



**Pekao TFI**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY



# Perspektywy rynkowe

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

Data sporządzenia: grudzień 2022 r.

Widzimy szansę na **pozytywne odreagowanie na rynku długu**,  
ale **wyższa zmienność cen** może pozostać z nami na dłużej.

# 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



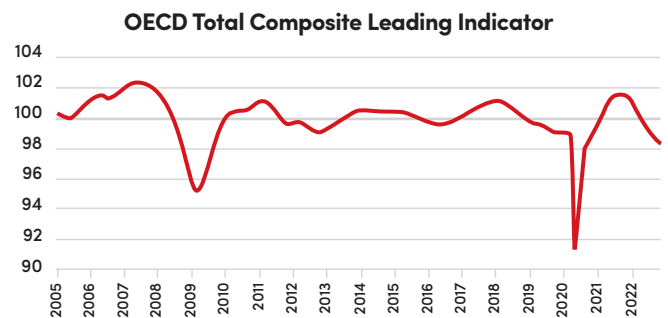
## Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu  
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Podsumowując 2022 rok nie da się uciec od wskazania dwóch najważniejszych czynników, które ukształtowały jego obraz zarówno na rynkach finansowych, jak i w gospodarce realnej. Pierwszym z nich był oczywiście dalszy wzrost wszechobecnej inflacji, która przyspieszyła w większości gospodarek do poziomów nienotowanych od dziesięcioleci. Drugim, powodującym perturbacje na rynkach finansowych, ale również wydatnie wzmacniającym impuls inflacyjny, była inwazja Rosji na Ukrainę. W konsekwencji cały rok okazał się bardzo słaby praktycznie dla wszystkich klas aktywów (tabela Zmiany głównych indeksów giełdowych, cen surowców oraz rentowności obligacji, str. 2). Co gorsza, w tandemie spadały notowania klas aktywów uznawanych za ryzykowne (akcje, obligacje firm), ale też tych mających status najbezpieczniejszych (obligacje skarbowe).

Słabe zachowanie większości klas aktywów w minionym roku było w dużej mierze zbieżne z naszymi oczekiwaniami przedstawionymi w zeszłorocznym wydaniu „Perspektyw rynkowych”. Za główną przyczynę powszechnej bessy uznajemy bezprecedensowo silną reakcję banków centralnych na świecie, próbujących schłodzić „przeżrzaną” na początku 2022 roku gospodarkę i zapanować nad rozpędzającą się inflacją. Wojna w Ukrainie poprzez swój impuls inflacyjny wydatnie tę walkę utrudniła, sprawiając, że przeprowadzone zacieśnienie monetarne było jeszcze szybsze i dotkliwsze niż można się było spodziewać jeszcze na początku roku.

U prognozy 2023 roku trudno było o optymizm skłaniający do stwierdzenia, że inflacja wygasa, a wojna jest bliska zakończenia. Niemniej jednak w naszej ocenie perspektywy dla inwestorów na 2023 rok są już wyraźnie lepsze niż w minionym. Nie tylko dlatego, że w wyniku dotkliwej przeceny poziom wycen czy rentowności jest w naszej opinii znacznie atrakcyjniejszy. Hamująca gospodarka światowa (wykres OECD Total Composite Leading Indicator) oraz dokonane już rekordowe zacieśnienie monetarne sprawiły, że w niektórych krajach koniec cyklu już miał miejsce. Według naszych zarządczących w wielu pozostałych zbliżamy się do niego.



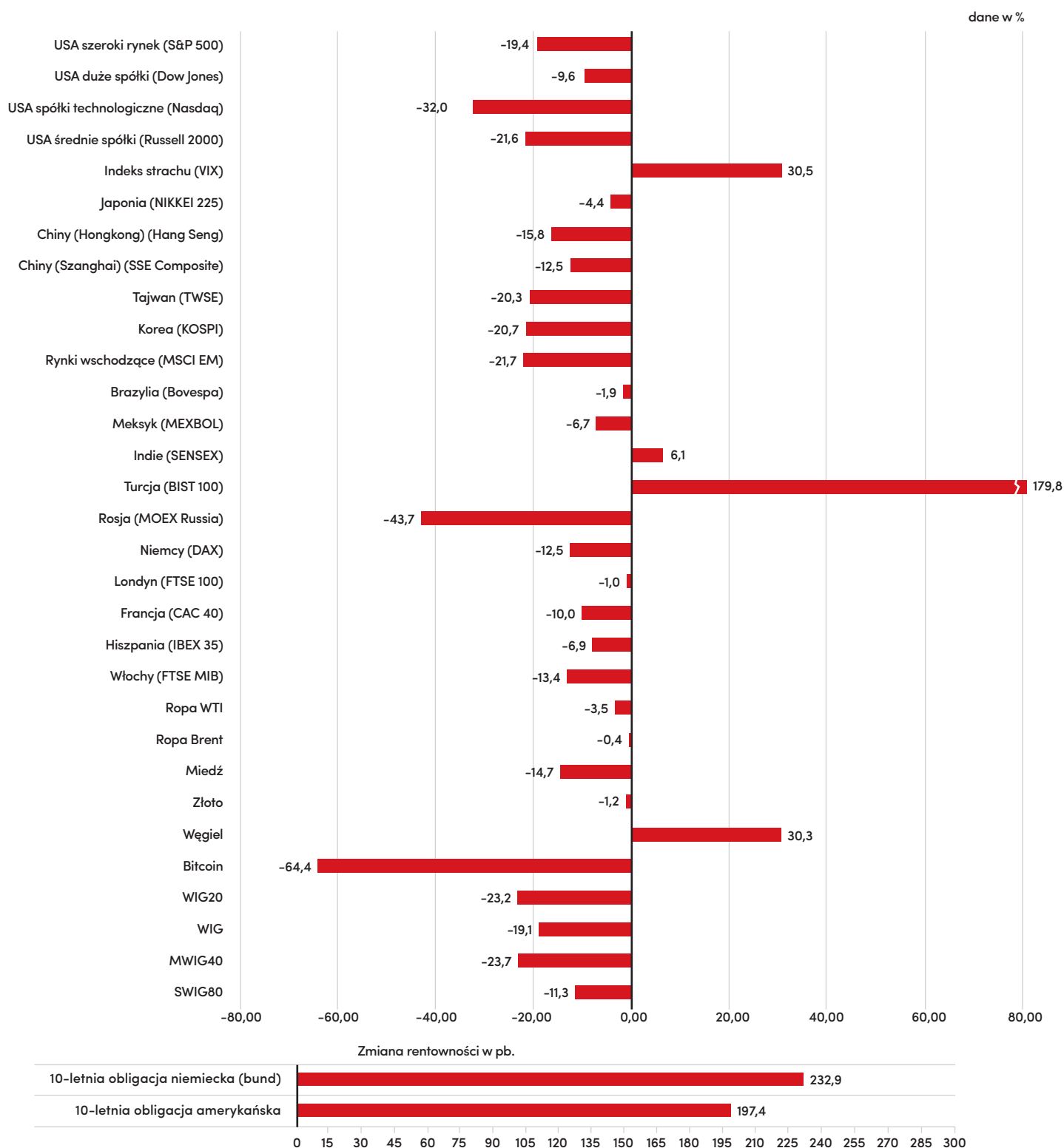
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

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

To, w ocenie naszych zarządzających, dobre środowisko dla obligacji skarbowych. Przypomnijmy, że ta klasa aktywów, powszechnie uważana za najbezpieczniejszą, została najbardziej i najwcześniej dotknięta przez szok inflacyjny. W perspektywie przynajmniej pierwszego półrocza 2023 r. jest to preferowana przez naszych zarządzających klasa aktywów.

Jeżeli chodzi o bardziej ryzykowne klasy aktywów takie jak akcje, surowce czy obligacje korporacyjne, to sytuacja jest bardziej skomplikowana. Dobre długoterminowe fundamenty surowców oraz zaawansowana już bessą na rynkach akcyjnych czy obligacji korporacyjnych sprawiają, iż pojawia się pokusa zwiększania zaangażowania także w tych klasach aktywów. Ze względu jednak na szybko spowalniającą gospodarkę światową oraz naszą obawę, iż wyceniane dziś „miękkie lądowanie” przerodzi się jednak w głębszą recesję, pozostajemy tutaj ostrożniejsi. Nasi zarządzający preferują oczekiwanie na lepszy moment wejścia, który w ich ocenie ma bardzo duże prawdopodobieństwo pojawić się już w pierwszej połowie 2023 roku. W tym kontekście każda głębsza korekta spadkowa na tych rynkach może stanowić okazję do zakupów z myślą o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym. Zapraszamy do lektury „Perspektyw rynkowych na 2023 rok”.

