniej wydatków w gospodarce ogranicza z kolei wzrost),
- spadek dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych za sprawą wysokiej inflacji (przez inflację mniej kupimy za tę samą kwotę),
- pogarszające się nastroje konsumentów i przedsiębiorstw, które wg wielu wskaźników są już na poziomach świadczących o głębokiej recesji.

Wskaźniki nastrojów konsumentów



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Natomiast cały czas pozytywnie na perspektywy gospodarcze wpływają spore oszczędności gospodarstw domowych nagromadzone jeszcze w czasach pandemii oraz zdrowe bilanse przedsiębiorstw. Sytuację konsumentów wspiera również dobra sytuacja na rynku pracy, gdzie w wielu krajach obserwujemy rekordowo niskie bezrobocie. Również rządy w większości krajów rozwiniętych dbają, aby gospodarstwa

domowe nadmiernie nie ucierpiały w związku z rosnącymi cenami wprowadzając przeróżne programy osłonowe.

Podsumowując, widzimy istotne ryzyko związane ze spowolnieniem gospodarki globalnej, które będzie negatywnym zjawiskiem dla dużej części społeczeństwa i ryzykiem dla wielu klas aktywów. Z drugiej strony postrzegamy zapowiadane spowolnienie jako szansę na choć częściowe wygaszenie inflacji, której utrzymywanie się w długim okresie na wysokim poziomie byłoby również destrukcyjne dla gospodarek.

Banki centralne

Banki centralne niemal na całym świecie stoją obecnie przed niezmiernie trudnym zadaniem. Z jednej strony mają do czynienia z inflacją, której poziom jest najwyższy od lat siedemdziesiątych XX wieku, z drugiej strony mają wizję pogarszających się perspektyw gospodarczych i możliwej recesji. Jeszcze na początku 2022 roku wydawało się, iż banki centralne na głównych tzw. „bazowych” rynkach (przede wszystkim w USA, Strefie Euro, Japonii) będą postępowały ostrożnie, powoli zacieśniając warunki monetarne. Celem miało być takie schłodzenie popytu, by nie doprowadzić do gwałtownego spowolnienia gospodarczego. Jednakże cały szereg negatywnych zdarzeń i kolejnych szoków podażowych, np. na rynku surowców, spowodował, iż inflacja jest już zbyt długo na zbyt wysokim poziomie, by banki centralne mogły pozwolić sobie na cierpliwość.

W rezultacie ostatnie kilka miesięcy obfitowało w jastrzębie zwroty (potocznie o polityce podwyżek stóp procentowych) zarówno w USA, jak i w Europie. Jedynym głównym bankiem centralnym, który do tej pory nie zmienił swojego podejścia, jest Bank Japonii, ale i to wydaje się nam obecnie tylko kwestią czasu. Uważamy, że obecnie nikt już nie powinien mieć złudzeń co do tego, że priorytetem dla banków centralnych jest walka z inflacją, nawet kosztem recesji.

Sądzymy, iż podwyżki stóp procentowych będą kontynuowane w drugiej połowie 2022 roku bez względu na słabnące dane gospodarcze w głównych gospodarkach. Jedynie według nas, co mogłoby w tym momencie powstrzymać amerykański Fed czy Europejski Bank Centralny (EBC) przed podwyżkami stóp procentowych, to nieprzewidywalne wydarzenia mogące zagrozić stabilności całego systemu finansowego, np. kolejna pandemia lub bankructwo systemowo ważnej instytucji finansowej czy też nagle wyhamowanie presji inflacyjnej.



Jednocześnie w naszej ocenie okres największych przeszacowań oczekiwanych podwyżek stóp procentowych mamy już za sobą. „Rynek”, jak potocznie mawia się o inwestorach, wycenił w tym momencie bardzo agresywne podwyżki w horyzoncie najbliższych dwóch lat. W rezultacie pomimo jastrzębiej retoryki ze strony banków centralnych, inwestorzy nie powinni już być w naszej opinii zaskakiwani kolejnymi wzrostami stóp w końcówce 2022 roku.

Główne stopy procentowe w USA i Strefie Euro



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

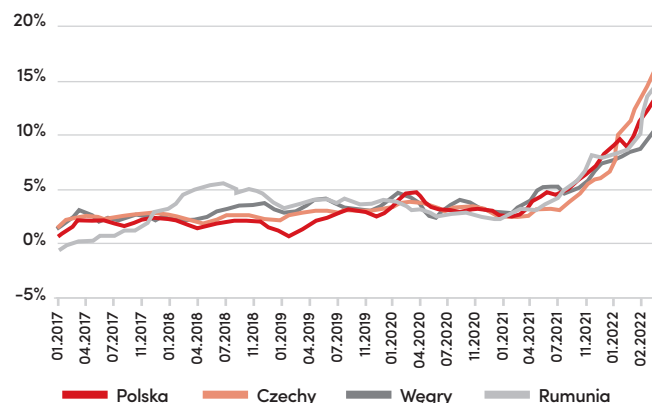
Warto też odnotować, iż determinacja w walce z inflacją ze strony banków centralnych wydaje się odnosić pożądaný rezultat. Długoterminowe oczekiwania inflacyjne wycenione przez rynek zakładają spadek inflacji w horyzoncie najbliższych lat. Wprawdzie jest jeszcze zdecydowanie za wcześnie, by mówić o sukcesie walki z szybkim wzrostem cen, ale wydaje się, iż pomimo tylu negatywnych niespodzianek wiarygodność banków centralnych cały czas pozostaje utrzymana.

Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej

Region CEE był jednym z najbardziej dotkniętych skutkami globalnej presji na ceny surowców. Wynikało to przede wszystkim ze skali lokalnej stymulacji fiskalnej, rekordowo niskiego bezrobocia oraz zależności od cen surowców energetycznych. Nałożył się na to również wzrost ryzyka geopolitycznego związanego z konfliktem w Ukrainie, co było widoczne poprzez osłabienie się walut lokalnych w naszym regionie.

Pomimo sytuacji geopolitycznej wzrost gospodarczy w Europie Środkowo-Wschodniej utrzymywał się na bardzo dobrym poziomie. Na tej płaszczyźnie wyróżniała się szczególnie gospodarka polska. Dwoma motorami wzrostu były produkcja przemysłowa oraz konsumpcja prywatna. Prowzrostowo działa

Inflacja CPI w Polsce, Czechach, Rumunii i na Węgrzech

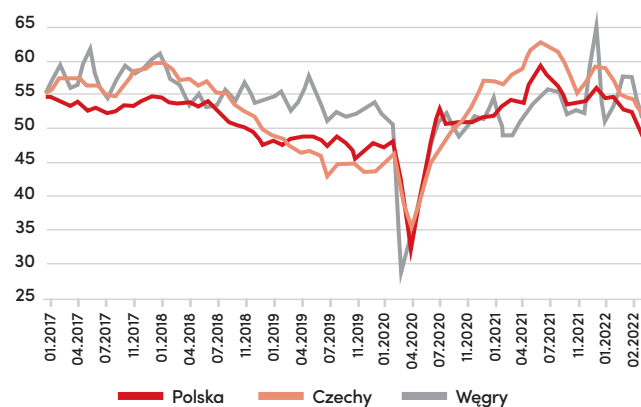


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

także polityka fiskalna rządu, która podtrzymuje wysoki poziom popytu w gospodarce. W pierwszej połowie 2022 roku pozytywnie na popyt w gospodarce wpłynął również napływ uchodźców z Ukrainy. Wszystkie te czynniki miały wpływ na bardzo silny wzrost gospodarki w pierwszym kwartale 2022 r., który niestety jednak zaczął już wyraźnie spowalniać w drugim kwartale. Taki wyjątkowo wysoki poziom aktywności spowodował pewne „przegrzewanie się” gospodarki, co między innymi widać po pogarszającym się deficycie na rachunku obrotów bieżących.

W drugiej połowie 2022 roku powinniśmy już obserwować wyraźniejsze efekty gwałtownego podnoszenia stóp procentowych. Oczekujemy również dalszego, istotnego spowolnienia koniunktury gospodarczej, w pierwszej kolejności w sektorze przedsiębiorstw. Natomiast jako ostatnia według nas zacznie spowalniać konsumpcja prywatna.