**Zmiany głównych indeksów giełdowych, cen surowców (%) oraz rentowności obligacji w punktach bazowych (pb.) w okresie 31.12.2021 – 16.12.2022 r.**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

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

# Makroekonomia, banki centralne i rynek długu

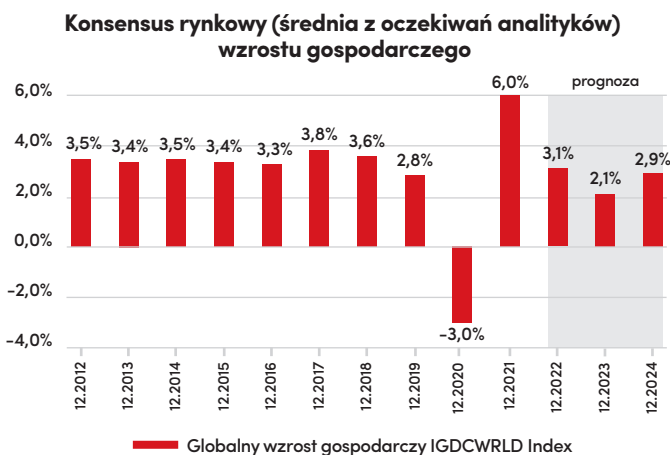


**Dariusz Kędziora, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi

## Globalna gospodarka

W odniesieniu do większości głównych gospodarek na świecie cykl gospodarczy nieubtarganie wskazuje w stronę recesji. Podstawowym pytaniem pozostaje to, jak głęboka i jak długa będzie owa recesja. Zważywszy na sytuację na rynkach na koniec 2022 r. oraz biorąc pod uwagę prognozy ekonomistów na rok 2023 wyraźnie widać, iż większość uczestników rynku liczy, że gospodarka globalna odnotuje spowolnienie aktywności gospodarczej, aczkolwiek uniknie długotrwałej i głębokiej recesji.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

Naszym zdaniem taki scenariusz, który można by zdefiniować jako „soft landing” (tzw. miękkie lądowanie) jest optymistycznym założeniem. Problem polega na tym, że jeszcze nigdy rozwiązanie problemu tak wysokiej inflacji, z jaką mieliśmy do czynienia w 2022 roku, nie było „bezbolesne”. Innymi słowy, każdy okres tak wysokiej inflacji kończył się prędzej czy później głęboką i długotrwałą zapaścią ekonomiczną (scenariusz tzw. „twardego lądowania”).

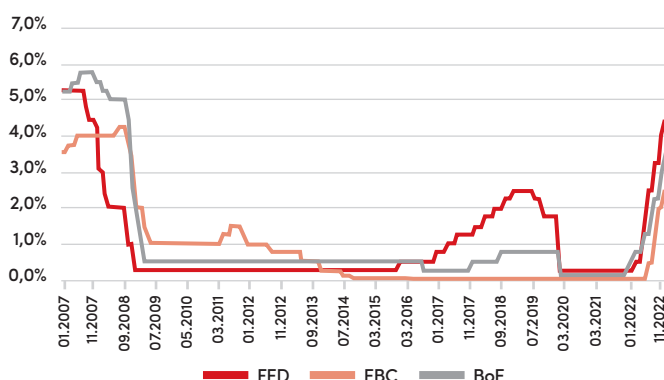
Czy tym razem może być inaczej? Za łagodnym spowolnieniem gospodarczym przemawia na pewno sytuacja na rynku pracy (utrzymujące się rekordowo niskie bezrobocie) oraz dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. O ile odczyty wskaźników wyprzedzających koniunkturę (zazwyczaj są to dane ankietowe) od dłuższego czasu wskazują na ostre hamowanie aktywności gospodarczej, o tyle tzw. twarde dane (publikowane wskaźniki gospodarcze) cały czas trzymają się na „niezłych” poziomach podtrzymując tym samym nadzieję inwestorów, iż recesja jest do uniknięcia.

Uważamy jednak, że może to być sytuacja przejściowa. Spodziewamy się, iż w pierwszej połowie 2023 roku „twarde dane” zaczną się istotnie pogarszać. Będzie to przede wszystkim skutkiem znacząco wyższych stóp procentowych. Należy pamiętać, na co również coraz częściej w swojej komunikacji zwracają uwagę banki centralne, iż podwyżki stóp procentowych oddziałują na realną gospodarkę z kilkukwartalnym opóźnieniem. Biorąc to pod uwagę, najbardziej dotkliwe skutki działań banków centralnych w obszarze stóp zaobserwujemy więc dopiero w 2023 roku.

Drugim kluczowym elementem pogarszającym perspektywę gospodarczą są konsekwentnie spadające realne dochody gospodarstw domowych. Obecnie w wielu gospodarkach widać jeszcze efekty pomocy fiskalnej i nagromadzonych w czasie pandemii oszczędności. Za kilka miesięcy te „bufory” się jednak wyczerpią i konsumenci coraz bardziej będą odczuwali skutki wysokiej inflacji. Tym bardziej, iż w większości krajów za wzrostem cen nie nadążają wzrosty płac. Pomoc finansowa z budżetów państwowych, szczególnie w Europie, łagodzi te skutki, ale nie jest w stanie całkowicie wyeliminować negatywnych konsekwencji.

Do słabnących danych gospodarczych należy dodać również ryzyka dla stabilności systemu finansowego. Należy pamiętać,

**Wzrost stóp procentowych w 2022 roku  
na tle poziomów historycznych  
(w USA – Fed, Strefie Euro – EBC i Wielkiej Brytanii – BoE)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

Jeżeli banki centralne poza podnoszeniem stóp są w fazie wycofywania płynności z rynków finansowych. Przykładem może być tu amerykański program określany jako „quantitative tightening” (QT, czyli „ilościowe zacieśnianie”). Tego typu operacje były historycznie bardzo rzadko przeprowadzane i do końca żaden bank centralny nie wie, gdzie jest limit tego typu działań, przy którym system finansowy przestaje prawidłowo funkcjonować. W 2019 roku amerykańska Rezerwa Federalna (FED) była zmuszona wycofać się z programu QT, po tym jak rynek międzybankowych pożyczek na moment przestał działać. W 2022 roku podobnej wagi sytuacja miała miejsce w Wielkiej Brytanii, gdzie także bank centralny zmuszony był do interwencji po gwałtownym wzroście rentowności obligacji rządowych. Co będzie katalizatorem kolejnym razem i kiedy to nastąpi? Tego nie wiemy. Aczkolwiek jest to czynnik, który bierzemy pod uwagę konstruując nasze strategie inwestycyjne na 2023 rok.

Duży wpływ na sytuację gospodarczą w 2023 roku będą miały również Chiny. Otwieranie się tej gospodarki po okresie pandemii i oddziaływanie tego na inne gospodarki będzie jednym z baczniej obserwowanych procesów w 2023 roku. Widzimy jednak tutaj dużo ryzyk, szczególnie w pierwszej połowie 2023 roku, kiedy to społeczeństwo chińskie będzie musiało nabyć naturalną odporność na wirusa – mówiąc wprost „przechorować”. Pozytywny efekt w postaci większego popytu z Chin może się więc dopiero ujawnić w dalszej części 2023 r.

## Inflacja

Analizując kwestię inflacji wydaje się, iż jej kształtowanie się staje się coraz bardziej zróżnicowane na świecie. W USA, ale również wielu krajach rozwijających się, możemy stwierdzić, że szczyt inflacji mamy już za nami. Trochę inaczej sytuacja wygląda w Europie, gdzie szczyt spodziewany jest dopiero w I kwartale 2023 roku. Różnicują się też czynniki podtrzymujące inflację po obu stronach Oceanu.

Do ujednoczenia natomiast dążą czynniki dezinflacyjne, które naszym zdaniem będą coraz bardziej dominować w 2023 r. Wśród tych czynników do najważniejszych zaliczamy: coraz słabszy popyt w gospodarce wraz z wygasaniem rządowych programów pomocowych, spadające ceny surowców, normalizacja łańcuchów dostaw oraz olbrzymie zapasy dóbr trwałych, które w końcu muszą znaleźć ostatecznych odbiorców. Do tego nakłada się również znaczący spadek tempa wzrostu podaży pieniądza, który obserwowany jest w globalnej gospodarce od kilku kwartałów. Wszystkie te czynniki powinny sprowadzać inflację w kierunku celów banków centralnych w 2023 r.

Otwartym pytaniem pozostaje natomiast, czy wspomniane cele (w okolicach 2%) będą osiągnięte. Wiele procesów inflacyjnych, z którymi mieliśmy do czynienia przez ostatnie dwa lata, ma swoje strukturalne podłoże i zakładamy, że wiele z nich pozostanie w mocy w kolejnych latach. Wśród czynników tych należy wymienić choćby zmiany demograficzne, transformację energetyczną czy potencjalną deglobalizację.

**Inflacja (CPI) w USA i strefie euro**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

Może się więc wydarzyć taka sytuacja, że inflacja szybko spadnie w okolice 4% w krajach rozwiniętych, ale jej dalszy spadek będzie stał pod dużym znakiem zapytania. Bardzo interesujące będzie wtedy zachowanie się banków centralnych. Czy będą dalej utrzymywać restrykcyjne warunki monetarne, mimo słabego wzrostu gospodarczego lub wręcz recesji? Czy jednak przesuną swoją uwagę na wzrost gospodarczy i rozpoczną obniżanie stóp, pomimo wciąż panującej niepewności wokół docelowej inflacji?

## Banki centralne

Przekładając oczekiwania inflacyjne na zachowanie się banków centralnych spodziewamy się, iż 2023 rok przyniesie sporo zmian. Jeżeli chodzi o najważniejszy bank centralny – amerykańską Rezerwę Federalną (Fed) – to uważamy, że podstawowe pytanie na 2023 rok już nie dotyczy tego, jak długo będzie pod-



nosiła stopy procentowe. Istotniejszym pytaniem będzie to, kiedy Fed zacznie obniżać stopy procentowe. I odpowiedź na to drugie pytanie będzie decydowała o zachowaniu się rynków.

Zgodnie z tym, co wspomnieliśmy wcześniej, wydaje się, iż spadek inflacji w okolice 4% będzie osiągnięty w dość prosty sposób. Odpowiedź na pytanie, czy inflacja spadnie jeszcze bardziej, czyli w okolice 2% lub niżej, będzie uzależniona od stanu gospodarki.

W scenariuszu „miękkiego lądowania”, który jest obecnie wyceniany przez rynek, przestrzeń na obniżki w 2023 roku będzie ograniczona. Możemy mieć więc do czynienia z okresem dłuższego przestoju w zmianach poziomu stóp procentowych.

Natomiast, jeśli zrealizuje się scenariusz, do którego bardziej się przychylamy, czyli „twarde lądowanie” gospodarki amerykańskiej, wtedy przestrzeń na obniżki stóp procentowych w drugiej połowie 2023 roku i w 2024 jest większa, niż obecnie to wycenia rynek.

Natomiast wydaje się, że Europejski Bank Centralny (EBC) stoi przed jeszcze trudniejszym zadaniem niż Fed. Inflacja w strefie euro cały czas nie osiągnęła szczytu i już teraz jest na wyższym poziomie niż w USA. Stopy procentowe zaś pozostają na istotnie niższych poziomach. Jednocześnie gospodarka w strefie euro już teraz radzi sobie dość mizernie. Na ostatniej konferencji prasowej w 2022 roku EBC postanowił zdecydowanie zaostrzyć kurs i utwierdził inwestorów w swym „jastrzębim” nastawieniu. Zastanawiamy się jednak, czy ta zmiana nie przyszła zbyt późno, biorąc pod uwagę rozkład ryzyk dotyczących wzrostu gospodarczego i inflacji na 2023 rok.

## Europa Środkowo-Wschodnia (kraje CEE)

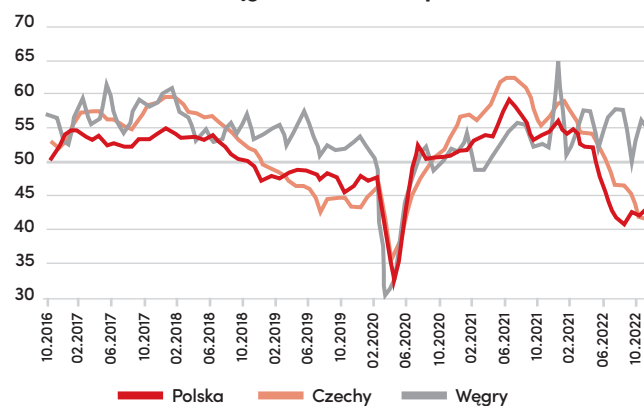
W regionie Europy Środkowo-Wschodniej w 2022 roku mieliśmy do czynienia z szeregiem tzw. „szoków”, które mocno utrudniają ocenę bieżącej sytuacji i wyjątkowo komplikują prognozowanie najbliższej przyszłości. Przede wszystkim chodzi tu o implikacje rosyjskiej napaści zbrojnej na Ukrainę. Widać, iż część rynkowych efektów, obserwowanych zaraz po wybuchu wojny, jak chociażby premia za ryzyka na walucie i obligacjach, stopniowo ustąpiła. Wiele z tych elementów wciąż jednak wpływa na procesy gospodarcze i stanowi zagadkę, nie tylko dla uczestników rynku, ale i dla ekonomistów.

W Polsce konflikt w Ukrainie, a szczególnie napływ uchodźców, miał przełożenie na wyższy popyt konsumpcyjny. Wydaje się, iż w jakimś stopniu także przemysł korzysta na byciu krajem „przyfrontowym”. Trudno prognozować jak długo ten wpływ będzie się utrzymywać. Wydaje się jednak, że zarówno Polska, jak i cały region, nie ucierpiały w takiej skali na wojnie za naszą wschodnią granicą, jak początkowo się obawiano.

Natomiast nie ulega wątpliwości, że perspektywy gospodarcze w całym regionie wyglądają coraz gorzej. Wskaźniki wyprzedzające od dłuższego czasu wskazują na środowisko

recesyjne. Dotychczas jednak, poza niektórymi sektorami, nie widać jeszcze recesji w tzw. „twardych danych” (publikowanych danych makroekonomicznych). Jednak naszym zdaniem, również w tym przypadku sytuacja ulegnie pogorszeniu. Najbardziej zaawansowane w gospodarczym spowolnieniu są Czechy. Na drugim biegunie jest Polska, na co miały wpływ zarówno wspomniane wcześniej procesy, jak i mocne wsparcie ze strony fiskalnej.

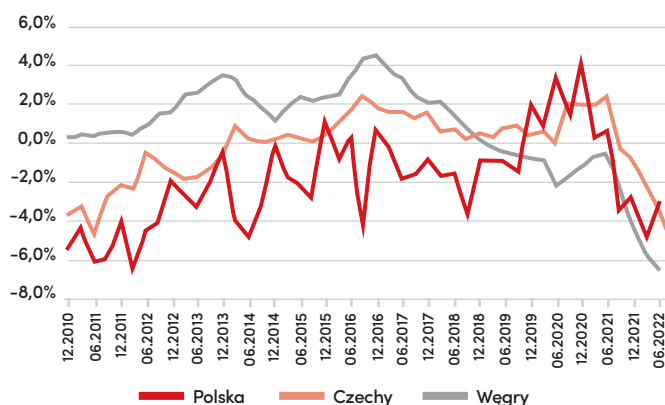
Wskaźnik PMI dla przemysłu w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech – dane w punktach



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

Wydaje się jednak, iż skala wspierania gospodarek przez wydatki rządowe, co było szczególnie widoczne na Węgrzech na początku 2022 r. oraz w Polsce w drugiej połowie 2022 r., będzie musiała zostać ograniczona. Ekspansja fiskalna na pewno nie pomogła w walce z inflacją. Co ważniejsze jednak, inwestorzy zagraniczni coraz uważniej przypatrują się krajom, które przesadnie luzują dyscyplinę fiskalną. Było to widoczne w 2022 roku w Wielkiej Brytanii i stanowi na pewno przestrożę dla innych krajów, szczególnie tych, które są uzależnione

Polska, Węgry, Czechy – saldo rachunku obrotów bieżących za 12 miesięcy / PKB (dane kwartalne)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

od zewnętrznego finansowania. Do nich coraz bardziej zaliczają się państwa Europy Środkowo-Wschodniej (CEE), których bilans wymiany zagranicznej uległ znaczącemu pogorszeniu w 2022 roku (głównie za sprawą wysokich cen importowanych surowców).

Wszystko wskazuje, że rok 2023 dalej będzie stał pod znakiem wysokiej inflacji, aczkolwiek zmieni się jej nasilenie. W naszej ocenie, o ile sytuacja na rynku surowców nie ulegnie dramatycznej zmianie, inflacja zacznie spadać po pierwszym kwartale 2023 roku. Wysoka według nas pozostanie jednak inflacja bazowa. Tutaj największy wpływ ma sytuacja na rynku pracy, a ta w całym regionie wygląda w dalszym ciągu bardzo dobrze. Pomimo pogarszających się perspektyw gospodarczych nie widać jeszcze oznak istotnego schłodzenia. Płace nominalne wprawdzie nie nadążają za wzrostem inflacji, ale też nie widać na razie by tempo ich wzrostu znacząco spadało.

Banki centralne w regionie mniej lub bardziej otwarcie opowiedziały się za brakiem skuteczności dalszego podnoszenia stóp procentowych. Jest to dosyć ryzykowna strategia, zważywszy że presja inflacyjna jest cały czas silna i może przejawiać się w bardzo powolnym spadku w 2023 roku. Osiągnięcie celu inflacyjnego również oddala się w czasie. Dodatkowo, przy tak negatywnych realnych stopach procentowych, kraje CEE są podatne na osłabianie się walut, które stają się niejako wentylem bezpieczeństwa.

W 2022 r. każdy bank centralny musiał interweniować, by nie dopuścić do przesadnej deprecjacji waluty, natomiast metody były różne. Czeski bank centralny otwarcie interweniował na rynku używając rezerw walutowych. Węgierski bank był zmuszony drastycznie podnieść stopy procentowe do 18%. Natomiast polski NBP wybrał pośrednią drogę polegającą na ograniczonych interwencjach oraz zarządzaniu płynnością sektora międzybankowego.

Pod koniec 2022 roku sytuacja na rynku walutowym w regionie wydaje się być opanowana. Nie wykluczamy dalszej presji deprecjacyjnej wśród regionalnych walut w 2023 r., tym bardziej iż wraz ze wzrostem nominalnych płac spada realna konkurencyjność gospodarek regionu. Nie zakładamy jednak, iż osłabienie walut będzie niosło ryzyka systemowe.

W sytuacji braku turbulencji na rynku walutowym, banki centralne będą przygotowywać się do pierwszych obniżek stóp procentowych. Najszybciej może do tego dojść w Czechach, gdzie gospodarka jest najstabsza a inflacja powinna spadać najszybciej. Pewnym znakiem zapytania są Węgry, dla których utrzymywanie obecnych stóp procentowych będzie zabijać aktywność gospodarczą. Obniżki są jednak uzależnione od zachowania się forinta. Natomiast w Polsce, wbrew zapowiedziom niektórych członków RPP, nie widzimy przestrzeni na obniżki stóp w 2023 r.

**Kurs PLN (polski złoty) w odniesieniu do EUR (euro)**



**Kurs CZK (korona czeska) w odniesieniu do EUR (euro)**

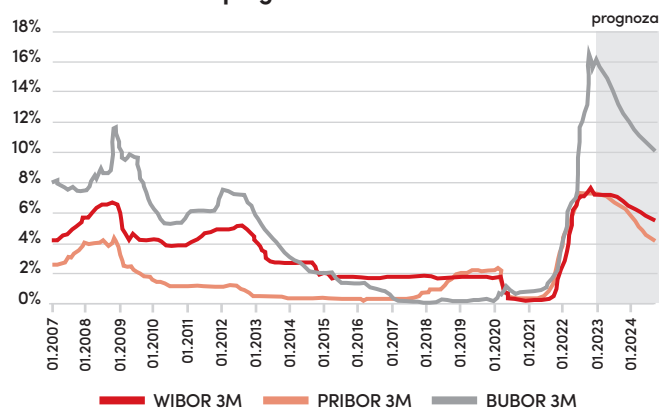


**Kurs HUF (węgierski forint) w odniesieniu do EUR (euro)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

**WIBOR (Polska), PRIBOR (Czechy), BUBOR (Węgry) – prognozowane obniżki**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r. Prognozy na podstawie notowań kontraktów FRA.