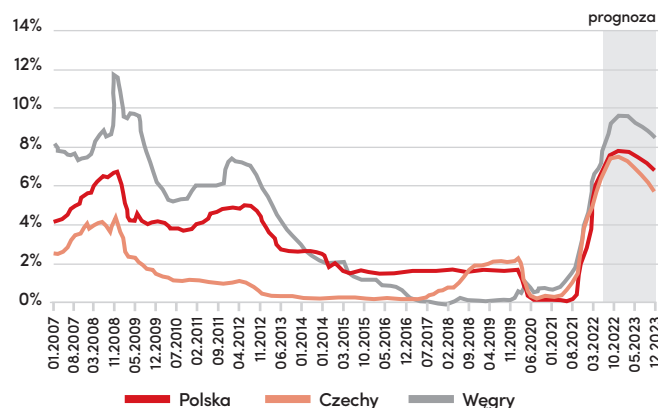
Wskaźnik PMI w Polsce, Czechach i na Węgrzech



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Banki centralne w naszym regionie, mimo że przystąpiły do zacieśniania polityki monetarnej szybciej niż Fed czy EBC, nie zdołały na razie opanować wręcz szalejącej inflacji. Na chwilę obecną nie jesteśmy w stanie precyzyjnie stwierdzić, kiedy będziemy mieli do czynienia z jej szczytem oraz na jakim będzie on poziomie. Ryzyka w najbliższych miesiącach cały czas kształtują się w kierunku coraz wyższych „odczytów” inflacji. Co gorsza, niewiadome jest również tempo jej spowalniania w przyszłym roku. Istnieje spore ryzyko zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, co utrudni sprowadzenie inflacji do celu w długim horyzoncie, np. w Polsce cel inflacyjny wynosi 2,5% z możliwością odchylenia o 1 punkt procentowy. Natomiast jeśli nasz scenariusz o globalnym spowolnieniu i wyhamowaniu inflacji na rynkach bazowych się zmaterializuje, powinno to również przełożyć się na niższą inflację w krajach naszego regionu. Wydaje się nam być to również scenariuszem już wycenianym przez rynek, zważywszy iż pierwsze obniżki stóp procentowych pojawiają się w kontraktach FRA już w 2023 roku.

Stopy procentowe banków centralnych w Polsce, Czechach i na Węgrzech



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Strategia rynkowa



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi



Łukasz Tokarski, CFA

Zastępca Dyrektora Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi, Zarządzający portfelem

Fundusze dłużne długoterminowe

W najbliższych miesiącach będziemy mieć najprawdopodobniej do czynienia z dużą zmiennością na rynku obligacji stałoprocentowych. Niepewność, co do dalszej ścieżki kształtowania się inflacji, będzie cały czas negatywnie oddziaływać na rynek. Z drugiej strony pogarszające się dane gospodarcze powinny przesuwać uwagę inwestorów z inflacji w stronę obaw o wzrost gospodarczy. Historycznie był to zawsze okres, w którym kapitał napływał do bezpieczniejszych klas aktywów, jakimi są obligacje skarbowe.

Pomimo dużej zmienności, perspektywy dla inwestorów obligacyjnych wydają się nam być istotnie lepsze. Tak jak już wcześniej zwróciliśmy uwagę, większość negatywnych zaskoczeń ze strony banków centralnych mamy już w dużym stopniu wycenionych przez rynek (w cenach papierów dłużnych). Rentowności obligacji są pod koniec czerwca 2022 r. na wysokich poziomach. A inflacja, mimo że może dalej zaskakiwać negatywnie, powinna wg nas osiągnąć swój szczyt w drugiej połowie 2022 roku.

Fundusze dłużne krótkoterminowe

Podwyżki stóp procentowych w Polsce powodują systematyczny strukturalny wzrost rentowności tych portfeli dłużnych krótkoterminowych, w których większość aktywów opiera swoje oprocentowanie o poziom stóp procentowych na rynku międzybankowych depozytów niezabezpieczonych (WIBOR). Poziom najczęściej wykorzystywanych stawek WIBOR 3- i 6-miesięcznych przekroczył 7%, co może być

bazą do budowania oczekiwań wynikowych w horyzoncie następnych 12 miesięcy dla funduszy tej grupy.

W pierwszej połowie 2022 roku poziom cen obligacji skarbowych o zmiennym oprocentowaniu, które stanowią podstawowy składnik lokat funduszy dłużnych krótkoterminowych, mocno się obniżył. Miało to spory negatywny wpływ na wyniki funduszy w tym okresie, jednak równocześnie spowodowało wyceny obligacji zmiennokuponowych do rekordowo atrakcyjnych poziomów, niższych niż te widziane ostatnio podczas kryzysu finansowego w latach 2007-2009 po upadku banku Lehman Brothers. Dla przykładu 5-letnia obligacja Skarbu Państwa indeksowana wskaźnikiem WIBOR 6M oferowała pod koniec czerwca 2022 r. rentowność przekraczającą wskaźnik WIBOR 6M o ponad 100 punktów bazowych (różnica ta zwana jest też spreadem), podczas gdy jeszcze na początku 2021 roku spread ten był ujemny. Przypomnijmy tylko, że 100 pb (punktów bazowych) to jeden punkt procentowy.

W następstwie turbulencji na rynkach obligacji w pierwszej połowie 2022 roku, rynek pierwotny obligacji korporacyjnych kierowanych do inwestorów instytucjonalnych praktycznie zamarł. Na rynku wtórnym obserwowaliśmy rozszerzenie się spreadów kredytowych we wszystkich segmentach emitentów. Spodziewamy się utrzymania tych podwyższonych poziomów w drugiej połowie 2022 roku, w związku z dalej napiętą sytuacją rynkową i perspektywami pogorszenia koniunktury. Obecna sytuacja finansowa emitentów pozostaje bardzo dobra, jednak wzrost stóp procentowych, a zatem i kosztu obsługi długu w warunkach możliwego pogorszenia wyników wskutek osłabienia koniunktury, skłania do ostrożności.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CFA, CAIA

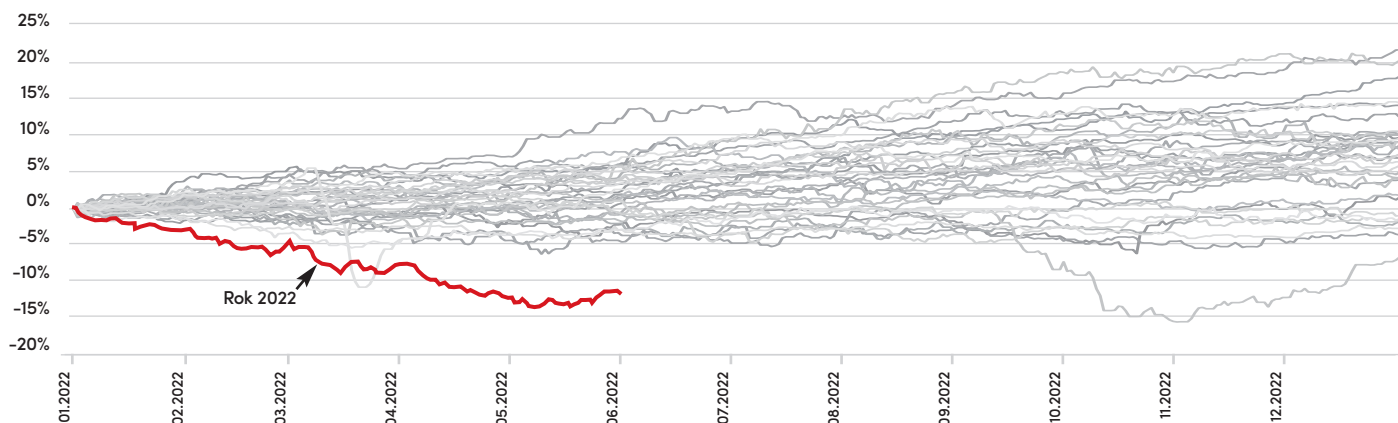
Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

Pierwsza połowa 2022 roku na rynku globalnych obligacji korporacyjnych przyniosła szereg wyzwań, z którymi musieli zmierzyć się inwestorzy. Kluczowe okazały się gwałtownie rosnące rentowności instrumentów dłużnych, które towarzyszyły wysokim odczytom inflacji i związanej z tym jastrzębią retoryką głównych banków centralnych. A to wszystko w warunkach spadających wycen obligacji i wyjątkowo wysokiej zmienności panującej na rynkach finansowych.