# Strategia rynkowa



**Dariusz Kędziora, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi



**Łukasz Tokarski, CFA**

Zastępca Dyrektora Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi, Zarządzający portfelem

Gwałtowny wzrost stóp procentowych w latach 2021–2022 zmienił drastycznie środowisko inwestycyjne, w jakim działamy, na korzyść inwestorów obligacyjnych. Po kilku latach stóp procentowych utrzymywanych na bardzo niskim poziomie, w końcu pojawiła się możliwość by fundusze obligacyjne spełniały swoją główną funkcję – generowanie stałego przychodu. Co interesujące, wg nas ten przychód wcale nie musi być obciążony dużym ryzykiem kredytowym czy ryzykiem stopy procentowej. Można więc powiedzieć, że od lat inwestorzy obligacyjni nie byli w tak dobrej sytuacji.

Z uwagi na powyższe podtrzymujemy stanowisko, że najbardziej atrakcyjną relację zysku do ryzyka wykazują fundusze dłużne krótkoterminowe. Przedstawiony scenariusz stanowi oszacowanie przyszłych wyników w oparciu o dane z przeszłości, tj. w jaki sposób wartość inwestycji ulegała zmianie oraz w oparciu o aktualne warunki rynkowe, i nie jest dokładnym wskaźnikiem. Uzyskany wynik będzie się różnił w zależności od funkcjonowania rynku i okresu posiadania inwestycji. I tak, według nas przy obecnych rentownościach produkty te są w stanie generować wysoką jednoczynową stopę zwrotu przy relatywnie niskim ryzyku. Efekt ten zaczął już być widoczny pod koniec 2022 roku, kiedy wyniki funduszy znacząco się poprawiły. Naszym zdaniem poprawa wyników będzie kontynuowana w 2023 roku, na co złożą się dwie główne klasy instrumentów dłużnych budujące portfele funduszy dłużnych krótkoterminowych – obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu oraz polskie obligacje korporacyjne.

Polskie obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu po roku, który przyniósł rekordową w historii przecenę tego typu papierów i pomimo istotnego powrotu cen pod koniec 2022 r., pozostają niezwykle rentownym i atrakcyjnym aktywem. Poziomy marż na obligacjach o zapadalności powyżej 5 lat przekraczają 100 pkt bazowych (1 pkt proc.) i są wyższe niż obserwowane jeszcze półtora roku temu marże na obligacjach wysokiej jakości emitentów korporacyjnych. Mogą one w obecnych warunkach stanowić atrakcyjne rozwiązanie dla tych, którzy chcą z jednej strony korzystać z wysokich bieżących

stóp procentowych, a jednocześnie chcą uniknąć ryzyka wahań wyceny inwestycji, w związku z dużymi zmianami poziomu rynkowych stóp procentowych, obserwowanymi na dłużu o stałym oprocentowaniu.

Obligacje korporacyjne emitowane w polskim złotym zostały silnie dotknięte przez perturbacje rynkowe w 2022 r. Przejawiało się to brakiem emisji na rynku pierwotnym i tendencją do rozszerzenia spreadów kredytowych na rynku wtórnym. Odbęto się to pomimo braku istotnych trudności ze spłacalnością obligacji. Rynek, obserwując pogorszenie koniunktury gospodarczej, wyprzedzająco wycenił dużo większą premię za ryzyko w cenach. W swoich prognozach pozostajemy ostrożnie nastawieni do obligacji korporacyjnych. Zakładamy, że mogą się pojawić pewne problemy z „rolowaniem” lub spłacalnością obligacji. Tym niemniej bardzo duża premia za ryzyko, którą otrzymują tu inwestorzy sprawia, że sensowne jest utrzymywanie ekspozycji w tym segmencie rynku. Przykładamy przy tym bardzo dużą wagę do selekcji opartej o jakość, czyli wysoką zdolność i wiarygodność kredytową poszczególnych firm.

Jeśli chodzi o fundusze dłużne długoterminowe, to upatrujemy w nich okazji do generowania dochodów z procesu aktywnego zarządzania. Spadek inflacji z tak wysokich poziomów, jakie obserwujemy pod koniec 2022 roku, na pewno będzie jeszcze obfitował w niespodzianki, a ryzyko utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie cały czas „ciężcy nad rynkiem”. Według nas rynek prawdopodobnie będzie oscylował między scenariuszem miękkiego i twardego lądowania w gospodarce. To zapewne będzie prowadzić do utrzymywania się dużych wahań cen. Natomiast w długoterminowej perspektywie klasa obligacji stałoprocentowych jest już atrakcyjna i raczej upatrujemy szans w wahaniami rynku do zajęcia długiej pozycji w obligacjach stałoprocentowych.

# Globalne obligacje korporacyjne



**Karol Ciuk, CFA, CAIA**

Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Strategiami Globalnymi,  
Zarządzający portfelem

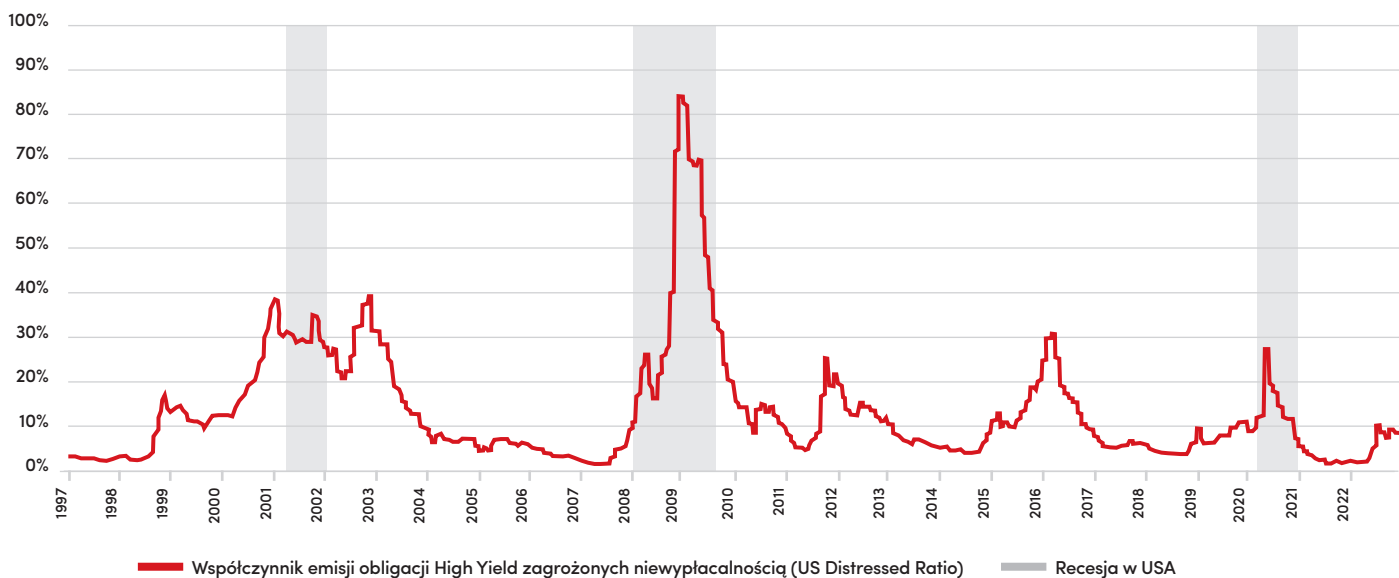
Rynek globalnych obligacji korporacyjnych pozostawał w 2022 r. pod wpływem polityki głównych banków centralnych, które w obawie przed rosnącą inflacją gwałtownie podwyższały stopy procentowe. W otoczeniu dynamicznie rosnących rentowności obligacji byliśmy świadkami bezprecedensowej przeceny, która mocno zmieniła obraz całego rynku obligacji korporacyjnych.

Zanim jednak przejdziemy do prognoz na 2023 rok, warto odnieść się do wydarzeń z 2022 roku i wyciągnąć pierwsze wnioski. Rok 2022 pozostanie w pamięci inwestorów bardzo długo i zostanie zapamiętany jako dotkliwa *bessa* na globalnym rynku obligacji, której skala i szeroki zakres zaskoczyły nawet pesymistów.

Rzadko bowiem banki centralne tak gwałtownie podnoszą koszt pieniądza. W Stanach Zjednoczonych ostatni raz szybsze

tempo podwyżek stóp procentowych obserwowaliśmy na początku lat 80-tych, gdy amerykańska Rezerwa Federalna, na której czele stał ówczesny prezes Paul Volker walczyła z dwucyfrową inflacją. Aktualny prezes Fed Jerome Powell także walczy z inflacją (choć jednocyfrową), ale na pewno ma trudne zadanie. Dynamika cen przekroczyła znacznie cel inflacyjny, gospodarka zaczyna spowalniać, ale rynek pracy wciąż jest mocny, co uzasadnia podwyżki stóp procentowych. To wszystko to już jednak historia, a my wiemy, że restrykcyjna polityka pieniężna działa na gospodarkę negatywnie, choć z pewnym opóźnieniem. Natomiast szok w postaci gwałtownego wzrostu kosztu pieniądza zwiększa ryzyko tzw. twardego lądowania (z ang. *hard landing*). Według analityków ankietowanych przez Bloomberga ryzyko recesji w ciągu kolejnych 12-stu miesięcy wynosi 60% w Stanach Zjednoczonych, a dla strefy euro sięga aż 80%. W przypadku recesji skala upadłości

**Udział emisji zagrożonych upadłościami na rynku obligacji spekulacyjnych w Stanach Zjednoczonych (distressed ratio)**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

przedsiębiorstw jest wyższa niż w normalnych warunkach i ma to wpływ na rynek obligacji.

Choć warto zaznaczyć, że ilość bankructw uzależniona jest od tzw. standingu kredytobiorcy. W przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym, nawet w trakcie recesji, stopa bankructw jest stosunkowo niska i często nie przekracza nawet 1%. Stąd też należy oczekiwać, że ten segment rynku będzie bardziej odporny na ewentualne zawirowania gospodarcze. Na rynku obligacji o ratingu spekulacyjnym (tzw. *high yield*) te proporcje wyglądają gorzej i przy głębszym kryzysie gospodarczym bankructwa potrafią sięgnąć kilkunastu procent. Tu jednak warto zwrócić uwagę na obecną strukturę rynku i fakt, że nie każda obligacja *high yield*’owa ma takie samo ryzyko kredytowe. Choć w przypadku strefy euro ryzyko recesji jest wyższe (o czym pisaliśmy wcześniej), to wśród emitentów dominują obligacje o ratingu BB (najwyższy rating spekulacyjny) z udziałem ok. 70%, natomiast w przypadku rynku amerykańskiego jest to około 50%. To oznacza, że strukturę europejskiego rynku można uznać za „bezpieczniejszą”, co powinno ograniczać potencjał do wzrostu tzw. stopy bankructw (*default rate*) w razie recesji. Natomiast w przypadku rynku amerykańskiego warto odnieść się do oficjalnych prognoz S&P Global Ratings. Według tej instytucji na koniec września 2023 roku stopa bankructw może sięgnąć w bazowym scenariuszu 3,75% (czyli blisko długoterminowej średniej), w porównaniu do wyjątkowo niskiego poziomu 1,6% odnotowanego we wrześniu 2022 r. Te prognozy wskazują jednoznacznie, że wzrost kosztu finansowania i zacieśnianie

warunków kredytowych odbije się na sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Mimo dość niepewnych perspektyw, patrząc na wyceny obligacji korporacyjnych możemy dostrzec wiele pozytywnych informacji (Tabela: Rentowności wybranych obligacji korporacyjnych i skarbowych w USA i Europie). Obecnie rentowności indeksów obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym wynoszą 5,18% i 3,84% dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Są to poziomy znacząco powyżej historycznych średnich, które ostatni raz obserwowaliśmy ponad 10 lat temu. Jako przykład można wskazać, że nieco ponad rok temu w strefie euro rentowność indeksu tej grupy obligacji korporacyjnych wynosiła zaledwie 0,25%. W przypadku obligacji o ratingu spekulacyjnym, tzw. *high yield*, rentowności są oczywiście wyższe (8,46% i 7,19% w przypadku USA i strefy euro), choć tu warto podkreślić, że niższe w relacji do historycznych średnich niż w przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym.

Na zmiany cen obligacji korporacyjnych w 2022 roku największy wpływ miały wzrosty rentowności obligacji skarbowych. Widać to także po stopach zwrotu. Główny indeks amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym stracił do 16 grudnia 2022 roku około 10%, a w przypadku obligacji o ratingu spekulacyjnym było to 13,5%. Paradoksalnie okazało się, że to „bezpieczniejsze” obligacje przyniosły większą stratę. Głównym winowajcą był dynamiczny wzrost rentowności obligacji skarbowych, a w mniejszym stopniu rosnące *spread*’y kredytowe, które obecnie

### Rentowności wybranych obligacji korporacyjnych i skarbowych w USA i Europie

	Rentowność	średnia 3 lata	minimum 3 lata	× średnia 3 lata	× poziom indeksu	← przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTW)	5,18%	2,99%	1,85%	×	×	←	6,17%
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (YTW)	3,84%	1,22%	0,25%	×	×	←	4,40%
amerykańskie obligacje High Yield (YTW)	8,46%	6,28%	4,53%	×	×	←	11,41%
europejskie obligacje High Yield (YTW)	7,19%	4,41%	2,80%	×	×	←	8,43%
2-letnie obligacje skarbowe USA (YTM)	4,24%	1,17%	0,10%	×	×	←	4,72%
10-letnie obligacje skarbowe USA (YTM)	3,45%	1,73%	0,51%	×	×	←	4,24%
2-letnie niemieckie obligacje skarbowe (YTM)	2,39%	-0,26%	-1,00%	×	×	←	2,39%
10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (YTM)	2,08%	0,10%	-0,86%	×	×	←	2,42%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

### Poziom spread'ów kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie

	Spread kredytowy (punkty bazowe) - OAS	średnia 3 lata	minimum 3 lata	× średnia 3 lata	× poziom indeksu	← przedział	maksimum 3 lata
amerykańskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	138	130	86	×		←	401
europejskie obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)	166	129	83	×	×	←	243
amerykańskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	454	441	301	×		←	1087
europejskie obligacje o ratingu spekulacyjnym (HY)	487	427	285		×	←	866

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 16.12.2022 r.

kształtują się na poziomie zbliżonym do średniej historycznej w przypadku obligacji amerykańskich i nieco powyżej średniej dla europejskich (Tabela: Poziom spread'ów kredytowych dla obligacji korporacyjnych w USA i Europie). Z tej perspektywy zauważamy, że spread kredytowy może stanowić większe ryzyko dla stóp zwrotu w 2023 roku, w szczególności obligacji high yield.

Podsumowując, skala przeceny na rynku obligacji korporacyjnych pozwala nam patrzeć w przyszłość z większym optymizmem. Wyceny stały się bowiem bardziej atrakcyjne

a oferowana rentowność obligacji korporacyjnych jest znacząco wyższa niż rok temu. W przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym to poziomy niewidziane od kilkunastu lat, z tego też powodu ten segment rynku nasi zarządzający uznają za najciekawszy komponent do budowy portfela obligacji korporacyjnych w ramach zarządzanych przez nas funduszy. W przypadku obligacji o ratingu spekulacyjnym widzimy poprawę wycen, choć ze względu na niepewne otoczenie makroekonomiczne i ryzyko recesji stosujemy podejście bardziej selektywne kładąc duży nacisk na skrupulatną analizę kredytową emitentów.

# Globalne rynki akcji



## Piotr Stopiński, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
 Akcjami Rynków Zagranicznych

Mijający rok 2022 rozczarował inwestorów. Trudno szukać indeksu, który wzrósł.

### Stopy zwrotu w 2022 r.

Indeksy (wszystkie w USD)	Od początku 2022 r. do 14.12.2022 r. (TR)	Wskaźnik cena do zysku (P/E)
MSCI WORLD	-14,5%	15,4
MSCI EM	-18,5%	11,5
MSCI US	-16,2%	17,3
MSCI EUROPE	-11,8%	12,3
MSCI JAPAN	-14,3%	12,5
MSCI ASIA-EX JAPAN	-17,7%	12,7
WIG	-17,6%	7,8

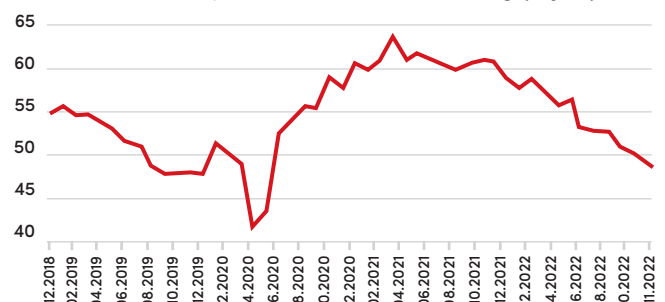
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 14.12.2022 r. TR = Total Return (dane dla indeksów dochodowych).

Jeśli chodzi o akcje nie było inaczej i główne indeksy akcji notowały średnio dwucyfrowe straty a dywersyfikacja między regionami nie przyniosła zdecydowanych rozstrzygnięć. Można tu podkreślić, że akcje rynków wschodzących wyrażone w USD były gorsze niż tych z rynków rozwiniętych. Z drugiej strony na tle sektorów wyróżniły się te defensywne a w wyniku zmiany sytuacji geopolitycznej najbardziej zyskał sektor paliwowy. Na tle inwestowania w tzw. „styl”, zdecydowanie wyróżniły się firmy *value* (vs. *growth*), gdzie szczególnie firmy wypłacające dywidendę pokazały swój defensywny charakter.

W 2023 roku widzimy dalej balans ryzyk skłaniający nas do ostrożności. W I połowie 2023 roku układ sił przemawia za defensywnym pozycjonowaniem, a II połowa, gdy już baza składników inflacji może zdecydowanie spadać w ujęciu rok do roku, powinna być lepsza dla spółek bardziej ekspozowanych na

cykl gospodarczy. Odnosimy wrażenie, że spółki będą bardzo ostrożnie podchodziły do prognozowania swoich wyników, a przez to inwestorzy nie będą mieli jednoznacznych sygnałów odnośnie trajektorii finansowej firm. Obawiamy się, że przy zwiększonej niepewności, przedsiębiorstwa będą bardziej konserwatywnie podchodziły do kwestii inwestycyjnych oraz rozwoju produktów, co potencjalnie może skutkować stopniowym wychodzeniem z nadchodzącego spowolnienia gospodarczego.

### Zachowanie się indeksu ISM Manufacturing (w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

Trwający okres wysokiej inflacji osłabia siłę nabywczą a poprzez to popyt na dobra. Jeśli przeanalizujemy prognozy średniorocznej inflacji na kolejne lata, to dopiero w 2024 roku ekonomiści oceniają możliwy jej powrót w granice celu w USA (tabela Prognozy inflacji w USA). W 2022 roku, o ile debata wśród inwestorów była o to, jak szybko należy zacieśnić politykę monetarną, tak w 2023 roku wydaje się, że ciężar rozmów zostanie przeniesiony na to jak długo należy pozostawić stopy na docelowych, wyższych poziomach. Naszym zdaniem ta nowa dyskusja rynku z „bankierami centralnymi” będzie źródłem zmienności w 2023 roku. Obecnie rynek widzi stopy procentowe w USA utrzymujące się powyżej 4% przez najbliższe 12 miesięcy.