Zanim przejdziemy do przedstawienia naszych perspektyw na drugie półrocze 2022 w tym segmencie rynku, warto przeanalizować dotychczasowe wydarzenia z pierwszych miesięcy 2022 roku. Pozwoli to nam lepiej zrozumieć bieżącą sytuację rynkową. Punktem wyjścia do analizy aktualnych wydarzeń jest sytuacja na rynku obligacji skarbowych, których rentowności (obok spreadu kredytowego) stanowią istotny czynnik wpływający na wyceny globalnych obligacji

korporacyjnych. W przypadku obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych wzrost rentowności był bardzo gwałtowny zarówno na tzw. krótszym, jak i na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Rentowność obligacji dwuletnich wzrosła z poziomu 0,73% do 3,18%, czyli prawie 2,5 pkt proc., pięcioletnich z 1,26% do 3,34%, czyli o ponad 2 pkt proc., a dziesięcioletnich z 1,51% do 3,23%, czyli ok. 1,7 pkt proc (dane na połowę czerwca 2022). W nieco innym, ale podobnym tonie kształtowała się sytuacja na rynku europejskim. Dobrym przykładem są obligacje niemieckie, których rentowność wzrosła około 2 pkt proc i w przypadku tzw. 10-latkę sięgnęła 1,6% - wzrastając z poziomu -0,2% obserwowanego na koniec 2021 roku. Tak wysokie wzrosty rentowności długu skarbowego, w tak krótkim czasie, należy uznać za wydarzenie wyjątkowe z perspektywy historii rynków finansowych. Niestety to także przełożyło się na wyraźne spadki wycen w segmencie obligacji korporacyjnych. Drugim istotnym elementem,

Stopa zwrotu od początku roku kalendarzowego indeksu amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (dane od 1986 roku)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA, stan na dzień 20.06.2022 r.

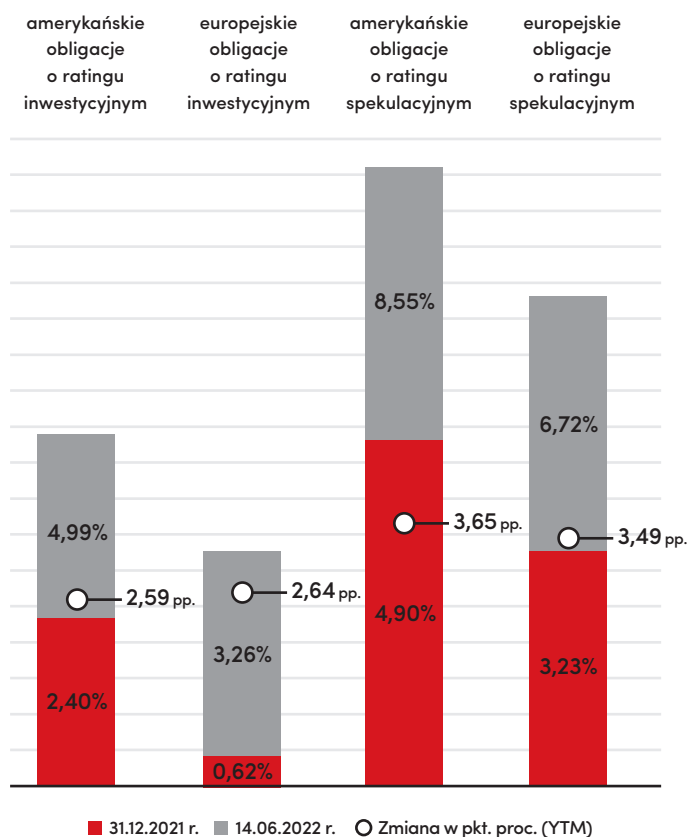
który ciążył wynikiem były rosnące tzw. spready kredytowe. To one odzwierciedlają tzw. premię za ryzyko, której oczekują inwestorzy w przypadku zakupu długu emitowanego przez przedsiębiorstwa, a ich wzrost oznacza spadek rynkowej wyceny. W przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym w Stanach Zjednoczonych (tzw. US investment grade) spread wzrósł z poziomu 98 do 155 pkt bazowych, a na rynku europejskim (tzw. euro investment grade) z tego samego poziomu do 191 pkt bazowych. Rynek europejski zachowywał się słabiej, głównie ze względu na większą ekspozycję na spółki z sektora finansowego, gdzie inwestorzy zaczęli wymagać wyższej premii za ryzyko z powodu ekspozycji części banków na obligacje wysoko zadłużonych europejskich gospodarek, w tym przede wszystkim Włoch. W Stanach Zjednoczonych spready kredytowe obligacji o ratingu spekulacyjnym (tzw. high yield) wzrosły z 310 pkt do 517 pkt bazowych, a w Europie z 317 pkt do 542 pkt bazowych. W tym przypadku na obu rynkach wzrosty premii za ryzyko kredytowe były dość zbliżone.

Jak zatem możemy podsumować to, co wydarzyło się na rynku obligacji korporacyjnych od początku 2022 roku do czasu pisania tej analizy? Bez wątplenia możemy uznać, że to jedno z najgorszych półroczy od kilkudziesięciu lat pod względem uzyskiwanych wyników. Przedstawione na wykresie „Stopa zwrotu od początku roku kalendarzowego indeksu amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym” dane dla indeksu obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych (investment grade) od 1986 r. pokazują, jak słabo rozpoczęliśmy ten rok z perspektywy historycznej i jak negatywnie wyróżnia się on na tle lat wcześniejszych. Od początku roku obserwujemy bowiem ponad 10% spadek głównego indeksu, czyli ponad dwukrotnie więcej niż w analogicznym okresie dla innych, nawet tych najgorszych lat kalendarzowych.

Oczywiście tegoroczna wyprzedaż i niższe ceny oznaczają wyraźnie wyższe rentowności względem 2021 roku. W przypadku amerykańskiego indeksu obligacji o ratingu inwestycyjnym rentowności przybliżyły się już do 5% (po raz pierwszy od 2009 roku), a warto wspomnieć, że jeszcze na początku 2021 r. obserwowaliśmy ich historyczne minimum na poziomie 1,8%. Były one w tamtym okresie niższe niż długoterminowe oczekiwania inflacyjne (mierzone za pomocą 10Y US Break-even). Natomiast w przypadku obligacji europejskich jest to obecnie już 3,26%. Tak więc od początku roku wzrosły rentowności w tym bezpieczniejszym, z punktu widzenia ryzyka kredytowego, segmencie obligacji amerykańskich i europejskich

sięgają ok. 2,6 pkt proc. To sprawiło, że obligacje o ratingu inwestycyjnym znów zaczęły oferować premię w stosunku do oczekiwanej w dłuższym okresie inflacji. Oczywiście z tej perspektywy dostrzegamy, że wyceny rynkowe uległy istotnej poprawie. Ciekawie wygląda także sytuacja na rynku obligacji o ratingu spekulacyjnym. Rentowność głównego indeksu w przypadku Stanów Zjednoczonych sięga 8,5%, a Europy 6,72% (najwyżej od kwietnia 2020 roku, czyli okresu tuż po silnej wyprzedaży na rynku obligacji korporacyjnych po rozpoczęciu pandemii Covid-19). I tu, w porównaniu do obligacji o ratingu inwestycyjnym, wzrosty rentowności są jeszcze wyższe w stosunku do poprzedniego roku ze względu na wyraźnie większy wzrost spreadu kredytowego (o czym pisaliśmy na początku rozdziału). Jest to jednak kategoria bardziej wrażliwa na wahania cyklu koniunkturalnego. A w przypadku ewentualnej recesji tzw. stopy bankructw (ang. default rate) będą w przypadku tych papierów wartościowych wyraźnie wyższe, co sprawia, że także oczekiwana zmienność wycen jest wyraźnie bardziej znacząca.