### Prognozy inflacji w USA

Okres	2022	2023	2024	1kw 2023	2kw 2023	3kw 2023	4kw 2023	1kw 2024	2kw 2024
Średnia wartość inflacji w USA w danym okresie	8,10%	4,30%	2,50%	6,10%	4,35%	3,65%	3,10%	2,75%	2,50%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

### Prognozy stóp procentowych w USA

Data	Prognozowany poziom stóp procentowych w USA
01.02.2023	4,651%
22.03.2023	4,805%
03.05.2023	4,874%
14.06.2023	4,864%
26.07.2023	4,813%
20.09.2023	4,721%
01.11.2023	4,554%
13.12.2023	4,365%
31.01.2024	4,163%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

Papierkiem lakmusowym sytuacji ekonomicznej oraz geopolitycznej pozostaje kurs dolara amerykańskiego do euro. Im wyższa niepewność, tym kurs EUR/USD powinien pokazywać umacnianie się dolara, natomiast przy powrocie optymizmu co do perspektyw dla globalnej gospodarki to euro wykazuje tendencję do umocnienia. Liczymy, że koniec podwyżek stóp procentowych w USA oczekiwany w I kwartale 2023 roku oraz wyhamowanie inflacji pomoże walutom niezwiązanym ze strefą USD. Oczywiście, jakakolwiek pozytywna zmiana, w kontekście losu wojny w Ukrainie, nie będzie pozostawała bez znaczenia dla inwestorów i powinna być dobrze odebrana. Natomiast ze wszystkich czynników makroekonomicznych to spadek inflacji jest najbardziej wyczekiwany przez analityków i to może być wyznacznikiem średnioterminowym dla kursu EUR/USD.

### Kurs EUR/USD



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

W tym kontekście, tym bardziej już po znacznej korekcie, ciekawie wygląda sektor telekomunikacyjny (z ang. *communication services*). Po pierwsze, wycena wskaźnikowa jest tu na średniej z ostatnich lat. Po drugie, trzon tego sektora stanowią duże firmy reklamy internetowej, a dopełnieniem są firmy z tradycyjnego sektora telekomunikacyjnego, co daje zbilansowany stosunek firm cyklicznych do firm defensywnych. Po trzecie, o ile cena reklamy w obliczu spowolnienia może być pod presją, a jej wolumeny poniżej oczekiwań, większość firm może

przeprowadzać projekty restrukturyzacyjne w celu ochrony marż lub ograniczać wydatki na inwestycje wspierając swoją pozycję płynnościową. Z drugiej strony rynek reklamy i usług związanych z zarządzaniem budżetami marketingowymi jest jednym z pierwszych, który jest beneficjentem wychodzenia ze spowolnienia. Natomiast po stronie telekomów, niższa inflacja wspiera wycenę poprzez uatrakcyjnienie dywidend oraz poprzez niższą stopę dyskontową zwiększa wartość przepływów pieniężnych. Na dzień dzisiejszy analitycy szacują nieco wyższy wzrost EPS dla tego sektora niż dla szerokiego indeksu MSCI WORLD przy niższej wycenie.

### Porównanie sektora MSCI World Communications do MSCI World

Indeks	P/E 2023	Stoпа zwrotu od początku 2022 r. (w USD) do 14.12.2022 r.	Prognozy wzrostu EPS dla indeksu w 2023 r.
MSCI World	15,4	-14,5%	2,5%
MSCI World Communications	14,1	-34,0%	3,3%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

W 2023 roku preferujemy strategię niebenchmarkową z nastawieniem na stabilne modele biznesowe mające historię wypłaty dywidendy. W dobie relatywnie wysokich stóp procentowych i z perspektywą podwyższonej inflacji przez najbliższe kwartały, inwestor powinien patrzeć nie tylko na wycenę, ale również na to, co może być mu wypłacone w formie dywidendy. Prostym założeniem jest, że jeśli firmom rośnie zysk, nawet tylko dzięki inflacji, to przy zdrowym bilansie (tzn. niskim zadłużeniu), tak samo powinna rosnąć dywidenda na akcję. Z innej strony, firmy o stabilnej polityce dywidendowej, tj. takiej, która opiera się na wypłacie stałej części zysków, mają bardziej dojrzałe biznesy, co w ciągu ostatnich 12 miesięcy przekładało się na niższą zmienność akcji.

### Zmienność indeksów MSCI World i MSCI World High Dividend za ostatnie 12 miesięcy

	MSCI World	MSCI World High Dividend
Zmienność (ostatnie 12 miesięcy)	18,7%	13,1%
Stoпа dywidendy	2,4%	4,0%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

W szerszym horyzoncie, ujmując nasze długoterminowe podejście do inwestowania na globalnych rynkach akcji, dążymy do tworzenia portfeli tematycznych. Wiele okazji inwestycyjnych na giełdach ucieka klasycznym podziałem regionalnym, branżowym, czy nawet bardziej skomplikowanym. Stąd również w 2023 roku preferujemy niebenchmarkowe strategię akcyjne, tj. oparte o wybór spółek nieskrępowany indeksem odniesienia poprzez sektor czy region.

# Krajowy rynek akcji



**Piotr Grzeleński**

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Akcjami Rynku Krajowego

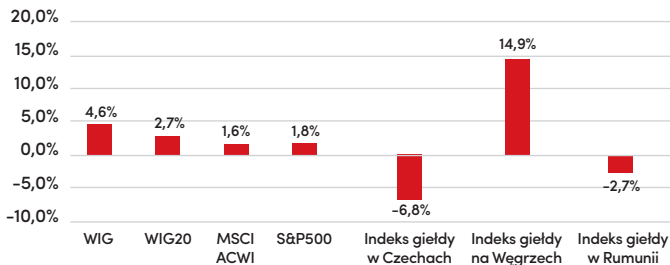


**Piotr Sałata, CFA**

Zarządzający portfelem,  
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

2022 rok był bardzo wymagający dla inwestorów zaangażowanych w krajowy rynek akcji. Z takich bezspornych powodów, jak istotny wzrost ryzyka geopolitycznego w naszym regionie po wybuchu wojny w Ukrainie, bezprecedensowe tempo zacieśnienia polityki monetarnej przez najważniejsze banki centralne świata, czy kryzys surowcowy szczególnie w Europie, większość indeksów akcyjnych globalnie odnotowała silne dwucyfrowe spadki. Poprawa sentymentu nastąpiła dopiero w II połowie 2022 roku, gdy większość krajowych indeksów odnotowała dodatnie stopy zwrotu, które okazały się konkurencyjne, zarówno pod względem najważniejszych indeksów globalnych, jak i innych rynków z naszego regionu.

**Stopa zwrotu za II połowę 2022 r.**

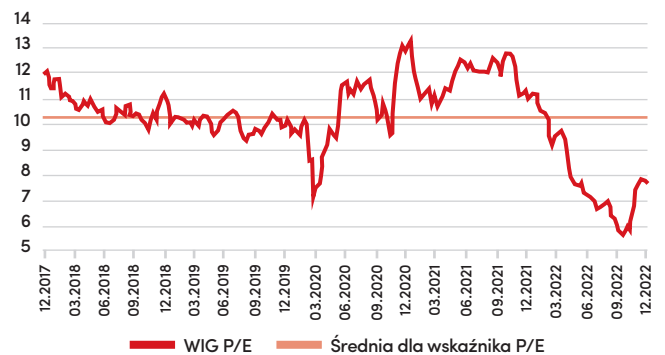


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 16.12.2022 r.

Przyczyn pozytywnych stóp zwrotu krajowych indeksów należy doszukiwać się m.in. w lepszym otoczeniu dla całego agregatu rynków rozwijających się, dzięki złagodzeniu oczekiwań rynkowych w kontekście restrykcyjności polityki monetarnej przez Fed, osłabieniu się od października 2022 r. USD do szerokiego koszyka walut, czy też rozpoczęciu przez rząd w Pekinie odchodzenia od polityki „zero-COVID”. Nakładając na to relatywnie atrakcyjną wycenę krajowego parkietu, ostatecznie II połowę 2022 r. można zaliczyć do względnie udanych, niezależnie od wysokiej zmienności, jaka była widoczna na rynkach finansowych.

Pomimo wyzwań jakie stoją zarówno przed globalnymi rynkami akcji, jak i krajowym parkietem, niezaprzeczalnym atutem rodzimego rynku jest atrakcyjna wycena. Podstawowy wskaźnik ceny do prognozowanego zysku na kolejny rok (P/E), dla indeksu

**Wskaźnik cena/ prognozowany zysk na kolejny rok dla indeksu WIG**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 16.12.2022 r.

WIG wynosi obecnie ok. 7,6, co jest wartością niższą o ponad 25% względem 5-letniej średniej. Co więcej lokalny rynek udziałowych papierów wartościowych jest obecnie również atrakcyjnie wyceniony względem innych rynków rozwijających się na całym świecie. Dla wskaźnika cena do prognozowanego zysku, dyskonto indeksu WIG do indeksu agregującego rynki rozwijającego się (MSCI EM), wynosi obecnie ponad 32%, co jest istotnie powyżej średniej za ostatnie lata, która wynosi 12,5%.

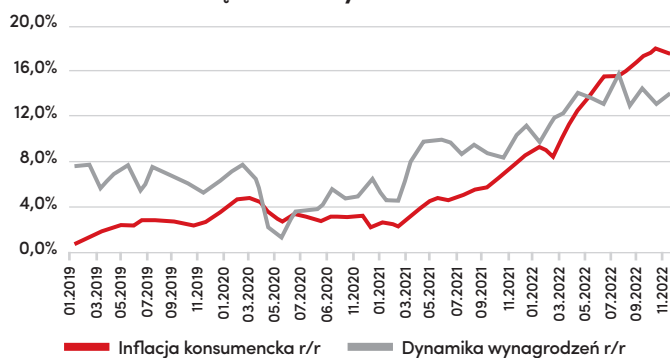
**Premia/ dyskonto wskaźnika P/E dla WIG względem MSCI EM**



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 16.12.2022 r.

Istotnym czynnikiem, który wpłynął na przecenę krajowego rynku akcji na przestrzeni 2022 r. były negatywne przepływy kapitałowe. Wzrost postrzeganego poziomu ryzyka inwestycyjnego w naszym regionie przez inwestorów zagranicznych po wybuchu wojny w Ukrainie miał w tej kwestii kluczowe znaczenie. Polski rynek papierów udziałowych, jako obszar „przefrontowy”, w bardzo silny sposób odczuł odpływ kapitału zagranicznego, tym bardziej, że udział funduszy spoza Polski, w całkowitym obrocie na GPW, systematycznie przekracza 50%. Z drugiej jednak strony, ci zagraniczni inwestorzy instytucjonalni, którzy chcieli zredukować swoją ekspozycję na nasz region, już to zrobili. Z tego powodu, przy założeniu braku radykalnej eskalacji działań militarnych na froncie wojny w Ukrainie, zakładamy, że w 2023 r. przepływy kapitałowe ze strony instytucji zagranicznych mogą być co najmniej neutralne. Co więcej, oceniamy, że łączne przepływy na różnego typu formy funduszy zabezpieczenia emerytalnego (OFE, PPK, PPE, IKZE oraz IKE) będą w perspektywie 2023 r. dodatnie. Oznacza to, że ogólny zakładany obraz przepływów kapitałowych ze strony instytucjonalnych uczestników rynku wydaje się być obecnie bardziej korzystny niż w 2022 r. Co więcej, przy obecnie relatywnie niskiej ekspozycji inwestorów zagranicznych na krajowy rynek akcji oraz umiarkowanej płynności, ewentualny pozytywny katalizator może wywołać relatywnie silny ruch indeksów giełdowych, co mogłoby zmniejszyć obecne wysokie dyskonto w wycenie WIG opisane powyżej.

#### Słabnąca siła nabywczą konsumenta



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na 14.12.2022 r.

Pomimo pozytywnych aspektów opisanych wcześniej, wyzwaniem dla lokalnego rynku akcji w 2023 r. będzie koniunktura makroekonomiczna. Widmo istotnego obniżenia tempa wzrostów a nawet recesji dotyczy zarówno regionu Europy Środkowej, jak i całej światowej gospodarki. Dla polskiej gospodarki spodziewamy się m.in. osłabienia popytu wewnętrznego, co będzie m.in. efektem utrzymującej się relatywnie wysokiej inflacji, której dynamika zapewne będzie wyższa, niż wzrost

przeciętnej płacy w gospodarce, a więc odwrotnie niż miało to miejsce w ostatnich latach. W otoczeniu spadającego dochodu rozporządzanego, wyniki spółek silnie zależnych od kondycji konsumenta mogą być pod presją. Z tego względu spodziewamy się nasilenia zjawiska „trading down”, tj. wybierania przez konsumentów coraz częściej produktów z „niższych półek cenowych”. W naszych decyzjach inwestycyjnych będziemy preferować właśnie te spółki, które mogą być beneficjentami tego zjawiska. Z drugiej jednak strony, czynnikiem, który powinien mitygować ryzyko silnej recesji na krajowym rynku, co w negatywnym scenariuszu mogłoby wiązać się z koniecznością obniżenia oczekiwań na wyniki generowane przez lokalne spółki, jest rynek pracy. Brak istotnego wzrostu stopy bezrobocia w 2023 roku jest scenariuszem bazowym makroekonomistów, nawet przy zakładanym spowolnieniu aktywności gospodarczej. Jest to jeden z podstawowych czynników, dla których konsensus rynkowy nie zakłada spadku PKB w Polsce w skali całego 2023 roku.

W takim otoczeniu będziemy preferować spółki, które w naszej ocenie są w stanie generować stabilne oraz dodatnie wolne przepływy pieniężne. Dodatkowo spółki, które zakończyły istotny cykl inwestycyjny, wydają się być ciekawym uzupełnieniem portfela, z uwagi na fakt, że w obecnym otoczeniu wysokich stóp procentowych, prowadzenie znaczących projektów rozwojowych finansowanych zewnętrznie wiązać się będzie z wysokimi kosztami obsługi tego zadłużenia. Sektorami, które w szczególności mogą znaleźć się w kręgu naszych zainteresowań inwestycyjnych, mogą być m.in. telekomunikacja, IT, w tym segment gier komputerowych, czy dobra konsumpcyjne pierwszej potrzeby. Z drugiej strony, jeśli otoczenie makroekonomiczne w 2023 roku okaże się bardziej przychylne niż pierwotne założenia (tzw. „łagodne lądowanie” gospodarki), to w szczególności bliżej końca 2023 r. na znaczeniu mogą zyskiwać spółki z sektorów bardziej cyklicznych.

Podsumowując, pomimo ewidentnych wyzwań makroekonomicznych, bilans potencjalnych czynników ryzyka i szans wydaje się być pozytywny. Mając na uwadze zarówno średni, jak i dłuższy horyzont inwestycyjny, 2023 rok może być bardzo dobrym okresem do zwiększenia ekspozycji na lokalny rynek akcji. Podstawową przesłanką jest atrakcyjna wycena naszego rodzimego parkietu w kontekście historycznym. Dodatkowo takie zdarzenia, jak np. zakończenie wojny w Ukrainie, czy złagodzenie sporu wokół funduszy unijnych, mogą tylko zwiększyć zainteresowanie naszym rynkiem udziałowych papierów wartościowych wśród zagranicznych instytucji. Trudne otoczenie gospodarcze będzie w naszej opinii stanowiło jednak bardzo duże wyzwanie, a kluczem do osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu będzie odpowiednia selekcja spółek do portfela.



# Podsumowanie



**Jacek Babiński, CFA**

Wiceprezes Zarządu  
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

Pandemia Covid-19, inflacja, wojna, jeszcze większa inflacja, kryzys energetyczny... obecnie zaś spowolnienie gospodarcze.

Rzeczywiście splot wydarzeń z ostatnich miesięcy wywołał dość trudną sytuację. I to nie tylko na rynkach finansowych, w gospodarce, ale także w budżetach domowych. Niestety taka sekwencja „szoków” w gospodarce i układzie sił na świecie może też wywołać „wstrząsy wtórne”. Uspokojenie sytuacji i przywrócenie równowagi mogą zająć długie lata. Stąd w prognozach Pekao TFI na 2023 rok próżno szukać nadmiarowego optymizmu. Sądzymy, że 2023 r. będzie z dużym prawdopodobieństwem rokiem hamowania aktywności gospodarczej oraz kontynuacji konfliktu za naszą wschodnią granicą.

Jednakże inwestycyjny punkt widzenia często różni się od gospodarczego. Uczestnicy rynków finansowych z natury wybierają myślami w przód, poza najbliższe miesiące, a do tego dość szybko przyzwyczajają się i przechodzą do codzienności uwzględniając nowe czynniki ryzyka. Choć zachowanie ostrożności pozostaje naszym domyślnym trybem działania, to wierzymy, że 2023 rok ma wszelkie szanse, by okazać się lepszym okresem inwestycyjnym, niż 2022 rok.

Tym bardziej, że w 2022 roku wszechobecna czerwień na giełdach była o tyle boleśniejsza, gdyż jednocześnie nurkowały także ceny obligacji skarbowych. Sądzymy, że to się zmieni. Widzimy duże szanse na uspokojenie w notowaniach instrumentów dłużnych, co z kolei ułatwi „wydobycie” rentowności z portfeli obligacyjnych. Już dziś sądzymy, że jest to dobry moment na konstruowanie portfeli o wysokiej dochodowości. To zaś nie wymaga, w tych warunkach, podejmowania dużego ryzyka kredytowego, czy ryzyka stopy procentowej. Przedstawione scenariusze stanowią oszacowanie przyszłych wyników w oparciu o aktualne warunki rynkowe i nie są dokładnym wskaźnikiem. Uzyskany wynik będzie się różnił w zależności od funkcjonowania rynku

i okresu posiadania inwestycji. I tak, oceniając różne rodzaje funduszy dłużnych pod kątem potencjalnego zysku do ryzyka w horyzoncie najbliższego półrocza, nadal oceniamy jako najbardziej atrakcyjne fundusze dłużne krótkoterminowe (zdominowane przez instrumenty zmiennokuponowe). Jednocześnie zaryzykujemy tezę, że w skali całego 2023 roku lepiej wypadną jednak fundusze obligacyjne oparte o obligacje stałokuponowe. Z kolei wśród zagranicznych funduszy obligacyjnych jako atrakcyjne oceniamy dziś rozwiązania oparte zarówno o obligacje skarbowe z rynków rozwiniętych, jak i korporacyjne papiery o ratingu inwestycyjnym. Ważąc potencjalny zysk i ryzyko, doszliśmy do wniosku, że na tym etapie bezpieczniej jest jeszcze oprzeć się pokusie kupowania wyżej oprocentowanych obligacji z rynków wschodzących, czy obligacji o ratingu spekulacyjnym (high yield).