Rentowności amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych – stan na 31.12.2021 r. oraz na 14.06.2022 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

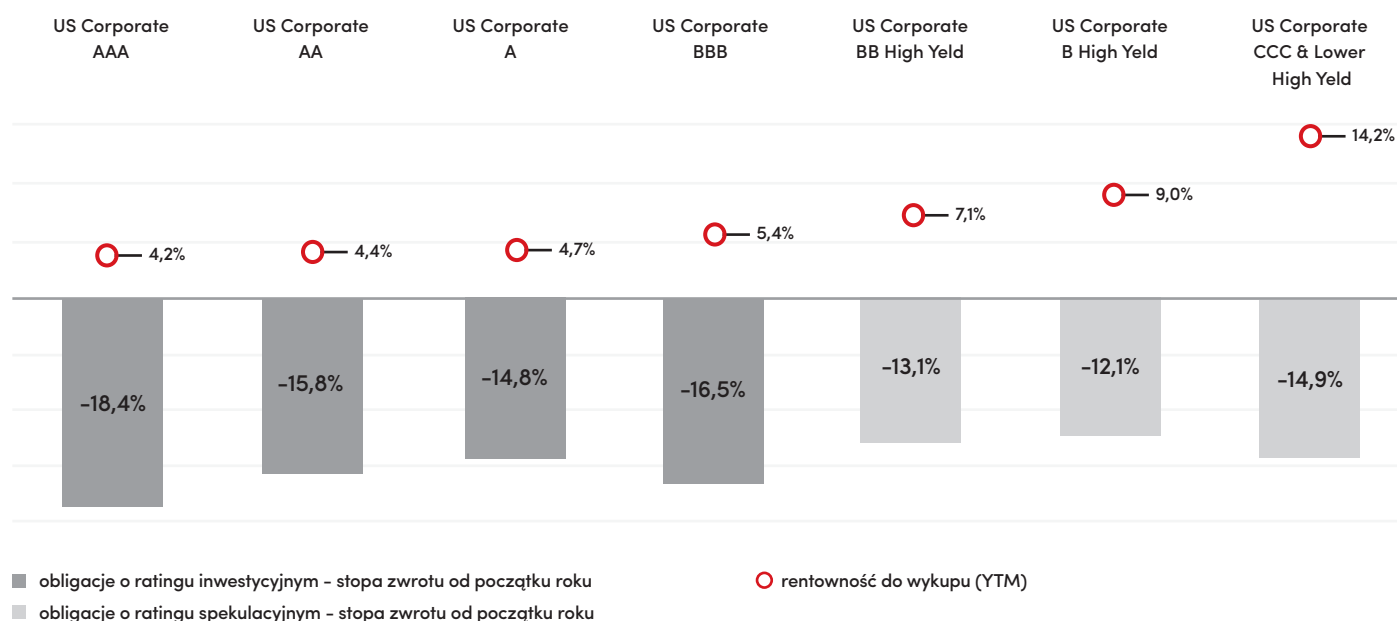
Jak zatem wyglądają stopy zwrotu w poszczególnych segmentach rynku obligacji korporacyjnych?

Warto przeanalizować to na przykładzie indeksów dla rynku amerykańskiego. Jak widać, to segment obligacji o ratingu spekulacyjnym (rating od BB do CCC i niżej) wskazywał relatywnie większą odporność na zawirowania rynkowe. Obligacje z tego segmentu o ratingu B straciły 12,1%, a najgorzej zachował się segment AAA o najniższym ryzyku kredytowym (-18,4%). W tym kontekście warto zestawić ze sobą obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym AAA względem obligacji o wysokim ryzyku kredytowym i ratingu CCC i niższym (-14,9%). Jak widzimy, to obligacje z grupy tzw. „śmieciowych” zachowały się lepiej, co na pierwszy rzut oka może wydawać się dość zaskakujące. I w tym miejscu, odnosząc się do wcześniejszych analiz, warto podkreślić, że to komponent ryzyka stopy procentowej (tzw. duration) okazał się kluczowy, więc to obligacje o wyższej wrażliwości na wzrosty rentowności straciły relatywnie najwięcej.

Jak w tak nieoczywistym i często zaskakującym otoczeniu przedstawiają się perspektywy rynkowe dla obligacji korporacyjnych?

Sytuacja makroekonomiczna na świecie pozostaje bardzo niepewna. Z jednej strony dane wskazują na nieuchronne schłodzenie koniunktury w światowej gospodarce. Z drugiej, wciąż wysokie odczyty inflacyjne zmuszają banki centralne do zaostrzenia polityki monetarnej i podwyżki stóp procentowych. To z kolei budzi obawy o rosnące ryzyko recesji w kolejnych 12 miesiącach, czyli do połowy 2023 roku. Jednocześnie, na co zwracaliśmy uwagę wcześniej, wyceny na rynku obligacji korporacyjnych uległy istotnej poprawie. Dobrym przykładem są obligacje o ratingu inwestycyjnym, które notują najwyższe rentowności od kilkunastu lat. Stąd też w obecnych warunkach rynkowych w naszej ocenie ta właśnie grupa emitentów o niskim ryzyku kredytowym powinna stanowić główny filar portfela globalnych obligacji korporacyjnych. Natomiast obligacje o ratingu spekulacyjnym mogą być ciekawym dodatkiem do portfela inwestycyjnego. Tym niemniej w naszej opinii ze względu na niepewne otoczenie makroekonomiczne w najbliższych miesiącach, prawdopodobnie będą podlegać one wyraźnie większym wahaniom cen. Dlatego też wskazujemy tu na większą niż w spokojnych czasach potrzebę skrupulatnej selekcji emitentów w celu ograniczenia ryzyka portfela inwestycyjnego.

Stopy zwrotu i bieżące rentowności obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych w zależności od ratingu kredytowego od początku 2022 roku



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Globalne rynki akcji



Piotr Stopiński, CFA

Zastępca Dyrektora
 Zespołu Zarządzania Akcjami

Rynek dyskontuje spowolnienie gospodarcze

Po trudnym rozpoczęciu roku dla rynków akcji i szczególnie burzliwym pierwszym kwartale 2022 r. oczekujemy względnej stabilizacji w drugiej połowie roku. Uważamy, że dalsze spadki akcji są niewykluczone, w związku z rosnącymi obawami o spowolnienie gospodarcze, przekładające się na niższe zyski firm. Niemniej zwracamy uwagę, że po ostatniej przecenie, wyceny indeksów na głównych rynkach akcyjnych w dużej mierze dyskontują już przyszłe pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej. W pierwszej połowie 2022 roku indeks S&P500, grupujący pięćset największych firm notowanych w USA, wrócił już w okolice swojej długoterminowej średniej.

Wycena Cena/Zysk (P/E) indeksu S&P 500 na tle historycznym

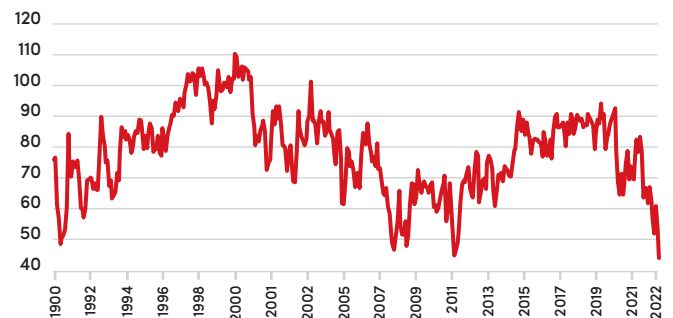


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

W naszym najbardziej prawdopodobnym scenariuszu zakładamy, że kombinacja rosnącej lub utrzymującej się na wysokim poziomie inflacji bazowej i zacieśnianie polityki monetarnej przez główne banki centralne, nie wróżą szczególnie dużych szans na wysokie zyski inwestorów na rynku akcji. Tym niemniej po bardzo stromej korekcie (duży spadek w dość krótkim czasie), jaka miała miejsce w pierwszej połowie 2022 roku, pozycjonowanie inwestorów jest skrajnie negatywne, co z kolei

naszym zdaniem uprawdopodobnia korekty wzrostowe po wspomnianych spadkach. Bardzo słaby sentyment inwestorów można zobrazować na przykład indeksem oczekiwań konsumentów amerykańskich, pokazującym ich ocenę przyszłej sytuacji gospodarczej (wykres Indeks oczekiwań konsumentów w USA), który spadł do poziomu najniższego od lat 90-tych ubiegłego wieku.

Indeks oczekiwań konsumentów w USA

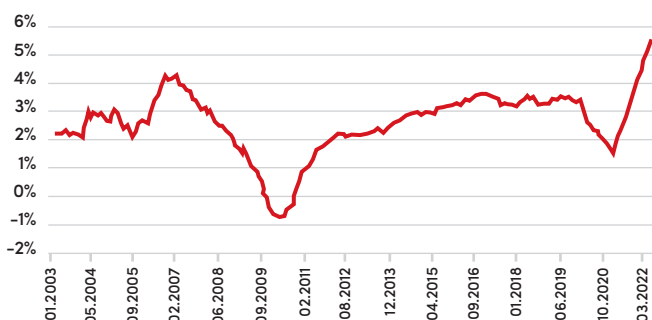


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Nie oznacza to, że obawy inwestorów nie są uzasadnione. Do negatywnych trendów oddziałujących na rynek akcji można w naszej opinii zaliczyć:

- wysokie ceny paliw i energii elektrycznej,
- przedłużające się lockdowny w Chinach,
- zaburzenia łańcuchów dostaw wskutek zamknięcia portów w Chinach,
- trudności z dostępnością pracowników i rosnące koszty wynagrodzeń,
- widmo kolejnej fali pandemii koronawirusa,
- napiętą sytuację geopolityczną w wyniku wojny w Ukrainie,
- zacieśniające się warunki kredytowe dla konsumentów,
- rosnące stopy procentowe (co skutkuje wyższymi ratami spłacanych kredytów).

Zmiana roczna czynszów w USA – ujęcie w procentach

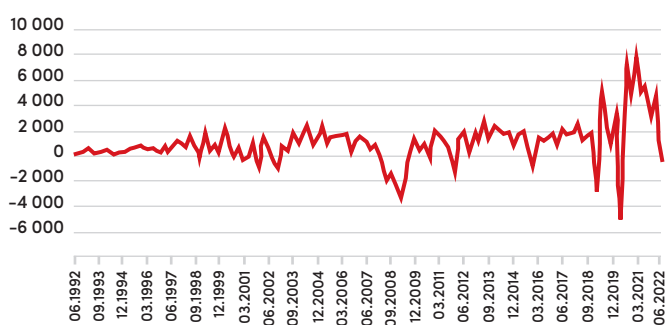


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Dodatkowo w drugiej połowie 2022 roku czekają nas wybory uzupełniające do parlamentu w USA. Gorsze nastroje w USA mogą przełożyć się na wynik ww. wyborów a tym samym utrudnić prezydentowi J. Bidenowi przegłosowanie części pakietów w ramach tzw. „planu Bidena”, które wsparłyby gospodarkę. Warto też wspomnieć o wyczekiwanej przez inwestorów decyzji Europejskiego Banku Centralnego o rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych.

Zwracamy również uwagę na fakt, że w wyniku wydarzeń na rynkach, w pierwszym kwartale 2022 r., pierwszy raz od 2020 roku, spadła zamożność amerykańskiego konsumenta (wykres Zmiana zamożności gospodarstw domowych w USA), co dodatkowo może uderzyć nie tylko w sentyment, ale również w faktyczny poziom konsumpcji.

Zmiana zamożności gospodarstw domowych w USA w mld USD



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Z drugiej strony, pomimo tego trudnego otoczenia, sezon wyników finansowych publikowanych przez spółki za pierwszy kwartał 2022 roku oraz oczekiwania co do rozwoju sytuacji, przedstawione przez zarządy w podległych im firmach, nie wskazują jeszcze na widoczne pogorszenie kondycji przedsiębiorstw. Według danych zebranych przez firmę Bloomberg,

76% firm pobiło oczekiwania finansowe analityków za pierwszy kwartał 2022 roku, dlatego trudno obecnie ocenić, jak zamaniestuje się oczekiwany spadek aktywności gospodarczej. Liczymy też, że większość negatywnych zaskoczeń inflacyjnych (rosnące koszty żywności, ceny paliw i surowców energetycznych) mamy już za sobą.

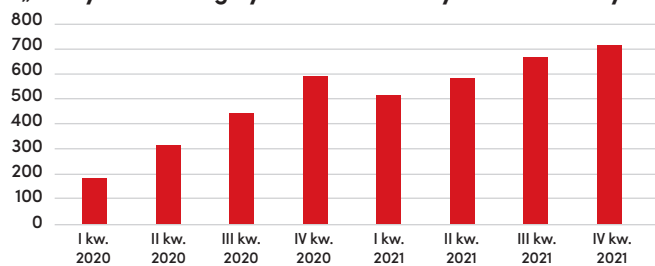
Pozytywne zaskoczenia na EPS % firm

Indeks S&P 500 i sektory	Pozytywne zaskoczenia na EPS % firm	Średnie zaskoczenie na EPS %
Cały indeks	76%	4,6 %
surowcowy	71%	9,5 %
przemysłowy	90%	1,4 %
dobra pierwszej potrzeby	85%	3,9 %
paliwowy	70%	1,4 %
technologiczny	78%	4,3 %
dobra cykliczne	67%	1,1 %
media	68%	4,0 %
finansowy	77%	6,1 %
ochrona zdrowia	75%	7,5 %
użyteczności publicznej	62%	1,7 %
nieruchomości	74%	5,8 %

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

W naszej ocenie, inwestycje, które mają największe szanse, to spółki dające ekspozycję na trend dywersyfikacji źródeł energii i dostarczanie rozwiązań promujących energooszczędność. Uważamy, że w dobie wysokich cen paliw i energii mogą skorzystać firmy wpisujące się w tematykę transformacji energetycznej. Warto to zobrazować chociażby przez częstotliwość pojawiania się wyrażenia „efektywność energetyczna” w trakcie omówienia przez zarządy spółek giełdowych wyników kwartalnych. W naszej opinii, z danych jasno wynika, że zainteresowanie tym zagadnieniem rośnie systematycznie w ostatnich kwartałach.

Częstotliwość pojawienia się wyrażenia „efektywność energetyczna” w trakcie wyników kwartalnych



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

Krajowy rynek akcji



Piotr Sałata, CFA

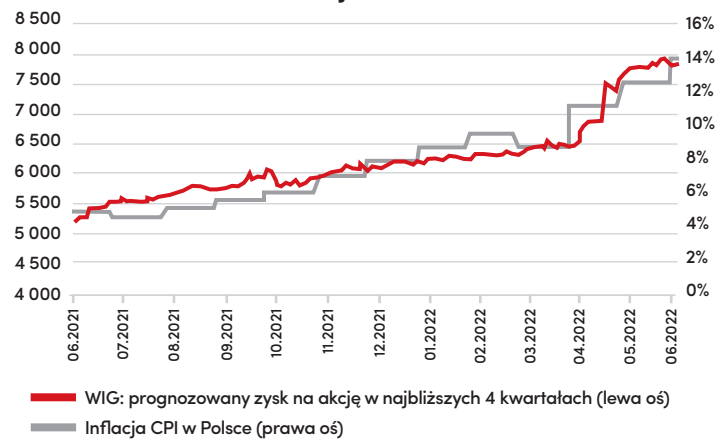
Zarządzający portfelem
 Zespół Zarządzania Akcjami

W 2022 rok weszliśmy z rozgrzaną gospodarką, poprawiającymi się wynikami spółek oraz bardzo dobrym sentymentem na giełdzie w Warszawie. Miało to miejsce pomimo świadomości, że poprzeczka do dalszych wzrostów była zawieszona relatywnie wysoko, po bardzo mocnym 2021 roku. Wyzwanie było o tyle duże, że wzrosty w 2021 roku napędzane były częściowo efektami niskiej bazy (tj. 2021 r. przyniósł powrót wyników do normalności po pandemicznym roku 2020). Niestety, dobry nastój inwestorów zburzyła rozpędzająca się inflacja, która słusznie była wskazywana jako jedno z kluczowych ryzyk dla realnego wzrostu gospodarczego. Niepokój rynku budziła także struktura wzrostu gospodarczego, w dużej mierze opartego na odłożonym w czasie (przez pandemię) popycie, który w połączeniu z ograniczeniami podażowymi wynikającymi z nieefektywnych łańcuchów dostaw nasilał presję inflacyjną.

W tle tlił się potencjalny konflikt między Rosją i Ukrainą, słusznie wskazywany w naszym scenariuszu z początku 2022 rok jako potencjalny „czarny łabędź”, czyli zdarzenie mało prawdopodobne, lecz silnie negatywne (z perspektywy uczestników rynku). Wybuch wojny za polską granicą przyniósł ze sobą szereg negatywnych konsekwencji. Sam fakt wybuchu konfliktu militarnego w bezpośrednim sąsiedztwie naszych granic zwiększył ryzyko geopolityczne naszego regionu oraz podniósł oczekiwaną przez inwestorów zagranicznych premię za ryzyko. Wojna wywołała efekt domina w wielu gałęziach gospodarki oraz odbiła się silnym piętnem na europejskiej gospodarce oraz nastrojach konsumenckich. W Polsce efekt wojny przyspieszył dynamikę wzrostu inflacji nie tylko za sprawą rosnących cen surowców, ale również poprzez zwiększoną konsumpcję (po fali migracji uchodźców z Ukrainy).

Trudno jest jednoznacznie określić, jaki będzie ostateczny długo- i średnioterminowy bilans konfliktu w Ukrainie na polską gospodarkę. Z pewnością wzrost inflacji, szczególnie ten wywołany droższymi nośnikami energii, uszczupla dochód rozporządzalny

Prognozowany wskaźnik zysk na akcję (EPS) dla indeksu WIG w najbliższych czterech kwartałach na tle inflacji CPI w Polsce

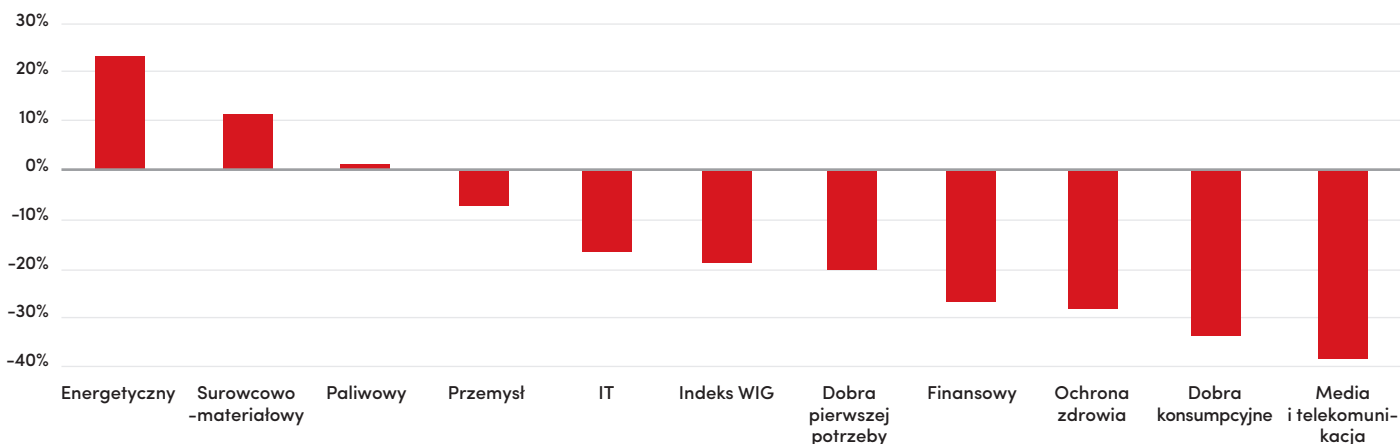


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

nie tylko gospodarkom domowym. Nieco inaczej kształtuje się ten obraz patrząc na wycinek naszej gospodarki reprezentowany przez spółki notowane na GPW, widać na nim silną korelację rosnącej inflacji z oczekiwanymi zagregowanymi wynikami. Ma to miejsce głównie za sprawą dużego udziału spółek paliwowych oraz energetycznych, korzystających z zawirowań oraz niedoborów po nałożeniu sankcji na Rosję. W naszej opinii, w długim i średnim terminie można oczekiwać wzrostu potencjału polskiej gospodarki w związku z asymilacją części uchodźców z Ukrainy oraz ich wejściem na rynek pracy. To zaś w konsekwencji, poza wyższym wzrostem gospodarczym, może ograniczyć nadmierną presję płacową w Polsce oraz ryzyko efektów drugiej rundy w postaci narastającej spirali płacowej.

Patrząc na naszą giełdę przez pryzmat stóp zwrotu, widać duże dysproporcje w ramach sektorów gospodarki. Najlepiej relatywnie prezentowały się spółki z niską ekspozycją na cykl gospodarczy oraz korzystające z rosnących cen surowców

Stopy zwrotu sektorów wchodzących w skład WIG od początku 2022 roku



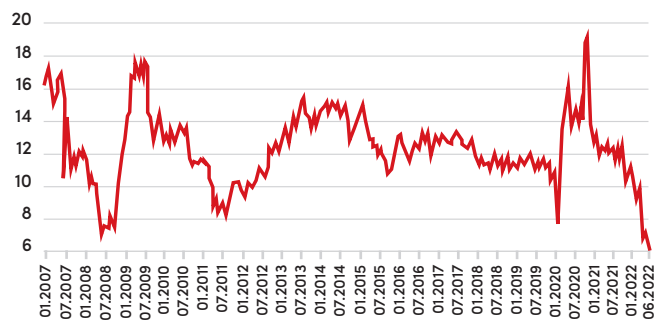
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

oraz energii. Na drugim biegunie znalazły się sektory cykliczne lub spółki, które borykają się z problemem przerzucenia kosztów na klientów oraz obrony marż.

W przededniu drugiego półrocza największą bolączką polskiej giełdy jest narastające ryzyko regulacyjne, które zrealizowało się w sektorze bankowym poprzez wprowadzenie tzw. „wakacji kredytowych”. W związku z faktem, że bieżąca wycena spółek paliwowych kompletnie ignoruje rekordowe marże rafinerijne oraz strukturalne wsparcie wynikające z ubytku podaży rosyjskich produktów rafinerijnych z rynku europejskiego, inwestorzy zdają się obawiać, że to właśnie ten sektor może zostać kolejną „ofiara” działań regulacyjnych.

Trudno być obecnie konstruktywnym w stosunku do ryzykownych klas aktywów w świetle spowalniającej gospodarki, wysokiego poziomu inflacji i cen surowców, patowej sytuacji na froncie w Ukrainie oraz ryzyku regulacyjnym w Polsce. Tym niemniej nie można zapomnieć, że wzrost prognozowanego wyniku dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG, w połączeniu z korektą kursów akcji na skutek geopolitycznej awersji do ryzyka oraz obawami o globalną recesję, spowodowały wycenę naszej giełdy poniżej poziomów, które obserwowaliśmy na początku pandemii COVID-19, kryzysu Strefy Euro po bankructwie Grecji, czy kryzysu po upadku banku Lehman Brothers. To skłania nas do tezy, że znaczna część wspomnianych ryzyk jest już odzwierciedlona w bieżących wycenach. W sytuacji relatywnie bardzo niskiej ceny giełdowej oraz kulminacji negatywnego sentymentu (nastawienia inwestorów), każda nowa informacja może być katalizatorem gwałtownego odreagowania. Pod koniec czerwca 2022 roku można wskazać szereg zdarzeń, które wg nas mogą być iskrą rozpoczynającą korektę wzrostową. Mamy na myśli choćby to, że wg nas z dużym prawdopodobieństwem zbliżamy

Wskaźnik cena/prognozowany zysk na akcję dla indeksu WIG



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 17.06.2022 r.

się do szczytu inflacji w Polsce. Nie można również wykluczyć, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy dojdzie do powrotu do rozmów pokojowych między Rosją a Ukrainą. Pierwszym pozytywnym sygnałem dla gospodarki byłoby odblokowanie środków z Unii Europejskiej w ramach Krajowego Programu Odbudowy, dzięki czemu szczyt wydatków infrastrukturalnych współfinansowanych środkami z Unii Europejskiej mógłby, po raz kolejny, podobnie jak w 2009 roku, wygładzić cykl gospodarczy. Niski poziom wyceny można traktować jako „poduszkę” ograniczającą dalsze spadki oraz „napiętą cięciwę”, która potrzebuje pozytywnego czynnika, aby umożliwić odrobienie przynajmniej części spadków z początku 2022 roku. Tym samym, w perspektywie najbliższych sześciu miesięcy, głównie za sprawą bardzo atrakcyjnej wyceny, jesteśmy umiarkowanie pozytywni wobec polskich akcji. Pozostajemy jednak świadomi, że nieuniknione spowolnienie gospodarcze, połączone z utrzymującą się restrykcyjną polityką monetarną, istotnie ograniczają skalę potencjalnego odreagowania.

Podsumowanie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Rozważając wydarzenia rynkowe i gospodarcze z ostatnich kwartałów można pokusić się o uogólnienie, że w ostatnich kwartałach mamy do czynienia z sekwencją trzech szoków. Pierwszym z nich był szok inflacyjny, który rozpoczął się w 2021 r. rozwianiem nadziei na przejściowość wzrostu cen, a prawdopodobnie jego kulminację obserwujemy obecnie, z wojną w Ukrainie w tle. Drugim uderzeniem jest szok stóp procentowych wywołany przez banki centralne. Włodarze polityki pieniężnej po obydwu stronach Atlantyku przystąpili do walki z inflacją późno, ale z przytupem. Podwyżki stóp procentowych zmniejszają obroty trybów gospodarki, poprzez podnoszenie kosztu kredytu oraz pośrednio za sprawą spadającej wartości inwestycji gospodarstw domowych. Naturalnie więc trzecim szokiem jest spadek aktywności gospodarczej.

W naszej ocenie znajdujemy się obecnie w momencie przejściowym, w którym szok inflacyjny powinien wygasnąć. Szok stóp procentowych jeszcze trwa, ale według nas rynki już go w dużej mierze zdyskontowały. Rozpoczyna się natomiast szok wzrostowy. Stąd wydaje nam się najbardziej prawdopodobne, że narracja rynkowa w drugiej połowie 2022 r. uplasuje się pomiędzy motywem wzrostu cen a dyskusjami nad słabnącym tempem aktywności gospodarczej. Możliwe wręcz, że to rozważania nad głębokością spowolnienia gospodarczego, a może wręcz recesji, będą dominującym tematem dla inwestorów. Wobec powyższego, w naszym bazowym scenariuszu rynkowym wciąż stawiamy na ostrożność w podejmowaniu ryzyka inwestycyjnego.

Jednocześnie jednak widzimy duże szanse na odwrócenie się złej passy aktywów odwrotnie skorelowanych z inflacją, których czołowym przedstawicielem są obligacje stałokuponowe emitowane przez podmioty o wysokiej wiarygodności kredytowej. Niewątpliwie ich przecena w pierwszej połowie roku przejdzie do annatów jako najbardziej brutalna bessa obli-

gacyjna od XIX wieku. Rynki są jednak cykliczne i w związku z tym powrót zysków z inwestycji obligacyjnych wydaje się nam tylko kwestią czasu. Naszym zdaniem mieszanka hamującej gospodarki, szczytu inflacji oraz wysokich rentowności (niskich cen) zapewne okaże się skutecznym antidotum na obligacyjne bolączki. Przekładając to na język produktowy, oczekujemy, że drugie półrocze będzie sprzyjać zarówno rozwiązaniom dłużnym krótkoterminowym, jak i obligacyjnym. Te drugie mają w naszej ocenie obecnie większy potencjał, przy czym preferujemy strategię oparte o obligacje emitowane przez podmioty o wysokiej wiarygodności – obligacje skarbowe, obligacje samorządowe oraz obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym.

Znacznie trudniej jest nam wykrzesać optymizm opisując naszą ocenę perspektyw akcji w najbliższych miesiącach. Widmo rewizji w dół zysków spółek oraz impasu politycznego w największych gospodarkach świata to wg nas główne powody wspierające tezę o tym, że bessa jeszcze nie powiedziała ostatniego słowa. Z drugiej strony to właśnie łatwość bycia dziś pesymistą na giełdzie, tj. skrajnie zły sentyment inwestorów, w połączeniu ze znaczną poprawą atrakcyjności wycen, mogą według nas sprawić, że notowania indeksów wykażą się większą odpornością niż dziś zakładamy. Do tego rynki akcyjne są bardzo niejednolite, co może rodzić okazje inwestycyjne. Tak jak w pierwszej połowie 2022 roku obserwowaliśmy bardzo duże zróżnicowanie sektorowe na giełdach, tak w drugim półroczu wg nas również będzie szansa na uchwycenie spółek odpornych, bądź wręcz korzystających na spowolnieniu gospodarczym. Dlatego inwestując w akcje preferujemy rozwiązania aktywnie zarządzane alokacją oraz strategię niebenchmarkowe. Pierwsze pozwalają nam wyrazić ostrożność poprzez konserwatywne zaangażowanie w akcje oraz taktyczne zmienianie ich udziału w zależności od sytuacji. Z kolei niebenchmarkowe rozwiązania akcyjne dają nam dużą swobodę wyboru spółek, branż, sektorów,

które w naszej ocenie oferują najwyższą relację potencjalnego zysku do ryzyka. Miejmy też z tyłu głowy, że wybiegając myślami wprzód, nie pół roku, lecz o całe lata, jednym z realnych wg nas scenariuszy jest trwałe wejście gospodarek i rynków w reżim podwyższonej inflacji (przekraczającej cel banków centralnych). W takim scenariuszu, akcje jawią się nam jako jedna z tych klas aktywów, która ma duże szanse na obronę siły nabywczej oszczędności. Tym bardziej więc uważamy, że to właśnie okresy strachu, pesymizmu i bessy warto wykorzystywać do akumulacji akcji w portfelu inwestycyjnym, obrawszy wcześniej kilkuletni horyzont dla takiej inwestycji.

Dzisiejszy świat może wydawać się kompletnie nieprzewidywalny, niepewny i najeżony ryzykami. Sami też mamy przecucie, że jeszcze „uptynie dużo wody w Wiśle” zanim przejdziemy do „nudnej codzienności”. Jednakże rynki finansowe zaskakiwały już swoją zdolnością do adaptacji, wytwarzania odporności oraz tworzenia coraz to nowych okazji do pomnażania kapitału. Dlatego pozostajemy pokorni wobec prognozowania, świadomi mnogości scenariuszy (również tych pozytywnych!) i wierni wykułemu w boju procesowi inwestycyjnemu.

Fundamenty inwestowania się nie zmieniły – kluczowe naszym zdaniem pozostaje konsekwentne trzymanie się założonej strategii inwestycyjnej, cierpliwość wobec horyzontu inwestycyjnego oraz dbałość o szeroką dywersyfikację inwestycji – pomiędzy klasami aktywów, geograficznie oraz w czasie.

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 dodatkowe, specyficzne ryzyka właściwe tylko dla tych funduszy/subfunduszy. Opis ryzyk danego funduszu/subfunduszu znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz kluczowych informacjach dla inwestorów tego funduszu.

Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.06.2022)

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.06.2022 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2021	2020	2019
WALUTY												
euro	dolar	1,05	%	-2,33	-5,27	-7,79	-11,59	-8,24	-17,23	-6,93	8,94	-2,22
dolar	jen	135,72	%	5,48	11,52	17,94	22,15	20,76	70,10	11,46	-4,94	-0,98
euro	złoty	4,70	%	2,53	1,07	2,44	3,93	11,04	11,28	0,58	7,20	-0,82
dolar	złoty	4,48	%	4,99	6,74	11,08	17,56	21,06	33,88	8,09	-1,61	1,53
frank	złoty	4,69	%	5,52	3,02	6,11	13,84	21,48	33,26	4,82	7,64	2,90
SUROWCE												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	105,76	%	-7,77	5,46	37,37	43,95	129,71	24,48	58,68	-20,54	34,46
miedź	tona (Londyn)	8258,00	%	-12,59	-20,40	-15,05	-11,91	39,09	7,46	25,17	25,79	3,50
złoto	uncja (Londyn)	1807,27	%	-1,64	-6,72	-1,20	2,10	45,56	13,13	-3,64	25,12	18,31
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	111,66	%	-8,77	-0,54	28,20	39,94	54,27	4,31	27,05	-3,50	5,44
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	731,71	%	-11,89	-24,43	-7,19	-8,03	36,23	-25,18	-10,87	22,50	39,72
RYNEK PIENIĘŻNY												
USA	USD LIBOR 3 M	2,29	bps	67,44	132,36	207,60	213,94	98,60	182,45	-2,93	-167,00	-89,93
Euro	EURO LIBOR 3 M	-0,20	bps	14,30	26,30	37,70	34,70	13,60	-84,80	-2,70	-16,20	-7,40
Polska	WIBOR 3 M	6,95	bps	46,00	228,00	451,00	684,00	532,00	192,00	233,00	-150,00	-1,00
OBLIGACJE												
USA 10 Y	rentowność (yield)	3,01	bps	16,88	67,49	150,28	154,49	70,92	136,80	59,69	-100,43	-76,67
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	1,34	bps	21,40	78,80	151,30	154,30	87,00	-24,70	39,20	-38,40	-42,70
Polska 10 Y	rentowność (yield)	6,93	bps	30,50	170,40	325,50	531,00	360,50	177,60	243,60	-88,30	-70,60
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3041,57	%	-2,35	-6,71	-13,93	-13,83	7,15	30,68	-0,95	9,81	14,23
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	277,04	%	-3,43	-7,31	-12,19	-12,71	-4,64	18,85	-1,02	2,65	6,25
US HY	ICE BofAML US High Yield	1357,20	%	-6,81	-9,97	-14,04	-12,66	10,16	53,90	5,36	6,17	14,41
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	294,40	%	-7,01	-10,81	-15,11	-14,84	-0,84	50,02	3,35	2,76	11,29
AKCJE												
USA – szeroki rynek	S&P 500	3785,38	%	-8,39	-16,45	-20,58	-11,92	56,20	177,90	26,89	16,26	28,88
USA – duże spółki	DJIA	30775,43	%	-6,71	-11,25	-15,31	-10,80	44,15	138,94	18,73	7,25	22,34
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	4852,65	%	-10,99	-14,68	-16,23	-10,00	35,53	174,26	28,34	4,96	27,06
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	13713,92	%	-9,88	-15,28	-17,31	-16,28	26,95	137,92	28,27	4,63	22,39
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	934,23	%	-8,02	-9,52	-14,97	-7,77	21,69	111,17	24,91	-1,99	26,82
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	612,25	%	-11,62	-15,72	-24,54	-19,49	16,68	127,35	22,85	4,78	29,09
Niemcy	DAX	12783,77	%	-11,15	-11,31	-19,52	-17,69	3,72	99,24	15,79	3,55	25,48
Wielka Brytania	FTSE250	18666,78	%	-8,58	-11,78	-20,50	-16,58	-3,48	70,75	14,61	-6,38	25,03
Japonia	NIKKEI 225	26393,04	%	-3,25	-5,13	-8,33	-8,33	31,74	193,04	4,91	16,01	18,20
Emerging Markets	MSCI EM	1000,67	%	-7,15	-12,36	-18,78	-27,20	-1,00	6,76	-4,59	15,84	15,42
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1480,13	%	-5,66	-10,48	-15,53	-23,11	19,19	72,86	-2,65	22,75	19,48
Greater China	45% MSCI China 10/40	2318,34	%	6,18	2,86	-11,63	-31,41	2,13		-21,36	28,10	19,35
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2041,09	%	-17,14	-24,02	-4,17	-22,11	-19,77	-42,04	-13,13	-15,97	13,71
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	192,26	%	-9,75	-15,08	-35,53	-33,71	-23,31	-44,85	19,66	-11,02	13,70
Rosja	RTSI \$	1345,01	%	11,33	31,70	-15,71	-18,67	34,37	-0,41	15,01	-10,42	44,93
Węgry	BUX	39240,53	%	-0,40	-12,27	-22,63	-16,93	11,46	126,29	20,63	-8,76	17,74
Czechy	PX	1251,75	%	-4,44	-8,45	-12,22	8,58	27,68	38,94	38,84	-7,93	13,08
Brazylia	BOVESPA	98541,95	%	-11,50	-17,88	-5,99	-22,29	56,66	81,29	-11,93	2,92	31,58
Indie	S&P BSE SENSEX	53018,94	%	-4,58	-9,48	-8,99	1,02	71,46	204,18	21,99	15,75	14,38
Chiny	SHCOMP	3398,62	%	6,66	4,50	-6,63	-5,36	6,46	52,72	4,80	13,87	22,30
Polska – szeroki rynek	WIG	53573,42	%	-6,72	-17,45	-22,69	-18,91	-12,20	31,27	21,52	-1,40	0,25
Polska – duże spółki	WIG20	1695,97	%	-7,97	-20,49	-25,19	-23,55	-26,26	-25,46	14,26	-7,73	-5,56
Polska – średnie spółki	mWIG40	4069,37	%	-6,43	-14,83	-23,10	-15,66	-17,08	76,92	33,07	1,75	-0,03
Polska – małe spółki	sWIG80	17284,34	%	-4,86	-12,32	-13,82	-16,02	7,56	81,55	24,60	33,64	13,94

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 30.06.2022 r.

Prognozy makroekonomiczne

WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 kw.)		
	2022	2023		2022	2023		2022	2023
Polska	4,6	2,8	Polska	13,1	9,2	USDPLN	4,32	4,02
Stany Zjednoczone	2,4	1,8	Stany Zjednoczone	7,6	3,4	EURPLN	4,65	4,50
Strefa Euro	2,7	1,9	Strefa Euro	7,2	3,2	CHFPLN	4,51	4,29
Chiny	6,0	5,3	Chiny	2,2	2,3	GBPPLN	5,34	5,17
Kraje rozwijające się	3,7	4,5	Kraje rozwijające się	5,8	4,5			
Kraje rozwinięte	2,6	1,9	Kraje rozwinięte	7,4	3,6			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 14.07.2022 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.

„**Czarny łabędź**” – w przypadku nauk ekonomicznych, termin oznaczający nieoczekiwane zdarzenie, którego prawie nikt nie jest w stanie przewidzieć. Zdarzenia te, jeśli się zmateriaлизują, mają często ogromny wpływ na świat i co do zasady negatywnie oddziałują na sferę gospodarczą oraz społeczną.

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.

Inflacja CPI (z 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.

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.

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.

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.

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.

Grupa	Rating
Poziom inwestycyjny	AAA
	AA+
	AA
	AA-
	A+
	A
	A-
	BBB+
	BBB
BBB-	
Poziom spekulacyjny	BB+
	BB
	BB-
	B+
	B
	B-
	CCC
	CC
	C
D	

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

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

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.

Wskaźnik cena/wartość księgową (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. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych nie będących własnością Pekao TFI S.A., Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów internetowych. 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 kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego – informacjami 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: 30.06.2022 r.



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