Odmiana na plus może nadejść także na rynkach akcyjnych. Jednakże w przypadku akcji, polskich czy zagranicznych, droga do wzrostów zdaje się być bardziej skomplikowana niż przy obligacjach. Spodziewamy się kapryśnej i zmiennej koniunktury. Notowania na giełdach w 2023 roku będą w naszej ocenie wypadkową dwóch przeciwstawnych sił – oczekiwań na zmianę kierunku polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz słabnących zysków firm. Jesteśmy zdania, że niedocenianym scenariuszem jest możliwość utrzymania wysokiego kosztu pieniądza przez dłuższy czas na stabilnym poziomie. Z kolei drugi czynnik – zyski firm – mogą istotnie rozczarować. W naszej ocenie wyceny, choć bliższe już średnim, nie dyskontują jeszcze scenariusza „twardego lądowania” gospodarki po cyklu zacieśniania monetarnego. Obydwa te czynniki według nas tworzą jeszcze pole do rozczarowań inwestorów. Z drugiej strony, pesymizm jest dość powszechny wśród inwestorów. Dobity przykład tego mamy na swojej rodzimej giełdzie, która jest jednym z najtańszych rynków na świecie. Jesteśmy na takim etapie zniechęcenia do polskich akcji, że o ryzykach można

rozpisywać się na wiele stron, a wymienianie pozytywów przychodzi już dużo trudniej. I właśnie taki fatalny sentyment może być kluczowym argumentem za akumulowaniem obecnie akcji. Może okazać się, że niewiele trzeba, żeby tchnąć w poczynania inwestorów więcej optymizmu. Historycznie to okresy dużego pesymizmu i niepewności były najkorzystniejsze do powiększania, bądź budowania pozycji w akcjach. 2023 rok jawi nam się więc jako okres na zakupy walorów z myślą o długoterminowym utrzymaniu ich w portfelu.

Prognozy na pierwszą połowę 2023 roku, trochę jednak nietypowo, chcielibyśmy zakończyć czymś ponadczasowym. Z punktu widzenia zarządzającego aktywami, jakim jest Pekao TFI, najważniejszy jest udoskonalany od lat proces inwestycyjny, w którym na równi z szukaniem okazji stoi pilnowanie ryzyka. Tym samym, skuteczność inwestycji jest zawsze w dużej mierze uzależniona od konsekwentnego realizowania ustalonej strategii inwestycyjnej oraz wierności wobec obranego horyzontu inwestycyjnego. Sądzymy, że z perspektywy inwestowania długoterminowego przyszłe otoczenie będzie bogate w okazje inwestycyjne. Mamy nadzieję, że będziemy mogli je również dla Państwa uchwycić.

**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 Dokumencie zawierającym kluczowe informacje.**

**Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 30.12.2022)**

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająco do 30.12.2022 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2021	2020	2019
<b>WALUTY</b>												
euro	dolar	1,07	%	2,87	9,21	2,11	-5,85	-10,83	-18,86	-6,93	8,94	-2,22
dolar	jen	131,12	%	-5,03	-9,41	-3,39	13,94	16,35	51,15	11,46	-4,94	-0,98
euro	złoty	4,69	%	0,32	-3,52	-0,29	2,14	12,14	14,86	0,58	7,20	-0,82
dolar	złoty	4,38	%	-2,51	-11,69	-2,39	8,42	25,57	41,42	8,09	-1,61	1,53
frank	złoty	4,73	%	-0,29	-5,71	0,82	6,98	32,56	40,06	4,82	7,64	2,90
<b>SUROWCE</b>												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	80,26	%	-0,36	0,97	-24,11	4,25	32,84	-12,59	58,68	-20,54	34,46
miedź	tona (Londyn)	8372,00	%	1,61	10,74	1,38	-13,87	15,52	5,56	25,17	25,79	3,50
złoto	uncja (Londyn)	1824,02	%	3,14	9,84	0,93	-0,28	40,01	8,87	-3,64	25,12	18,31
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (EUR)	105,32	%	-6,39	-7,52	-5,68	20,92	43,60	-0,06	27,05	-3,50	5,44
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (EUR)	752,03	%	-2,76	10,67	2,78	-4,61	38,87	-22,96	-10,87	22,50	39,72
<b>RYNEK PIENIĘŻNY</b>												
USA	USD LIBOR 3 M	4,77	bps	-1,13	101,26	248,22	455,82	307,30	446,13	-2,93	-167,00	-89,93
Euro	EURO LIBOR 3 M	2,13	bps	15,90	95,90	232,70	270,40	246,10	194,50	-2,70	-16,20	-7,40
Polska	WIBOR 3 M	6,92	bps	-26,00	-19,00	-3,00	448,00	530,00	291,00	233,00	-150,00	-1,00
<b>OBLIGACJE</b>												
USA 10 Y	rentowność (yield)	3,87	bps	26,94	4,62	86,19	236,47	146,94	211,74	59,69	-100,43	-76,67
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	2,57	bps	64,10	46,30	123,50	274,80	214,40	125,50	39,20	-38,40	-42,70
Polska 10 Y	rentowność (yield)	6,86	bps	26,50	-30,30	-6,40	319,10	356,00	312,70	243,60	-88,30	-70,60
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	2987,87	%	-0,21	3,52	-1,77	-15,45	2,69	21,98	-0,95	9,81	14,23
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	271,48	%	-1,62	1,32	-2,01	-13,95	-8,16	8,74	-1,02	2,65	6,25
US HY	ICE BofAML US High Yield	1401,62	%	-0,76	3,98	3,27	-11,22	11,05	47,24	5,36	6,17	14,41
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	306,99	%	-0,75	4,67	4,28	-11,48	0,83	37,31	3,35	2,76	11,29
<b>AKCJE</b>												
USA – szeroki rynek	S&P 500	3839,50	%	-5,90	7,08	1,43	-19,44	43,61	169,21	26,89	16,26	28,88
USA – duże spółki	DJIA	33147,25	%	-4,17	15,39	7,71	-8,78	34,10	152,95	18,73	7,25	22,34
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	5095,76	%	-5,08	10,45	5,01	-12,03	32,07	161,93	28,34	4,96	27,06
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	14182,70	%	-6,56	8,42	3,42	-14,48	22,41	125,59	28,27	4,63	22,39
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	981,76	%	-3,38	9,84	5,09	-10,64	23,79	97,63	24,91	-1,99	26,82
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	616,71	%	-2,01	11,87	0,73	-23,99	10,04	100,95	22,85	4,78	29,09
Niemcy	DAX	13923,59	%	-3,29	14,93	8,92	-12,35	7,79	82,91	15,79	3,55	25,48
Wielka Brytania	FTSE250	18853,00	%	-1,62	9,81	1,00	-19,71	-9,04	52,35	14,61	-6,38	25,03
Japonia	NIKKEI 225	26094,50	%	-6,70	0,61	-1,13	-9,37	14,63	151,02	4,91	16,01	18,20
Emerging Markets	MSCI EM	956,38	%	-1,64	9,20	-4,43	-22,37	-17,44	-9,37	-4,59	15,84	15,42
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1451,11	%	-0,44	12,17	-1,96	-17,19	2,06	45,71	-2,65	22,75	19,48
Greater China	45% MSCI China 10/40	2012,46	%	4,71	12,80	-13,19	-23,29	-26,27	-2,36	-21,36	28,10	19,35
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	2128,29	%	-4,70	3,59	4,27	-0,07	-24,75	-43,96	-13,13	-15,97	13,71
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	187,73	%	-2,86	1,08	-2,36	-37,05	-32,60	-53,35	19,66	-11,02	13,70
Rosja	RTSI \$	970,60	%	-13,74	-8,06	-27,84	-39,18	-15,92	-36,44	15,01	-10,42	44,93
Węgry	BUX	43793,76	%	-4,76	15,74	11,60	-13,66	11,22	140,98	20,63	-8,76	17,74
Czechy	PX	1201,73	%	-1,12	6,98	-4,00	-15,73	11,46	15,70	38,84	-7,93	13,08
Brazylia	BOVESPA	109734,60	%	-2,45	-0,27	11,36	4,69	43,63	80,03	-11,93	2,92	31,58
Indie	S&P BSE SENSEX	60840,74	%	-3,58	5,94	14,75	4,44	78,64	213,18	21,99	15,75	14,38
Chiny	SHCOMP	3089,26	%	-1,97	2,14	-9,10	-15,13	-6,59	36,14	4,80	13,87	22,30
Polska – szeroki rynek	WIG	57462,68	%	2,51	25,00	7,26	-17,08	-9,86	21,07	21,52	-1,40	0,25
Polska – duże spółki	WIG20	1792,01	%	3,21	30,05	5,66	-20,95	-27,19	-30,62	14,26	-7,73	-5,56
Polska – średnie spółki	mWIG40	4154,32	%	1,11	16,94	2,09	-21,49	-14,30	62,75	33,07	1,75	-0,03
Polska – małe spółki	sWIG80	17496,16	%	-1,32	10,07	1,23	-12,76	19,87	67,53	24,60	33,64	13,94

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 30.12.2022 r.

**Prognozy makroekonomiczne**

WZROST PKB (%)		INFLACJA (%)		KURSY WALUTOWE (4 KW.)			
2023	2024	2023	2024	2023	2024		
Polska	0,7	2,7	13,6	5,9	USDPLN	4,43	4,39
Stany Zjednoczone	0,3	1,3	4,0	2,5	EURPLN	4,68	4,61
Strefa Euro	-0,1	1,4	6,0	2,3	CHFPLN	4,63	4,43
Chiny	5,5	5,1	2,3	2,2	GBPPLN	5,38	5,24
Kraje rozwijające się	3,9	4,4	5,8	4,3			
Kraje rozwinięte	0,4	1,4	5,3	2,9			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 30.12.2022 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.

**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 materiale nie mogą być podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie 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, Dokumentem zawierającym kluczowe informacje, oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl). Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl).**

Informacje na temat połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy i subfunduszy znajdują się na [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 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: 16.12.2022 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](http://www.pekaotfi.pl)**

opłata wg cennika operatora

\* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych